

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE

**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*  
- ADRs**

LEANDRO LUÍS DARÓS

JOSÉ ALONSO BORBA  
Orientador

FLORIANÓPOLIS  
2006

LEANDRO LUÍS DARÓS

**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*  
- ADRs**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. José Alonso Borba

FLORIANÓPOLIS

2006

## Ficha Catalográfica

657.76

Darós, Leandro Luís

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* – ADRs / Leandro Luís Darós – Florianópolis, 2006.

Orientador: José Alonso Borba

Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, UFSC, 2006.

1. Evidenciação de derivativos – Contabilidade. 2. *American Depositary Receipts* – Contabilidade. I. Borba, José Alonso. II. Universidade Federal de Santa Catarina. III. Título

Leandro Luís Darós

**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*  
– ADRs**

Esta dissertação foi julgada e aprovada para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade no Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina.

Florianópolis, 26 de outubro de 2006.

Prof. Dr. José Alonso Borba

Coordenador do Programa

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. José Alonso Borba**

Programa de Pós-Graduação em Contabilidade

Universidade Federal de Santa Catarina

**Presidente**

---

**Prof. Dr. Arioaldo dos Santos**

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Universidade de São Paulo

**Membro**

---

**Prof. Dr. Newton Carneiro Affonso da Costa Júnior**

Programa de Pós-Graduação em Economia

Universidade Federal de Santa Catarina

**Membro**

## *Agradecimentos*

Aos meus pais Arina e Oscar que nunca mediram esforços para me proporcionar educação. A eles agradeço pelo incentivo ao estudo sempre com muito carinho, apoio e amor.

A minha namorada Kamile que me acompanhou e esteve comigo nas muitas horas dedicadas à pesquisa e que, com paciência, compreendeu nos momentos em que estive ausente de sua companhia.

Ao meu orientador, professor e amigo José Alonso Borba que acreditou em minha capacidade, me incentivou e batalhou para a construção de um curso de mestrado em contabilidade na UFSC, além da admiração que em mim despertou.

Ao diretor de Contabilidade Geral do Estado de Santa Catarina, Wanderlei Pereira das Neves que me incentivou e contribui com a concretização deste sonho de mestrado.

Aos alunos de mestrado em contabilidade da UFSC pelo companheirismo e amizade durante as aulas e nas pesquisas.

*O segredo da vida não é correr atrás das borboletas,  
Mas sim cuidar de seu jardim para que elas venham até você.*

*Mario Quintana*

## RESUMO

DARÓS, Leandro Luís. **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* – ADRs. UFSC: Florianópolis, 2006. Dissertação (Programa de Pós-Graduação em Contabilidade - Mestrado em Contabilidade).

Dentro de uma perspectiva de governança corporativa, de políticas de evidenciação e uniformidade de divulgação de informações contábeis, este trabalho apresenta um estudo empírico comparando a evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis divulgadas no Brasil com as publicadas nos Estados Unidos pelas empresas brasileiras emitentes de ADRs. Foram confrontadas as Demonstrações Financeiras Padronizadas apresentadas no Brasil com o Formulário 20-F divulgado nos Estados Unidos, dos anos de 2004 e 2005, buscando-se verificar possíveis assimetrias de informações a respeito de instrumentos financeiros derivativos. Como resultado, constatou-se que as informações sobre instrumentos financeiros derivativos divulgadas nos Estados Unidos são mais objetivas, claras e com maior riqueza de detalhes do que as publicadas nos relatórios contábeis brasileiros. As principais divergências estão na falta de avaliação dos instrumentos derivativos a preços de mercado, ausência de divulgação das políticas de investimento em derivativos e falta de controle do risco de mercado, câmbio e crédito. Pela análise verificou-se que há diferenças em quantidade e qualidade das informações divulgadas pelas mesmas empresas no Brasil e Estados Unidos.

**Palavras-chave:** instrumentos financeiros derivativos, evidenciação, *American Depositary Receipts*.

## ABSTRACT

DARÓS, Leandro Luís. **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* – ADRs. UFSC: Florianópolis, 2006. Dissertação (Programa de Pós-Graduação em Contabilidade - Mestrado em Contabilidade).

In a perspective of corporate governance framework, policies of disclosure and non-symmetric information in financial statements, this work presents an empirical study making a confrontation about disclosure of derivative financial instruments reported in financial statements published in Brazil and United States of America by the same Brazilian public companies with American Depositary Receipts. I make a confrontation between Standard Financial Statement published in Brazil with Form 20-F published in United States in 2004 and 2005 years. The main objective was to verify if information on financial statements in both markets are equivalent about the same topic: derivative financial instruments. As results, I found out that information published in United States have more details, clearer and level of disclosure than those information published in Brazilian financial statements. The main divergences are in a lack of fair value evaluation of derivative financial instruments, policies of investment in derivatives and no control of risk of market, exchange and credit. Besides that, there are differences in quality and quantity of information published by the same companies in Brazil and United States.

**Key words:** derivative financial instruments, disclosure, American Depositary Receipts.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Características dos contratos futuros e a termo.....	29
Quadro 2: Empresas utilizadas na amostra da pesquisa.....	62
Quadro 3: Modelo de instrumento de coleta de dados.....	64
Quadro 4: Palavras relacionadas com as variáveis de análise.....	65
Quadro 5: Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Braskem.....	68
Quadro 6: Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na COPEL	70
Quadro 7: Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na CVRD.	74
Quadro 8: Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar).....	75
Quadro 9: Comparação da evidenciação dos métodos de avaliação do valor justo de derivativos na Ultrapar.....	79
Quadro 10: Comparação da evidenciação dos métodos de avaliação do valor justo de derivativos na COPEL.....	80
Quadro 11: Comparação da evidenciação do risco de crédito na Sadia.....	88
Quadro 12: Comparação da evidenciação do risco de crédito na Votorantim Celulose e Papel.....	89
Quadro 13: Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Gerdau.....	92
Quadro 14: Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Petrobras.....	95
Quadro 15: Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Braskem.....	96

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Ajuste diários das margens de garantia.....	31
Tabela 2: Evidenciação de derivativos no mercado brasileiro – em %.....	40
Tabela 3: Número de empresas na comparação entre Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos.....	41
Tabela 4: Modelo de avaliação de riscos de crédito.....	50
Tabela 5: Modelo de avaliação de riscos de câmbio.....	51
Tabela 6: Modelo de avaliação de riscos de preço dos produtos.....	52
Tabela 7: Comparação entre o valor contábil e valor de mercado dos derivativos da Tim Participações.....	83
Tabela 8: Tabela comparativa entre o valor contábil e valor de mercado de instrumentos financeiros derivativos da Aracruz. ....	83
Tabela 9: Tabela comparativa entre o valor contábil e valor de mercado de instrumentos financeiros derivativos da Sadia na DFP.....	84
Tabela 10: Tabela comparativa entre o valor contábil e valor de mercado de instrumentos financeiros derivativos da Sadia no Formulário 20-F.....	85
Tabela 11: Exposição cambial da empresa Gol Linhas Aéreas.....	91
Tabela 12: Comparativo de contratos derivativos de câmbio da Embratel.....	93
Tabela 13: Número de empresas na comparação entre Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos no ano de 2004 – Valores em %.....	98
Tabela 14: Número de empresas na comparação entre Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos no ano de 2005 – Valores em %.....	99

## SUMÁRIO

<b>RESUMO.....</b>	<b>7</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>8</b>
<b>LISTA DE QUADROS.....</b>	<b>9</b>
<b>LISTA DE TABELAS.....</b>	<b>10</b>
1.1 Considerações iniciais.....	13
1.2 Problemática.....	15
1.3 Objetivos .....	18
1.3.1 <i>Objetivo geral</i> .....	18
1.3.2 <i>Objetivos específicos</i> .....	18
1.4 Justificativas.....	19
1.4.1 <i>Perspectiva do pesquisador</i> .....	19
1.4.2 <i>Relevância</i> .....	20
1.4.3 <i>Oportunidade</i> .....	21
1.4.4 <i>Contribuições deste trabalho</i> .....	22
1.5 Estrutura do trabalho .....	22
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>24</b>
2.1 Surgimento dos derivativos .....	24
2.2 Mercados futuros .....	25
2.2.1 Participantes do mercado futuro .....	25
2.3 Contratos a Termo .....	28
2.4 Contratos Futuros .....	29
2.5 Mercado de opções .....	32
2.6 Mercado de swaps .....	34
2.7 Regulamentação dos derivativos .....	35
2.8 A importância da informação contábil .....	37
<b>3 TRABALHOS DE PESQUISA RELACIONADOS.....</b>	<b>39</b>
3.1 No Brasil.....	39
3.2 No exterior.....	42
<b>4 NORMAS QUE TRATAM DE EVIDENCIAÇÃO DE DERIVATIVOS.....</b>	<b>48</b>

4.1 Instrução Normativa 235 de 1995 .....	48
4.2 Apresentação, reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros derivativos	49
3.2.1 Risco de crédito .....	49
3.2.2 Risco da taxa de câmbio .....	50
3.2.3 Risco da taxa de preço dos produtos .....	52
4.3 Statement of Financial Accounting Standards – SFAS 133 .....	53
4.4 Financial instruments: recognition and measurement – IAS 39.....	55
4.5 A essência sobre a forma na divulgação dos instrumentos financeiros derivativos.....	57
<b>5 METODOLOGIA.....</b>	<b>59</b>
5.1 Delineamento.....	59
5.2 Tipo de estudo .....	59
5.3 População .....	59
5.3.1 Exclusões de elementos da população.....	60
5.4 Amostra .....	60
5.5 Fonte de dados .....	62
5.6 Itens analisados.....	62
5.7 Instrumento de coleta de dados .....	63
5.8 Análise dos dados .....	65
5.9 Limitações metodológicas .....	66
<b>6 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>67</b>
6.1 Principais práticas contábeis adotadas para a evidenciação de derivativos.....	67
6.2 Objetivos, finalidades e intenções da empresa para a utilização de instrumentos financeiros derivativos.....	72
6.3 Premissas utilizadas para determinação dos valores justos (fair value) .....	77
6.4 Quadros comparativos mostrando as diferenças entre o valor contábil e o de mercado	82
6.5 Controle de risco de crédito.....	86
6.6 Controle de risco de taxa de câmbio.....	90
6.7 Controle de risco de preço dos produtos .....	94
<b>7 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>98</b>
7.1 Oportunidades para trabalhos futuros.....	100
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>101</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Considerações iniciais

Nos primórdios a contabilidade preocupava-se em seguir normas e tinha pouco conteúdo informacional. O estudo do desenvolvimento da ciência contábil ao longo dos anos demonstra uma evolução a partir do final da década de 50, com estudos que buscavam a comprovação prática das informações geradas pela contabilidade. Iudícibus e Lopes (2004) colocam que a Teoria Positiva da Contabilidade, nome dado a essa nova vertente da contabilidade, fornece o arcabouço teórico fundamental para o desenvolvimento de uma abordagem pragmática da contabilidade, deixando de lado a visão normativista que dominava o cenário contábil desde fins da década de 30.

A aproximação da contabilidade com áreas de conhecimento como as ciências econômicas e finanças, foi importante para o progresso da função informacional da contabilidade. Dois estudos contribuíram decisivamente para isso quando passaram a considerar a informação contábil para precificar ativos financeiros negociados no mercado de capitais. O primeiro desenvolvido por Sharpe (1964) e Lintner (1965) propõe o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*) utilizado por Beaver (1968) além de Ball e Brown (1968) para estudos empíricos com dados contábeis.

O segundo estudo, apresentado pelo professor Eugene Fama (1970) da universidade de Chicago denominado Hipótese de Mercado Eficiente, considera, resumidamente, que a avaliação do preço de um ativo está diretamente relacionada com a informação disponível sobre esse ativo. Essa informação, segundo autores como Beaver (1998), Hendriksen e Van Breda (1999), pode ser gerada pela contabilidade, definindo uma das premissas da hipótese dos mercados eficientes.

Além disso, outros estudos também passaram a utilizar as informações contábeis para estudos empíricos. Destacam-se os de Modigliani e Miller (1958), além de Ball e Brown (1968) demonstrando a possibilidade de desenvolver modelos econométricos, utilizando dados contábeis, fazendo o vínculo com as teorias econômicas. Tal feito possibilitou um avanço da pesquisa empírica em contabilidade com a conseqüente validação das informações disponibilizadas pela contabilidade.

Desta forma, nota-se a importância que as informações contábeis tiveram no desenvolvimento da própria contabilidade e em outras áreas correlatas. Nos dias atuais, as informações sobre a situação econômica, financeira e patrimonial das empresas são

indispensáveis no mercado de capitais. A contabilidade tem papel importante, pois objetiva demonstrar as alterações patrimoniais e gerar informações. Uma das formas de apresentação dessas informações é por meio das demonstrações contábeis, que são elaboradas com base em padrões e métodos estabelecidos pelos princípios contábeis e por órgãos reguladores. Pode-se afirmar que as demonstrações contábeis são o produto da contabilidade e nelas são apresentadas o patrimônio e resultados das empresas.

Para que haja o entendimento dos usuários das informações contábeis é necessário que o processo de elaboração das demonstrações contábeis seja uniforme. Contudo, em um cenário internacional, ainda não há harmonização das normas e padrões internacionais de contabilidade para elaboração das demonstrações contábeis. Então, para a publicação em outros países, as empresas devem adequar, ou converter, suas demonstrações contábeis às exigências dos órgãos reguladores e princípios contábeis do país estrangeiro. Nessa conversão espera-se que a informação publicada no mercado internacional seja a mesma, ou bastante semelhante, à divulgada no mercado local, independentemente de haver diferenças no nível de desenvolvimento dos mercados.

Empresas brasileiras passam por essa situação quando decidem captar recursos em outros países listando suas ações em bolsas de valores estrangeiras. Frequentemente, essas captações ocorrem no mercado norte-americano com a emissão, naquele país, de *American Depositary Receipts* (ADRs), que são papéis de empresas estrangeiras negociados nas bolsas de valores americanas. Sendo assim, há a exigência de publicação das demonstrações contábeis convertidas em moeda estrangeira com a evidenciação das operações segundo as regras norte-americanas. Ainda que haja diferença entre o nível de sofisticação do mercado de capitais norte-americano e brasileiro, com a conseqüente exigência de maiores informações do investidor americano, espera-se que as informações divulgadas por empresas brasileiras sejam idênticas em ambos os países, já que a informação primária é do mercado brasileiro. Possíveis diferenças entre as informações divulgadas, podem ocasionar oportunidades de ganhos anormais e distorcerem o conteúdo informacional das demonstrações contábeis, já que usuários americanos seriam privilegiados em detrimento dos brasileiros.

Nesse sentido, o tema desse trabalho concentra-se em comparar informações divulgadas, pelas mesmas empresas, em dois países diferentes: Brasil e Estados Unidos. A finalidade é verificar se há divergência (ou assimetria) das informações apresentadas em mercados diversos sobre os mesmos tipos de operações.

## 1.2 Problemática

O mercado financeiro é um dos maiores usuários das informações contábeis. Analistas, corretoras, bancos e fundos de pensão, tomam decisões baseados em relatórios contábeis. Nesse sentido, muitos estudos acadêmicos têm discutido o papel da informação contábil nos mercados financeiros. Para alguns autores (Lopes, 2002) o nível de desenvolvimento do mercado de capitais determina a quantidade de informações que os usuários demandam da contabilidade. Assim, quanto mais desenvolvido os mercados, maiores as exigências por informações contábeis. Beaver, citado por Lopes (2002), coloca que evidenciação de notas explicativas e outras formas de informações fora do balanço (*off-balance sheet*) são percebidas pelo mercado de acordo com a sofisticação deste. Assim sendo, mercados sofisticados tendem a avaliar mais adequadamente notas explicativas, por exemplo, do que os menos sofisticados.

Como se percebe, o mercado avalia as informações contábeis e, dependendo de seu estágio de sofisticação, considera também informações presentes não somente nas demonstrações contábeis, mas também em notas explicativas anexas a essas demonstrações. Ainda segundo Lopes (2002), essa constatação é mais bem entendida quando se consideram a complexidade de algumas evidenciações como instrumentos financeiros derivativos.

Dentro deste contexto, um tipo especial de informação requerida pelo mercado diz respeito a operações com esses instrumentos financeiros derivativos. Criados com a finalidade de antecipar preços futuros de seus ativos objetos e proteger investidores e produtores contra riscos, os derivativos são hoje contratos largamente comercializados no mercado financeiro internacional. Contratos futuros, a termo, opções e *swaps* são exemplos desses contratos derivativos. Estudos (Hwang, 2002) indicam que 83% das grandes empresas utilizam derivativos como parte essencial de suas estratégias financeiras e gerenciamento de riscos. Contudo, os procedimentos contábeis não têm acompanhado essa evolução. Assim, entender e reconhecer os efeitos dos derivativos sobre a situação patrimonial das empresas e, concomitantemente, identificar a maneira correta de evidenciá-los nas demonstrações contábeis tem sido um dos desafios da contabilidade.

De acordo com Benston e Mian (1997) o tamanho, crescimento e importância do mercado de derivativos indicam um amplo uso desses instrumentos financeiros pelas empresas. Porém, apesar do seu uso intensivo, aparentemente os contadores têm carência de orientações para a sua evidenciação, reconhecimento, mensuração e classificação. Em decorrência disso, a profissão contábil tem enfrentando dificuldades na formulação de

métodos claros e compreensíveis a respeito do reconhecimento e apresentação desses instrumentos financeiros.

No Brasil, a principal norma que trata sobre a evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis é a Instrução Normativa 235 editada em 1995 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Internacionalmente, o SFAS 133 elaborado pelo FASB - *Financial Accounting Standards Board* e o IAS 39 editado pelo IASB - *International Accounting Standards Board* dispõe sobre a evidenciação de instrumentos financeiros derivativos.

A dificuldade de evidenciar instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis torna-se ainda mais clara quando a empresa decide negociar suas ações nos Estados Unidos. Como o mercado de capitais americano tem mais sofisticação que o mercado brasileiro, aquele exige uma quantidade e qualidade maior de informações a respeito das operações das empresas em relação ao mercado brasileiro.

A participação de empresas estrangeiras no mercado de capitais americano acontece pela emissão de *American Depositary Receipts*. Os ADRs são recibos emitidos por um banco depositário norte-americano e que representam ações de um emissor estrangeiro que se encontram depositadas sob custódia. Esses ADRs são cotados em dólares e fazem a introdução de empresas estrangeiras no mercado de capitais dos Estados Unidos. Há três tipos de ADR, cada um com exigências crescentes de transparência e adequação às normas da *Securities and Exchange Commission* - SEC (Comissão de Valores Mobiliários Americana) e dos US-GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*) princípios contábeis americanos.

No nível I os ADRs são emitidos com lastro em ações que já existem, adquiridas no mercado secundário, ou seja, não permitem a captação de novos recursos. Esses ADRs são negociados apenas no mercado de balcão e não necessitam adequar suas demonstrações contábeis as regras da SEC e aos US-GAAP. Nos níveis II e III a empresa deve respeitar as normas da SEC e converter seus demonstrativos contábeis de acordo com as determinações dos US-GAAP. A diferença entre os dois níveis reside no fato de que enquanto no nível II a empresa emite ADRs com ações que já existem (adquiridas no mercado secundário) no nível III os ADRs são emitidos com lastro em novas ações, permitindo a captação de recursos.

Quando as empresas brasileiras emitem ADRs dos níveis II e III há exigência por parte do órgão regulador americano (SEC) de divulgação de informações a respeito das operações da empresa. O principal instrumento de divulgação dessas informações contábeis é o Formulário 20-F, que consiste na adequação das demonstrações contábeis às regras da SEC

e as determinações dos US-GAAP.

No momento em que a empresa brasileira, com ADRs negociados nos Estados Unidos, converte suas demonstrações contábeis e publica o Formulário 20-F de acordo com as exigências da SEC, seria prudente, e coerente, que divulgasse as mesmas informações que constam nas demonstrações contábeis divulgadas no Brasil. A dificuldade de homogeneidade de informações entre as demonstrações publicadas nos Estados Unidos e Brasil é ainda mais acentuada no caso de alguns tipos de informações, como os instrumentos financeiros derivativos.

A evidenciação deficiente, ou diferenças de informações, nos diferentes mercados pode privilegiar o investidor norte-americano em detrimento ao brasileiro, gerando, inclusive, oportunidade de ganhos anormais, já que, teoricamente, o investidor dos Estados Unidos teria mais informações que o do Brasil. Outra razão para a necessidade de evidenciação clara e homogênea das operações com derivativos, diz respeito às perdas ocorridas nos últimos anos com esses papéis. Citam-se os casos alardeados pela imprensa com a empresa a *Procter & Gamble*, o banco inglês *Baring*, o fundo de pensão *Orange County*, entre outros.

Uma das peculiaridades dos instrumentos financeiros derivativos é expor a empresa a riscos que podem comprometer sua estabilidade financeira e sobrevivência. Uma operação de *swap*, por exemplo, pode oferecer mais riscos a uma corporação do que todas as suas atividades não-financeiras somadas. Lopes (2002) afirma que não revelar perfeitamente ao público o grau de risco que a empresa está assumindo induz os usuários externos da contabilidade a tomar decisões sobre informações incorretas que estão recebendo do resultado e riscos das operações da empresa.

Assim, uma evidenciação deficiente das operações com derivativos compromete o objetivo informacional das demonstrações contábeis. Se a evidenciação, além de deficiente, for assimétrica em diferentes mercados, pode privilegiar determinados investidores. Paineira e Carcanholo (2002) afirmam que no tocante aos mercados financeiros, sua ineficiência estaria dada muito mais pela existência de informações assimétricas do que pelo próprio processo de abertura dos mercados emergentes. A fragilidade financeira, característica das economias que enfrentaram crises financeiras e/ou cambiais teria origem no caráter incompleto das informações relevantes que os agentes utilizam para tomar suas decisões nos mercados financeiros, e não em algo intrínseco à própria natureza destes mercados.

Além disso, a existência de informações assimétricas, em um processo de abertura financeira, gera alguns problemas para a eficiência desses mercados: (i) racionamento de crédito, uma vez que os credores não possuem todas as informações necessárias sobre os

tomadores de empréstimos (Devlin et al., 1997); (ii) seleção adversa, segundo a qual os investimentos com menores chances de sucesso “expulsariam” do mercado aqueles com maiores chances, justamente pela impossibilidade dos credores hierarquizarem perfeitamente os planos de investimento segundo suas diferentes viabilidades (Eichengreen et al., 1998); (iii) risco moral, em que a existência de emprestadores de última instância com atuação não seletiva faz com que os agentes em dificuldades sintam segurança em tomar empréstimos para investir em operações cada vez mais arriscadas (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998); e (iv) comportamentos de manada, onde os agentes sem informação privilegiada procurariam seguir aqueles que pretensamente a possuem, o que poderia redundar em tendências auto-realizáveis.

Dentro desse contexto, este trabalho pretende comparar as informações, sobre instrumentos financeiros derivativos, divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos. A finalidade é demonstrar se há divergência (ou assimetria) entre as informações divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos, pelas mesmas empresas, a respeito de instrumentos financeiros derivativos. Para isso, busca responder a seguinte pergunta de pesquisa: *como são evidenciadas as informações a respeito de instrumentos financeiros nas demonstrações contábeis publicadas no Brasil e nos Estados Unidos por empresas brasileiras emitentes de ADRs?*

## 1.3 Objetivos

### 1.3.1 *Objetivo geral*

Comparar as informações, sobre instrumentos financeiros derivativos, nas demonstrações contábeis divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos por empresas brasileiras não financeiras emitentes de *American Depositary Receipts* (ADRs) nos anos de 2004 e 2005.

### 1.3.2 *Objetivos específicos*

- Descrever as normas que tratam de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos no Brasil e nos Estados Unidos;
- Apresentar as informações sobre instrumentos financeiros derivativos divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos pelas empresas brasileiras não financeiras com ADRs;

- Verificar se existe diferença entre as informações sobre instrumentos financeiros derivativos evidenciadas nas demonstrações contábeis brasileiras com as do Formulário 20-F;

## **1.4 Justificativas**

### **1.4.1 *Perspectiva do pesquisador***

O tema de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis está sendo pesquisado por Darós há quatro anos. Resultados preliminares demonstravam a evidenciação deficiente dessas operações pelas empresas brasileiras nas Demonstrações Contábeis Padronizadas (DFP) enviadas à Comissão de Valores Mobiliários. Um artigo com as conclusões do estudo, sobre a análise da evidenciação de operações com derivativos pelas empresas brasileiras no mercado local, foi apresentado no XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (Enanpad) em 2004 na cidade de Curitiba.

A aceitação do estudo com o aprimoramento dos resultados, advindas das discussões com críticas e sugestões recebidas, contribuiu para a submissão do trabalho ao principal periódico da área contábil nacional – Revista de Contabilidade e Finanças da USP, o qual foi aceito e publicado no final do ano de 2005.

Surgiu, então, a idéia de ampliar o estudo, comparando as informações divulgadas no Brasil com as publicadas nos Estados Unidos pelas empresas brasileiras emitentes de ADRs, buscando verificar como são evidenciadas informações sobre derivativos em diferentes mercados pelas mesmas empresas. Um estudo exploratório sobre esse tema foi realizado com uma amostra não probabilística de dez empresas com demonstração contábeis (DFP e Formulário 20-F) do ano de 2003. Um artigo com os resultados preliminares desse estudo foi apresentado e publicado no XXIX Enanpad em Brasília no ano de 2005.

Esta dissertação, portanto, busca confirmar os resultados preliminares e concluir, pela análise de todas as empresas emitentes de ADRs nos anos de 2004 e 2005, a situação atual de evidenciação de informações a respeito de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos pelas empresas brasileiras emitentes de ADRs.

### 1.4.2 Relevância

A relevância deste trabalho pode ser justificada pelo seu pioneirismo, por seu caráter exploratório de verificação de informações sobre instrumentos financeiros derivativos em diferentes mercados e na análise da coerência sobre as demonstrações divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos sobre um mesmo tema (derivativos).

O trabalho se mostra necessário na medida em que o montante envolvido nas operações com derivativos alcança trilhões de dólares em alguns países, e os procedimentos contábeis e de evidenciação desses instrumentos ainda não estão perfeitamente consolidados.

Este cenário cria uma série de problemas para analistas financeiros, gestores de risco, instituições de crédito, pesquisadores e demais profissionais envolvidos com o tema. Os derivativos ganham importância cada vez maior como alternativa para melhorar a rentabilidade de uma série de produtos oferecidos pelas instituições do mercado. Dessa forma, é relevante destacar a importância de tais instrumentos financeiros com o atual estágio de desenvolvimento de contabilização e evidenciação desses produtos financeiros.

Na medida em que empresas brasileiras, por intermédio de *American Depositary Receipts* captam recursos no mercado norte-americano, essa questão se torna relevante, pois se faz necessário informar os investidores de suas operações com instrumentos financeiros derivativos.

Ainda assim, este trabalho se torna necessário pelas razões apresentadas a seguir:

- Tanto no caso brasileiro quanto no americano, um problema principal existe referente à atual estrutura de demonstrações dos derivativos: a falta de transparência. O fato das evidenciações se darem fora do corpo do balanço patrimonial (*off-balance-sheet*) faz com que o investidor não possa identificar o risco a que a empresa está submetida e, tampouco, expõe a estratégia da empresa no que concerne à questão proteção versus risco. Está a empresa se esforçando para proteger seus preços ou apenas investindo em operações que poderão lhe trazer risco? (Carvalho, 1999);

Este tema leva a discussão que os riscos envolvidos as operações com derivativos não estão perfeitamente evidenciados nas demonstrações contábeis das empresas.

- A divulgação de informações não precisa ser necessariamente legal ou formal (*enforced*), pode ser voluntária ou informal (*voluntary*), isto é, que excedam o requerido. O fundamental é que sejam as mesmas para todos, a fim de que sejam

evitadas práticas condenáveis de acesso a informações privilegiadas (*inside information*) (Radebaugh & Gray,1997);

- A necessidade de proteção contra riscos deve incentivar o volume de complexidade das operações com derivativos nos próximos anos. Então, a tendência é o aumento do controle e evidenciação dessas operações. A evidenciação, em especial, ganha atenção na medida em que a complexidade dos instrumentos aumenta com uma velocidade maior que a capacidade de regulação das autoridades responsáveis, necessitando que as empresas divulguem informações não necessariamente obrigatórias.

Além disso, a literatura internacional tem se especializado no tema de derivativos com a criação de periódicos específicos da área. Como exemplo, cita-se: *The Journal of Derivatives, Journal Of Derivatives, Review of Derivatives Research, Derivatives and Risk Technology, Derivatives Quarterly, Derivatives: Tax Regulation Finance, Derivatives: Use, Trading and Regulation.*

Contudo, poucos estudos têm destacado a importância dos critérios de evidenciação contábil, que ainda é pouco explorada quando da discussão do tema Contabilidade Internacional, bem como ao estudo comparativo entre os países para verificar a coerência das informações.

### **1.4.3 Oportunidade**

O momento de realização deste estudo demonstra ser oportuno pelo fato das perdas ocorridas nos últimos tempos com operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos. A complexidade das transações, que na maioria das vezes são estruturadas sobre sofisticados instrumentos matemáticos e estatísticos de cálculo, dificulta a evidenciação correta dos riscos assumidos pelas empresas.

Outra justificativa diz respeito a crescente internacionalização das empresas brasileiras com a busca de captação de recursos em outros mercados com a exigência de publicação das demonstrações contábeis em mercados internacionais. Operações de *hedging*, *swap* e câmbio, tornaram-se correntes nas grandes empresas na busca de proteção e especulação. Assim, é imperativo apresentar ao mercado a posição assumida e o resultado das operações, para que o investidor tenha oportunidade de conhecer e analisar os riscos protegidos ou assumidos pelas empresas.

Além disso, a ciência contábil tem a necessidade de acompanhar a evolução das

operações na busca de levar aos seus usuários informações confiáveis, tempestivas, compreensíveis e comparáveis. No caso dos instrumentos financeiros derivativos, isso se torna um desafio na medida da complexidade das transações, ou seja, a contabilidade deve ter a capacidade de registrar e apresentar nas demonstrações contábeis os reflexos das operações com derivativos para que os usuários tenham condições de tomar decisões sobre informações fidedignas.

#### **1.4.4 Contribuições deste trabalho**

Dentro de uma perspectiva de governança corporativa, de políticas de evidenciação e uniformidade de divulgação de informações contábeis, este estudo contribui para a verificação do estágio atual de divulgação de informações contábeis em diferentes mercados. O objeto de estudo, instrumentos financeiros derivativos, foi escolhido para análise devido a sua importância e discussões no meio acadêmico contábil, bem como os critérios e formas empregados para evidenciação das operações.

Espera-se que os resultados e conclusões do trabalho contribuam para a melhoria do *disclosure* das transações com instrumentos financeiros derivativos e com a padronização das informações disponibilizadas ao mercado de capitais no Brasil. Outro ponto relevante trata de alertar a comunidade contábil para a necessidade da correta apresentação de operações com instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis e o risco da não evidenciação (ou evidenciação deficiente) em diferentes mercados, já que informações assimétricas geram distorções de entendimentos e oportunidades de ganhos anormais.

Ademais, este trabalho pode contribuir para que outros estudos comparem a evidenciação nas demonstrações contábeis divulgadas no Brasil e no exterior de outros temas polêmicos como, por exemplo, planos de pensão e passivos ambientais. Ainda que alguns desses temas tenham legislações diferentes, a empresa deveria manter um padrão de divulgação das operações ocorridas na empresa.

### **1.5 Estrutura do trabalho**

No capítulo seguinte são discutidos os principais conceitos relacionados aos instrumentos financeiros derivativos, regulamentação e importância da informação contábil no mercado de capitais. No capítulo três, são apresentadas as principais pesquisas

relacionadas à evidenciação nas demonstrações contábeis no Brasil e no exterior, demonstrando o papel de instrumentos financeiros derivativos e das demonstrações contábeis. Em seguida, são apresentadas as normas contábeis relacionadas com o *disclosure* de derivativos. São enfocadas a Instrução Normativa 235 de 1995 de CVM que determina os padrões de evidenciação de derivativos no Brasil, o SFAS 133 publicado nos Estados Unidos em 1998 também sobre instrumentos financeiros derivativos e o IAS 39 divulgado internacionalmente sobre o mesmo tema. Logo após, são apresentadas as formas de reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros nas demonstrações contábeis e as informações que deveriam contar nas notas explicativas. Abordam-se os critérios de evidenciação de risco de crédito, taxa de câmbio e preço dos produtos, além da essência sobre a forma na divulgação de instrumentos financeiros derivativos.

Na metodologia, são apresentados os critérios científicos aplicados no trabalho: a descrição da população, as empresas que fizeram parte da amostra da pesquisa, a fonte de coleta dos dados, as variáveis analisadas, o instrumento de coleta de dados, o método e técnica de análise dos dados e as limitações metodológicas. Por fim, passa-se à análise dos resultados onde são avaliadas as principais práticas contábeis adotadas para a evidenciação de derivativos; os objetivos, finalidades e intenções da empresa para a utilização de instrumentos financeiros derivativos; premissas utilizadas para determinação dos valores justos (*fair value*); os quadros comparativos mostrando as diferenças entre o valor contábil e o de mercado; o controle de risco em relação a três aspectos: risco de crédito; risco de câmbio e risco de preço dos produtos. Ao final são apresentadas algumas considerações e conclusões do trabalho.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Apresentam-se nessa parte os principais conceitos que são utilizados no trabalho a respeito de instrumentos financeiros derivativos. São definidos os mercados onde são negociados, participantes e tipos de derivativos, regulamentação e importância da informação contábil no mercado de capitais. Não são abordados temas como estratégias com o uso de derivativos, já que não é objetivo deste estudo.

### 2.1 Surgimento dos derivativos

Não há unanimidade entre os autores sobre quando e em que situações os derivativos surgiram. Uns consideram que apareceram pela primeira vez na China antiga com a negociação de *commodities* básicas, outros registram seu surgimento na idade média com a especialização do comércio. Para Silva Neto (1998;26) os derivativos surgiram no Japão do século XIX e apresenta a seguinte história folclórica

o arroz, além de alimento básico, era também usado como facilitador de trocas, quase moeda. Vários preços eram estabelecidos em arroz, assim como o salário dos samurais. Uma cidade que se destacava na comercialização do produto era Osaka, que se localizava estrategicamente entre os principais pontos produtores e consumidores da mercadoria. A bagunça e a falta de informações sobre o produto produziam distorções em seu preço. Um comerciante logo percebeu uma oportunidade de bons negócios e, valendo-se de um sofisticado sistema de comunicação através de bandeiras que lhe permitia monitorar o preço, tornou-se um grande comerciante. Sua casa era o local principal de negócios com arroz. Para facilitar e agilizar a venda, os fazendeiros começaram a trazer para Osaka apenas amostras do arroz que produziam. Percebendo que era possível a negociação com amostras e qualidades predefinidas, o arroz que ainda estava sendo colhido podia também ser negociado, bastando apenas uma garantia e um pequeno prazo para entrega. Buscando maior proteção para o valor de sua produção, os fazendeiros começaram a propor o diferimento da entrega do produto por prazos muito longos. Diante desse fato, os compradores, receosos de não receber nem a mercadoria nem o dinheiro pago por ela, propôs que o contrato fosse firmado, mas sem o pagamento pelo bem, que também seria diferido para a data da entrega.

Como se pode notar os derivativos são instrumentos que acompanham a história do comércio de bens há muito tempo, originando-se como facilitador das trocas e controlador de riscos. Independentemente de onde surgiu, o fato é que se desenvolveram e diversificaram e atualmente são um importante instrumento financeiro.

A definição do que são instrumentos financeiros derivativos está relacionada ao ativo de que fazem parte, ou sobre os contratos que estão estruturados. São exemplos de derivativos os contratos futuros e as opções. Hull (2000;13) define derivativos como sendo

títulos cujos valores dependem dos valores de outras variáveis mais básicas. Uma opção da IBM, por exemplo, é um derivativo, porque seu valor depende do preço da ação da IBM; um contrato futuro de trigo também é um derivativo, pois seu valor depende do preço do trigo; e assim por diante.

O *Financial Accounting Standards Board* (FASB) por intermédio do *Statement of Financial Accounting for Derivatives Instruments and Hedging Activities*, apresenta uma definição para tais instrumentos que parece completa e abrangente. Para o FASB, um contrato de derivativos é qualquer contrato que apresenta as seguintes características:

- Existência de um ativo base,
- Investimento inicial inexistente ou muito pequeno;
- Liquidação da operação em uma data futura;

Portanto, os derivativos são títulos negociados no mercado de capitais com base em um ativo, com investimento inicial pequeno e com liquidação em período futuro. Seguindo essas definições desenvolveram-se no Brasil três tipos de mercados de derivativos: os futuros ou a termo (*forward*), de opções e de *swaps*. Os dois primeiros são mais comuns a empresas enquanto o último (*swaps*) é, geralmente, destinado a bancos. Como este trabalho está voltado para empresas não financeiras será dado ênfase nos mercados de futuros/termo e de opções, limitando-se a apenas descrever o mercado de *swaps*.

## 2.2 Mercados futuros

No mercado futuro negociam-se compromissos de compra e venda de determinado ativo em uma data futura, por um preço previamente estabelecido. Uma das razões fundamentais para o desenvolvimento dessas transações foi a atuação dos participantes desse mercado, cada um com objetivos e características diversas.

### 2.2.1 Participantes do mercado futuro

Os participantes do mercado dividem-se em três tipos: *hedgers*, especuladores e arbitradores.

#### 2.2.1.1 *Hedgers*

Uma operação de *hedge* pode ser definida como uma transação realizada no mercado de derivativos por um agente (pessoa ou empresa) com o objetivo de proteção quanto à possibilidade de oscilação de um preço, taxa ou índice. Para Silva Neto (1998;28) por meio do *hedge*, a empresa se vê livre de um risco inerente a sua atividade econômica principal. O *hedger* abre mão de possíveis ganhos futuros para não incorrer em perdas futuras.

Como fica evidente, o *hedger* não tem o objetivo de especular com o ativo que está negociando, mas sim proteger uma operação que pode ocasionar perdas futuras. Para ser classificado com *hedger*, e não como especulador, o ativo transacionado, deve fazer parte das atividades fins do agente que o está negociando.

Basicamente, os mercados futuros surgiram para atender às necessidades dos *hedgers*: de um lado os produtores queriam manter um preço para sua produção e os comerciantes queriam garantir um preço para obter tal produto. Dentro dessa perspectiva Iudícibus, Martins e Gelbcke (2000;536) afirmam que

hedgers são clientes que buscam eliminar os riscos provenientes de perdas com oscilações de preços. Eles estão divididos em:

- a) ***hedgers vendidos***: são os que querem proteger-se de eventuais variações negativas dos preços, pois temem que os preços caiam; e
- b) ***hedgers comprados***: são os que querem proteger-se contra possíveis variações positivas nos preços. Nesse caso, se os preços sobem, eles podem comprar a mercadoria pelo preço previamente estabelecido.

Assim, tanto o comprador quanto o vendedor podem utilizar o mercado futuro para garantir o preço dos produtos. Com participação do especulador o mercado ganha liquidez e transparência, pois o risco das operações será assumido por um terceiro que não tem interesse em adquirir o ativo.

#### 2.2.1.2 Especuladores

Os especuladores são os agentes que buscam ganhos financeiros e assumem uma posição de risco, entrando e saindo do mercado rapidamente e sem interesse comercial no objeto de negociação. Apesar de o especulador ser condenado por muitos economistas, principalmente nas últimas crises financeiras mundiais, ele desempenha papel primordial no mercado dando liquidez aos papéis e assumindo riscos. Assaf Neto (1999;303) afirma que a presença do especulador no mercado futuro, apesar de ser mal compreendida e criticada por muitos, é importante no sentido de atribuir liquidez às operações. Ao assumir o risco dos

contratos futuros, o especulador colabora ainda com as operações de *hedging*, as quais visam proteger os investidores das variações adversas nas cotações do mercado.

Para Silva Neto (1998;29) a atividade do especulador não está relacionada com o bem objeto do contrato de derivativos, ou seja, ele não tem interesse no bem, apenas assume posições no mercado para obter a exposição ao risco de oscilação de preços. O especulador assume o risco de perdas futuras na esperança de auferir ganhos futuros. Sem ele, o *hedger* não teria a quem repassar o risco.

Além disso, o especulador participa da formação do preço futuro dos bens. Como está assumindo riscos que não dispunha antes da operação, o especulador tende a buscar o maior número de informações possíveis sobre o ativo que está negociando, contribuindo, dessa forma, com as expectativas futuras sobre o comportamento dos preços. Assim, tem participação no incentivo à transparência das operações. Teoricamente, quanto maior a quantidade de especuladores que atuam em determinado mercado, maior será a transparência de preços sobre o ativo negociado.

### 2.2.1.3 Arbitradores

Os arbitradores são os participantes do mercado que procuram lucro sem risco, realizando operações simultâneas em dois ou mais mercados, aproveitando-se da má formação dos preços. As oportunidades de arbitragem não duram muito tempo, isso porque os arbitradores rapidamente corrigem as distorções. Em geral, as discrepâncias de preços ocorrem de diferenças nos mercados à vista e futuro, oferecendo oportunidade de ganho sem risco para os arbitradores. Para Silva Neto (1998;30) o arbitrador é o agente que, assumindo muito pouco risco, opera em mais de um mercado simultaneamente para se valer de distorções de preços relativos. São responsáveis pelo estabelecimento de preços futuros e pela manutenção de uma relação entre preços futuros e à vista.

Contudo, essas definições são mais acadêmicas do que práticas. Se for analisada a essência das operações, quando uma empresa realiza um *hedge* também pode estar especulando. Isso fica evidenciado quando o administrador tem certeza que o preço de seu produto irá subir, então de forma alguma realiza um *hedge*. Por outro lado, se a empresa efetuar o *hedge*, também estará especulando, pois tem informações que o preço irá cair. Então, especular é simplesmente ter informação sobre o comportamento futuro do preço de um bem e decidir se algo será feito diante dessa expectativa.

Com a presença destacada destes três agentes, *hedgers*, especuladores e arbitradores, o mercado futuro possui enorme importância como forma de garantir segurança de preços para produtores e demais interessados em sua utilização. Integram o mercado futuro os contratos a termo e os contratos futuros.

### 2.3 Contratos a Termo

Os contratos a termo geralmente são negociados entre particulares e representam acordos entre as partes. O objeto do contrato a termo faz parte da atividade da empresa e normalmente são utilizados como *hedge* de operações. De acordo com Lima e Lopes (1999) os contratos a termo

Surgiram como uma evolução dos contratos *to arrive* e tiveram como objetivo reduzir a incerteza sobre o preço futuro das mercadorias negociadas. Esses contratos não precisam ser negociados em Bolsa e suas características variam de contrato para contrato, dependendo do desejo das partes relacionadas. Nesses contratos, não há padronização e os negócios são realizados por intermédio de um contrato comercial comum, que estabelece as condições e características da entrega futura das mercadorias.

Ainda segundo os autores acima, os contratos a termo são muito utilizados por empresas não financeiras que precisam proteger seus passivos de variações cambiais, por exemplo. Nesse caso, a empresa que possui dívidas em dólares assina um contrato com a instituição financeira que se compromete a vender os dólares a esta empresa por uma taxa que ambas julgarem adequada. Essa taxa depende de várias considerações; no entanto, as expectativas relativas ao futuro do mercado cambial, neste exemplo, desempenham fator primordial. Se a cotação do dólar ficar abaixo da taxa especificada no contrato, a empresa recebe a diferença do banco e, se a taxa for superior ao valor contratado, o banco é que receberá da empresa.

Os contratos a termo não são ajustados ao mercado diariamente e geralmente ocorre a liquidação física com entrega das mercadorias. Esses contratos não possuem liquidez e raramente são transferidos a terceiros. No jargão do mercado diz-se que “as partes mantêm as posições até o vencimento”.

## 2.4 Contratos Futuros

Os contratos futuros surgiram de uma limitação dos contratos a termo que é excessiva variabilidade das características dos contratos elaborados, já que não há nenhuma padronização nesses tipos de contrato. Os contratos futuros introduzem uma padronização estabelecida pela Bolsa do preço, qualidade do produto, local e data de entrega, tamanho e volume negociado, aumentando, consideravelmente, a liquidez dos contratos por permitir, cada vez mais, a transferência de riscos com a maior presença de especuladores.

A dificuldade imposta pelos contratos a termo de um vendedor de uma mercadoria encontrar um comprador que desejasse exatamente a mesma espécie e quantidade de mercadoria que dispunha, no prazo, qualidade e local de entrega. Isso, invariavelmente, dificultava a concretização do negócio e limitava a participação de especuladores, comprometendo a liquidez das operações. O Quadro 1 demonstra as principais características de distinção entre os contratos a termo e os contratos futuros.

CARACTERÍSTICAS	FUTUROS	A TERMO
Objetivo	Proteção contra variações nos preços e especulação, sem que haja, na maioria das vezes, transferência das mercadorias	Proteção contra variações nos preços, normalmente com entrega do produto contratado
Negociabilidade	Podem ser negociados antes do vencimento	Raramente são negociados antes do pagamento
Responsabilidade	Câmara de Compensação	Partes contratantes
Quantidade/Qualidade	Estabelecidas pela Bolsa	Estabelecida pelas partes
Local de Negociação	Bolsa de Futuros	Estabelecido pelas partes
Sistema de Garantias	Sempre haverá garantias	Nem sempre existirão garantias
Vencimentos	Estabelecidos pela Bolsa de Futuros	Negociados pelas partes
Participantes	Qualquer pessoa física ou jurídica	Produtores ou consumidores
Ajustes	Diários	No vencimento
Variações nos Preços	Diárias	Não muda o valor do contrato
Porte dos Participantes	Pequenos, médios e grandes	Grandes
Credibilidade	Não é necessário dar comprovação de situação creditícia	É normalmente exigido do alto padrão de crédito

Fonte: Lima & Lopes, 1999.

Quadro 1 – Características dos contratos futuros e a termo

Atenta as essas dificuldades as bolsas perceberam que se os contratos fossem padronizados, a negociação seria facilitada. Assim, as principais características dos contratos futuros foram padronizadas. Hull (2000;20) aponta as cláusulas do contrato que passaram a ser definidas pelas bolsas de valores: ativo, tamanho, local de entrega, vencimento e preço.

- Ativo: estabelecido conforme a qualidade do *commodity* negociado. A especificação deve estabelecer os tipos aceitáveis de mercadoria. A *New York Cotton Exchange* especificou o ativo de seu contrato futuro de suco de laranja da seguinte forma: *produto americano, tipo A, com valor BRIX não inferior a 57 graus, que possua um valor BRIX para razão de acidez não inferior a 13 por 1 nem superior a 19 por 1, com fatores de cor e sabor chegando ao mínimo a 37 pontos e a 19 para defeitos, com pontuação mínima de 94*; Para moedas ou ativos financeiros a especificação não necessita de maior detalhamento.
- Tamanho: o tamanho do contrato estabelece a quantidade do ativo que deve ser entregue. Esta é uma decisão importante para a bolsa, pois se o tamanho do contrato for grande demais, muitos investidores que desejarem “hedgear” riscos relativamente pequenos ou tomar posições especulativas relativamente pequenas estarão impossibilitados de usá-lo. Contudo, se o tamanho do contrato for pequeno demais, a negociação poderá ser cara, visto que há um custo associado a cada transação.
- Local de entrega: o lugar onde será feita a entrega deve ser determinado pela bolsa. Isso é particularmente importante para mercadorias agropecuárias, quando houver custos de frete significativos. No caso do contrato de madeira para construção sem comprimento padrão da *Chicago Mercantile Exchange*, o local da entrega é especificado como: *posto na ferrovia, madeira unificada em vagões de duas portas ou, sem custo adicional para o comprador, cada unidade poderá ser embrulhada em papel e carregada em vagões abertos*;
- Vencimento: os meses de vencimento variam de contrato para contrato e são escolhidos pela bolsa para atender às necessidades dos participantes do mercado. Por exemplo, os futuros de moeda do *International Monetary Market* têm meses de vencimento em março, junho, setembro e dezembro. A bolsa especifica quando iniciará a negociação de um contrato para determinado mês, assim como seu último dia de negociação, que normalmente ocorre alguns dias antes da data limite para entrega.

- Preço: o preço futuro é cotado em uma forma conveniente e de fácil entendimento. Por exemplo, os preços futuros do petróleo cru da *New York Mercantile Exchange* são cotados em dólares por barril, com duas casas decimais.

Além da padronização os contratos futuros possuem também a garantia contra inadimplência das partes através de depósitos diários de margens de garantia. Para exemplificar como as margens funcionam Hull (2000;26) apresenta o seguinte exemplo.

Um investidor entra em contato com seu corretor na quinta-feira, 3 de junho de X0, para comprar dois contratos futuros de ouro com vencimento em dezembro. Suponhamos que o preço futuro seja de US\$ 400,00 por onça<sup>1</sup>. Como o tamanho do contrato é de 100 onças, o investidor realiza um contrato para comprar o total de 200 onças por aquele preço. O corretor exigirá que o investidor deposite recursos no que é denominado de conta de margem. Suponhamos que isso signifique US\$ 2.000,00 por contrato, ou US\$ 4.000,00 no total. Ao final de cada dia de negociação, a conta margem é ajustada para refletir as perdas ou ganhos do investidor, o que é conhecido como ajustar a mercado. Quando o dia 3 de junho chega ao fim, o preço futuro registra queda de US\$ 400,00 para US\$ 397,00. O investidor tem um prejuízo de 200xUS\$3,00, ou US\$ 600,00. Isso porque as 200 onças dos contratos futuros para dezembro, que ele concordou em comprar por US\$ 400,00, agora podem ser vendidas por apenas US\$ 397,00.

A Tabela 1 abaixo demonstra como funciona o mecanismo de ajuste diário das margens da garantia com base no exemplo citado

<b>Dia</b>	<b>Preço Futuro</b>	<b>Lucro (Perda)</b>	<b>Lucro (Perda) Acumulado</b>	<b>Saldo Conta Margem</b>	<b>Chamadas</b>
	400,00			4.000,00	
03/jun	397,00	(600,00)	(600,00)	3.400,00	
04/jun	396,10	(180,00)	(780,00)	3.220,00	
07/jun	398,20	420,00	(360,00)	3.640,00	
08/jun	397,10	(220,00)	(580,00)	3.420,00	
09/jun	396,70	(80,00)	(660,00)	3.340,00	
10/jun	395,40	(260,00)	(920,00)	3.080,00	
11/jun	393,30	(420,00)	(1.340,00)	2.660,00	1.340,00
14/jun	393,60	60,00	(1.280,00)	4.060,00	
15/jun	391,80	(360,00)	(1.640,00)	3.700,00	
16/jun	392,70	180,00	(1.460,00)	3.880,00	
17/jun	387,00	(1.140,00)	(2.600,00)	2.740,00	1.260,00
18/jun	387,00	0,00	(2.600,00)	4.000,00	
21/jun	388,10	220,00	(2.360,00)	4.220,00	

Fonte: Adaptado de Hull, 2000.

Tabela 1 – Ajuste diários das margens de garantia

<sup>1</sup> Onça é uma unidade de medida utilizada nos países anglo saxões equivalente a 28,35 gramas.

O ajuste a preço de mercado não é simplesmente um acordo entre o corretor e o cliente, mas uma exigência das bolsas como garantia contra inadimplência das partes. Qualquer saldo que exceda o valor da conta margem pode ser resgatado pelo investidor, mas o saldo nunca poderá ficar abaixo do especificado pela Bolsa. Caso isso ocorra (uma chamada de margem não atendida) o corretor encerrará a posição vendendo os contratos.

Os níveis de margem são determinados pela bolsa com base na variabilidade histórica do contrato. Assim, quanto maior a volatilidade maior será o nível de margem. As exigências de margem dependem ainda dos objetivos do investidor. *Hedgers*, em geral, têm uma exigência de margem menor que especuladores.

## 2.5 Mercado de opções

Os contratos de opções são negociados há menos tempo que os contratos futuros, mas também são bastante populares entre os investidores. Há basicamente dois tipos de opções: *calls* (opções de compra) e *puts* (opções de venda).

O conceito da terminologia opções é uma unanimidade no mercado financeiro. Para Silva Neto (1996;19) “opção é todo contrato que dá a seu detentor ou comprador o direito, mas não o dever, de comprar, se for uma opção de compra, ou vender, se for uma opção de venda, determinado bem (objeto negociado) pelo preço acordado na efetivação do contrato (preço de exercício)”.

No âmbito restrito a ações, para Sanvicente e Mellagi Filho (1996;58) “opção é o direito de uma parte comprar ou vender à outra parte, até determinada data uma quantidade de ações a um preço preestabelecido”. Para Ross et all (1995;437) “opção é um contrato que dá a seu titular o direito de comprar ou vender um ativo a um preço predeterminado em uma certa data ou, a critério do investidor, antes dela”.

Em relação à data, que neste contexto se refere à data de vencimento da opção, Brealey & Myers (1992;529) citam as diferenças entre a opção européia e a americana. “A opção européia só poderá ser exercida em uma única data (vencimento), enquanto que a opção americana poderá ser exercida em qualquer momento anterior a essa data”.

Um ponto que merece destaque é a alternativa do detentor da opção de exercer ou não seu direito tendo o investidor o direito, mas não o dever, de exercer sua opção. Dessa forma, o titular da opção é sempre soberano quanto ao direito, podendo exercê-la ou não, dependendo da sua conveniência. Se o exercício do direito de opção lhe trouxer prejuízo o titular não o exerce. Porém, se lhe proporcionar benefícios, irá exercê-lo. De maneira geral o

lançador estará sempre à espera da decisão do titular e o maior prejuízo com que o titular pode arcar é a perda do valor do prêmio pago. Prêmio é o valor que o titular paga ao lançador, pela aquisição da opção de compra ou venda. Nesse contexto, a decisão de o titular exercer ou não o direito sobre a opção é influenciada pelo comportamento do preço do ativo referenciado para emissão da opção. Isto é de fundamental importância no reconhecimento e mensuração de ganhos e perdas no negócio com opções.

Os contratos de opções apresentam uma diferença básica em relação aos contratos futuros. Enquanto nos contratos de opções o detentor da opção (titular) tem o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender o ativo objeto, nos contratos futuros existe a obrigação de liquidação do negócio.

Os compradores de opções perdem o prêmio pago ao não desejarem exercer seu direito. Para esses participantes do mercado não são exigidas garantias de suas operações. De outro modo, os vendedores ou lançadores de opções, sendo obrigados a honrar com o direito negociado, podem incorrer em elevados prejuízos, sendo, portanto, necessário o oferecimento de garantias de cumprimento do contrato. Essas garantias são reforçadas ou devolvidas diariamente com base na evolução apresentada pelos preços das ações, segundo critérios definidos pelas próprias bolsas de valores. O objetivo da garantia é permitir que, em caso de inadimplência, possa ser efetuada a liquidação integral do contrato de opção. O vendedor/lançador fica dispensado da garantia na hipótese de depositar integralmente o ativo objeto do contrato em custódia nas bolsas de valores. Esse depósito é denominado de cobertura, sendo o vendedor da opção conhecido com vendedor/lançador coberto.

Como foi abordado acima, o prêmio constitui-se no valor (geralmente em dinheiro) pago pelo comprador da opção ao vendedor/lançador. O pagamento do prêmio não obriga nenhuma devolução, o lançador recebe o valor combinado do prêmio independentemente da opção ter sido ou não exercida. Com relação ao cálculo do valor do prêmio Assaf Neto (1999;14) coloque que

A definição do valor do prêmio é definida pelo mercado como consequência do mecanismo de oferta e procura de opções. O cálculo dos prêmios de opções é influenciado por diversos fatores, elevando-se geralmente o preço do mercado do ativo base do contrato de opção, o intervalo de tempo previsto até o momento do vencimento da opção e a volatilidade demonstrada pelo ativo base do contrato. Em princípio, quanto mais elevado for o preço de mercado do ativo base, mais alto também se apresenta o prêmio da opção. Outro fator que influi sobre o prêmio é o tempo que resta até o vencimento do contrato de opção. O prêmio é mais alto quanto maior se apresentar esse intervalo de tempo. De outro modo, opções com fortes oscilações (volatilidade) de preço do ativo base costumam apresentar prêmios maiores.

Os prêmios recebidos pelo vendedor da opção representam uma proteção contra eventual desvalorização do ativo base. Por exemplo, suponha um investidor que possua ações de uma empresa, cujos preços atuais de mercado estejam em R\$ 3,00 por ação. Com receio de que os preços de suas ações possam sofrer uma desvalorização, o investidor avalia o lançamento de uma opção de compra de R\$ 3,00 por ação, mais o prêmio de R\$ 0,20 por ação. Com essa estratégia, é efetuada uma proteção parcial contra a baixa prevista pelo investidor no preço da ação absorvendo uma desvalorização no preço de mercado até o nível de R\$ 2,80 por ação durante a vigência do contrato de opção. Evidentemente, se a previsão do investidor não acontecer e, inversamente, apresentar uma significativa desvalorização, o resultado do investidor ficará restrito ao preço de exercício mais o prêmio recebido, ou seja:  $R\$ 3,00 + 0,20 = R\$ 3,20$  por ação.

## 2.6 Mercado de *swaps*

A palavra *swap* significa troca, é uma estratégia financeira em que dois agentes concordam em trocar fluxos futuros de fundos de uma forma preestabelecida. Este tipo de contrato surgiu da necessidade de proteção ao risco, que muitas empresas possuíam em meados da década de 70, devido a suas atividades comerciais internacionais, muita afetadas pelas enormes variações da taxa de câmbio.

Um dos *swaps* mais utilizados nesse período era o da taxa de câmbio, em que as partes trocavam o principal mais juros em uma moeda pelo principal mais juros em outra moeda. Esse tipo de contrato trava o custo dos recursos pela eliminação dos riscos tanto para o principal como para os juros, sem importar qual seja a flutuação do câmbio dos mercados futuros. Na prática, ocorre quase uma conversão de ativos e passivos de uma moeda para outra. A partir dessas trocas iniciais de moedas, o *swap* passou a ser utilizado para trocas de taxas de juros e até de mercadorias, sem que haja entrega efetiva, zerando-se as diferenças de valor.

Alguns autores colocam que os *swaps* ocorrem em função de vantagens comparativas\* que algumas empresas possuem em determinados mercados. Nesse sentido, Iudícibus, Martins e Gelbcke (2000;487) colocam que

Um dos tipos mais comuns de swap é o que se origina da necessidade que algumas empresas possuem de trocar seus empréstimos de taxas fixas flutuantes, e vice-versa, por causa de

---

\* Para maiores detalhes ver teoria das vantagens comparativas de David Ricardo.

vantagens que essas empresas possuem nesses mercados. Dessa forma, um empresa X concorda em pagar Y fluxos de caixa indexados a juros prefixados sobre um principal por certo período; em troca, Y concorda em pagar a X uma taxa flutuante sobre o mesmo principal pelo mesmo período de tempo. Assim, por exemplo, uma empresa possui captações no exterior a uma taxa de juros flutuante, a *Libor (London Interbank Offer Rate)*, hipoteticamente. Se essa empresa possuir recebíveis a uma taxa de juros fixa, como o CDI (Certificado de Depósito Interbancário) no mercado brasileiro, ela terá um problema sério de descasamento entre suas taxas de captação e aplicação. Para resolver esse problema, a empresa poderá realizar um swap de *Libor* contra CDI. Nesse swap, a empresa passará a receber as variações decorrentes do comportamento do CDI. Esse contrato de swap hipotético não altera o perfil original da dívida, mas acaba com o descasamento inicial, compensando o diferencial de taxas.

Uma das principais características do mercado de *swap* é que o principal nunca é pago, pois constitui somente um valor-base para cálculo dos juros. A liquidação financeira é feita por diferença (mediante a verificação de quem tem mais a pagar do que a receber).

## 2.7 Regulamentação dos derivativos

Se por um lado a utilização de instrumentos financeiros derivativos, em suas inúmeras formas, oferece a oportunidade de redução no custo de financiamento das empresas e o gerenciamento do risco financeiro associado às suas atividades, por outro a empresa passa a estar exposta a outros riscos não anteriormente previstos. Surge então, a necessidade de regulamentação dos mercados para garantir seu desenvolvimento e segurança. Nesse sentido, o órgão americano *Government Accountability Office (GAO)* elaborou um parecer com recomendações a serem observadas pelas empresas que participam do mercado de derivativos. Uma dessas recomendações trata da transparência das operações: as regras devem promover a transparência das operações, facilitando a definição do capital adequado e a análise de riscos da contraparte.

O *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, principal instituição de regulamentação do mercado de capitais americano, determina que as empresas que transacionem com instrumentos financeiros derivativos:

- a) Emitam o *exposure draft on disclosure of derivatives and fair value of financial instruments*;
- b) Desenvolvam e implantem regras contábeis consistentes, incluindo requerimentos que proporcionem informação adicional sobre as atividades com derivativos;
- c) Considerem a adoção de um modelo de contabilidade baseado no valor de mercado dos instrumentos financeiros.

Para a *Securities and Exchange Commission* (SEC) a Comissão de Valores Mobiliários americana, as seguintes regras devem ser observadas a respeito de derivativos:

- a) Garantir que os participantes do mercado estabeleçam e utilizem políticas de difusão de informações, sistemas de controle de riscos e auditorias externas;
- b) Garantir que as regras do FASB atendam às necessidades do mercado de derivativos.

No Brasil, os principais órgãos reguladores são a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para as empresas sociedades anônimas de capital aberto e o Banco Central no caso de instituições financeiras. Há ainda entidades como a Superintendência de Seguros Privados, para empresas de seguro e a Secretaria de Previdência Complementar que regula fundos de pensão. O Banco Central tem atuação destaca na regulamentação de operações com instrumentos financeiros derivativos, obrigando as instituições financeiras sobre sua fiscalização a utilizarem um plano de contas único (COSIF) para registro das transações com derivativos.

Especificamente sobre as empresas não financeiras (estudadas neste trabalho), as orientações sobre registros contábeis e evidenciação das operações com derivativos é atribuição da CVM. A primeira iniciativa de regulamentação das operações com derivativos elaborada pela CVM foi a Instrução Normativa 235 em 1995. Esta instrução, apesar de ser anterior a divulgada pelo FASB, é baseada nos *drafts* (rascunhos) que vinham sendo discutidos há vários meses nos Estados Unidos.

Outra orientação divulgada pela CVM sobre o tema foi Ofício Circular CVM nº 01, que já foi atualizado inúmeras vezes, sua última versão é do ano de 2005. Nesse Ofício Circular a CVM apresenta, inclusive, modelos de notas explicativas a serem divulgadas pelas empresas não financeiras. Tanto a Instrução Normativa 235 como o Ofício Circular CVM nº 01/2006 serão discutidos em capítulo específico.

A respeito dos órgãos reguladores Lopes e Lima (2003;172) afirmam que

A regulamentação brasileira parte de um órgão regulador governamental que é Banco Central do Brasil, para as instituições financeiras, e a CVM, para as demais empresas de capital aberto. Nos Estados Unidos, o FASB, que é o órgão responsável pela emissão de pronunciamentos contábeis (que quase automaticamente se transformam em GAAP), é uma instituição de natureza privada.

Outro ponto a considerar são os recursos empregados no desenvolvimento de pesquisas sobre modelos e padrões de contabilização e evidenciação de instrumentos financeiros derivativos, que, nos Estados Unidos, são significativamente maiores que no Brasil.

## 2.8 A importância da informação contábil

O surgimento da contabilidade é tão antigo como os registros das primeiras escritas. Há autores que relacionam o nascimento da contabilidade com a contagem (inventário) de animais na pré-história. Porém, a ciência contábil, como método de investigação, é bastante recente e tem início na década de trinta do século XX, influenciado por demandas de contadores. Diante disso, Lopes (2003;10) coloca que “a pesquisa contábil estabeleceu-se, inicialmente, com caráter extremamente normativo e voltado a recomendação de práticas e procedimentos contábeis”.

A visão normativa da contabilidade está presente na grande maioria dos países em desenvolvimento, inclusive no Brasil, onde a regra contábil não é questionada pelo investigador contábil, mas simplesmente respeitada e encarada como útil aos fins a que se destina, ainda que, muitas vezes, não parece a mais adequada. Isso fica evidente em um pronunciamento do FASB em 1997 a respeito da utilização do valor justo para instrumentos financeiros

O conselho concluiu que as informações sobre o valor justo de instrumentos satisfazem o objetivo dos relatórios financeiros, isto é, o de fornecer informações úteis para possíveis e atuais investidores, credores e outros usuários ao tomar decisões racionais de investimento, crédito e outras. O valor justo de instrumentos financeiros retrata a avaliação do mercado ao valor presente de fluxos futuros de caixa líquidos, direta ou indiretamente incorporados nesses instrumentos, descontados para refletir taxas de juros atuais, e a avaliação do mercado sobre o risco de os fluxos de caixa não ocorrerem. Informações periódicas sobre o valor justo dos instrumentos financeiros de uma entidade sob as condições e expectativas atuais devem ajudar os usuários a fazer suas próprias previsões e também a confirmar ou corrigir suas expectativas anteriores. (Tradução de Lopes, 2003).

Nesse pronunciamento do mais importante organismo contábil norte americano fica claro a abordagem normativista. O FASB, apesar de falar em usuários, não apresenta evidências que de fato o valor justo é o método mais adequado para a avaliação de instrumentos financeiros. Assim, não é possível ser verificado empiricamente se a informação gerada pela contabilidade, seguindo métodos normativos, traduz as necessidades de usuários das demonstrações contábeis e apresenta a realidade das operações das empresas.

Diante desta deficiência e devido à aproximação da ciência contábil com outras áreas do conhecimento como a economia e finanças, levou os pesquisadores da contabilidade a buscar a validação prática dos modelos e métodos utilizados na pesquisa contábil. Essa evolução das práticas contábeis surge na segunda metade do século passado com estudos que

passaram a utilizar informações contábeis para a realização de trabalhos científicos e comprovação empírica da teoria contábil.

Dois trabalhos destacam-se como embrionários dessa nova abordagem conhecida como teoria positiva da contabilidade. O primeiro, de Ball e Brown (1968) analisa a reação dos preços de ações no mercado diante da evidenciação de lucro contábil anormal. Baseado em estimativas, os autores descrevem o comportamento do valor das ações diante de boas e más notícias. Eles consideraram boas notícias o lucro acima do esperado, más notícias o lucro abaixo da expectativa. As conclusões desse estudo permitem afirmar que os resultados anormais começam a crescer alguns meses antes do anúncio de lucro. Eles atribuem isso à existência de outras fontes de informação sobre o desempenho da empresa que não a contabilidade.

No segundo trabalho, também utilizando dados contábeis, Beaver (1968) demonstrou que o preço e quantidade de negócios com os papéis das empresas variam com a informação contábil nas semanas anteriores a divulgação dos resultados. Ambos os trabalhos contribuíram para revelar a associação entre informação contábil e comportamento de preço e volume de negócios no mercado de capitais. Dessa forma, fica evidente a importância da informação gerada pela contabilidade para o mercado financeiro.

Soma-se a isso o fato que trabalhos realizados na década de 70 (Beaver, 1973; Benson, 1969) comprovam que não há uma relação clara que a regulamentação melhora a qualidade da informação contábil. Esses estudos demonstram que parcela da assimetria de informações que há no mercado deve-se ao fato de decisões racionais e intencionais dos agentes que preferem ocultar a informação em favor do benefício de divulgá-la.

No caso da divulgação de informações a respeito de instrumentos financeiros derivativos, os órgãos reguladores têm buscado normatizar a contabilização e evidenciação das operações nas demonstrações contábeis. Como as transações com derivativos são dinâmicas e a cada momento surge um tipo novo de produto financeiro com esses instrumentos, a iniciativa de apresentar informações é inicialmente da empresa e, em um segundo momento, por exigência do mercado.

### 3 TRABALHOS DE PESQUISA RELACIONADOS

Nessa parte são apresentadas as principais pesquisas desenvolvidas no Brasil e no exterior que, sob algum aspecto, têm relação com o tema deste trabalho, ou seja, comparação de informações, sobre instrumentos financeiros derivativos, nas demonstrações contábeis divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos por empresas brasileiras não financeiras emittentes de *American Depositary Receipts* (ADRs).

#### 3.1 No Brasil

No Brasil, alguns trabalhos, (principalmente da Universidade de São Paulo – USP) têm discutido o tema de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis. Bueno (1999) publicou um artigo sobre os problemas de *disclosure* no Brasil, estudando o caso de empresas com ações no exterior, mais precisamente aquelas com ADRs emitidos. No entanto, por dificuldades de acesso a informações (Formulário 20-F) o autor não chegou a resultados conclusivos.

Em outro trabalho publicado no principal periódico da área contábil brasileira (Revista de Contabilidade e Finanças da USP), Costa Junior (2003) realizou uma pesquisa com 215 companhias abertas brasileiras avaliando a evidenciação de instrumentos financeiros nas demonstrações contábeis. Como resultado constatou que as empresas não prestam as informações adequadas no que concerne a instrumentos financeiros derivativos. Segundo Costa Junior (2003) a responsabilidade por tal quadro deve ser imputada primariamente a administradores e contadores de companhias abertas brasileiras, pela atribuição de elaborarem as notas explicativas sobre instrumentos financeiros, anexas às demonstrações contábeis colocadas à disposição do público em geral. O autor também atribui parcela de responsabilidade ao órgão regulador (CVM) que do ponto de vista da divulgação de risco (quantitativa ou qualitativa) e a má qualidade do *disclosure* das companhias abertas brasileiras decorrem substancialmente pela ausência de regulamentação sobre a matéria. Ao final, o autor aponta as principais causas da ausência de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis:

- a) Um possível despreparo dos profissionais brasileiros que lidam com a contabilidade das companhias abertas brasileiras, no tocante a instrumentos financeiros derivativos;
- b) Um possível despreparo dos profissionais brasileiros que lidam com a auditoria dessas companhias, no tocante a instrumentos financeiros derivativos;

- c) Uma possível resistência ao *fair value accounting* no Brasil, admitindo-se o preparo dos profissionais brasileiros (administradores e contadores de companhias abertas e auditores independentes);
- d) A pouca relevância dessas informações para os usuários das demonstrações contábeis no Brasil (sua passividade não permite outra conclusão);
- e) Uma cultura incipiente no Brasil em matéria de instrumentos financeiros (pelo menos no tocante à sua importância em termos de informação para o mercado);

O trabalho de Costa Júnior (2003) chama a atenção para a falta de evidenciação no mercado local (brasileiro). Darós e Borba (2005) também chegaram a conclusões semelhantes analisando vinte empresas não financeiras, descrevendo as principais divergências da evidenciação de instrumentos financeiros derivativos. Utilizando as mesmas variáveis para análise que este trabalho, os resultados da evidenciação no mercado brasileiro estão apresentados na Tabela 2.

Itens - Empresas	Nota Explicativa	Objetivos, Finalidades e Intenções	Premissas de Avaliação	Quadros	Controle de Risco		
					Crédito	Taxa de Câmbio	Preço dos Produtos
Apresentam	100	60	25	45	40	75	30
Não apresentam	0	40	75	55	60	25	70

Fonte: Darós e Borba, 2005.

Tabela 2 – Evidenciação de derivativos no mercado brasileiro – em %

A responsabilidade pela falta de evidenciação nas demonstrações contábeis publicadas no Brasil pode ser atribuída, segundo os autores, a ausência de regulamentação da CVM sobre derivativos e falta de material teórico acadêmico orientando a respeito do assunto. Isso é particularmente verdade no caso das pesquisas acadêmicas, já que poucos trabalhos no Brasil discutem as maneiras de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis. Contudo, a CVM tem divulgado instruções e orientações de evidenciação, inclusive com modelos de notas explicativas a serem seguidas pelas empresas, com pontos a serem obrigatoriamente abordados na divulgação de operações envolvendo derivativos.

Em um estudo inicial de caráter exploratório desenvolvido por Darós, Borba e Abreu (2005) os autores compararam a evidenciação de instrumentos financeiros derivativos no Brasil e nos Estados Unidos por dez empresas brasileiras emitentes de ADRs. Nesse

estudo, não probabilístico, conclui-se que há diferenças entre informações divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos e que as informações apresentadas no mercado norte americano são mais completas e específicas do que as divulgadas no mercado brasileiro. Utilizando os mesmos critérios de análise demonstrados acima, ficou demonstrado que das dez empresas analisadas apresentam as seguintes assimetrias informacionais entre a DFP entregue à CVM e o Formulário 20-F remetido à SEC.

Itens - Empresas	Principais Práticas Contábeis	Objetivos, Finalidades e Intenções	Premissas de Avaliação	Comparativo entre Valor Contábil e de Mercado	Controle de Risco		
					Crédito	Taxa de Câmbio	Preço dos Produtos
Demon. Finan. Padron. – CVM	5	6	5	8	5	7	6
Formulário 20F SEC	7	8	6	7	8	10	7

**Fonte:** Darós, Borba e Abreu, 2005.

Tabela 3 – Número de empresas na comparação entre Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos

Os autores que têm apresentado contribuições com propostas de contabilização e evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis no Brasil são Lopes e Lima (2003). Esses autores publicaram o primeiro livro com orientações sobre a contabilidade e controle de operações com derivativos. Parte desse livro foi incluída como um capítulo do Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações. Os autores apresentam as noções históricas e surgimento dos instrumentos financeiros derivativos, desastres envolvendo esses papéis, definições das operações, agentes envolvidos, modelos de contabilização e controle gerencial de derivativos. Em uma parte do livro, os autores discutem as formas de evidenciação nas demonstrações contábeis, apresentando as práticas correntes no Brasil, Estados Unidos e Europa, citando o SFAS 133 como base de reconhecimento dos instrumentos financeiros nas demonstrações contábeis.

Destacam-se ainda as contribuições do professor Luiz Nelson Carvalho, nos primeiros trabalhos sobre contabilização de operações com derivativos nos antigos Cadernos de Estudos da USP e como representante brasileiro no grupo de especialistas contábeis da Organização das Nações Unidas – ONU.

### 3.2 No exterior

No exterior, muita atenção tem sido dada ao assunto, principalmente sobre os objetivos das empresas com o uso de derivativos (*hedge* ou especulação), políticas de divulgação de informações voluntárias e o modo de reconhecer e evidenciar derivativos nas demonstrações contábeis. Bhamornsiri & Schroeder (2004) analisando as demonstrações contábeis de trinta empresas que compõe o índice *Dow Jones* concluíram que as informações sobre instrumentos financeiros derivativos são escassas, de difícil entendimento e pouca uniformidade.

Em outro trabalho, Barnes (2001) discute como empresas não financeira apresentam seus resultados com o uso de instrumentos financeiros derivativos. Utilizando as instruções do SFAS 133 o autor introduz três possíveis regimes para o reconhecimento dos derivativos: *mark to market*, *mark to market hedge* e *deferral hedge*. São, então, caracterizadas as informações oferecidas aos usuários das demonstrações contábeis com base nos três regimes. O autor conclui, com base em um método econômico para reconhecer o impacto dos três regimes, que as distorções (caracterizadas como o desvio das instruções de contabilização) ocorrem no regime de *mark to market* e não nos outros dois regimes (*market hedge* e *deferral hedge*). Isso comprova que, quando a empresa utiliza instrumentos financeiros derivativos com fins de especulação, tende a evidenciar menos suas operações do que quando utiliza com objetivos de proteção (*hedge*).

Benston e Mian (1997) afirmam que as perdas ocorridas com o uso de instrumentos financeiros derivativos por empresas como a *Gibsons Greetings*, *Metallgesellschaft* e *Procter and Gamble* divulgadas na mídia, revelou que essas empresas utilizavam derivativos com objetivos de especulação e não apresentavam essa informação aos acionistas e outros interessados. Conseqüentemente, órgãos reguladores, como o FASB (*Financial Accounting Standards Board*), nos Estados Unidos e *Accounting Standards Board* (STA) no Reino Unido passaram a trabalhar no desenvolvimento de uma norma consistente com regras para evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis.

Em um trabalho com 350 empresas em outubro de 1995 Bodnar, Hayt e Marston (1996) descrevem que 30% das empresas disseram utilizar derivativos em suas operações, mas apenas 9% delas tinham a preocupação em evidenciar essas operações em suas demonstrações contábeis. O estudo foi repetido em outubro de 1997 com 399 empresas, e então, todas as empresas responderam utilizar algum tipo de derivativo e 74% delas tinham

preocupação de evidenciar nas demonstrações contábeis suas transações com derivativos. Isso revela a intensificação do uso de derivativos e a crescente preocupação das empresas, pelo menos no exterior, de divulgação das operações com esses papéis.

O elevado número de questionamentos e sugestões que o FASB recebeu durante as discussões para a elaboração do SFAS 133 (*Accounting for Derivatives Instruments and Hedging Activities*) comprova essa preocupação, sendo que o FASB incorporou na redação final dos *drafts* boa parte das sugestões recebidas.

Internacionalmente, tem sido bastante discutido os problemas de informações assimétricas que, particularmente, estão associadas a este trabalho, já que o trabalho se propõe a demonstrar se há divergência (ou assimetria) entre as informações divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos, pelas mesmas empresas, a respeito de instrumentos financeiros derivativos. Teoricamente, se há a empresa divulga no mercado local uma informação divergente da que apresenta ao mercado internacional, haveria possibilidades de ganhos com a assimetria das informações.

DeMarzo e Duffie (1995) além de Breeden e Viswanathan (1998) pesquisaram a relação entre políticas de *hedging* e informações assimétricas no mercado de capitais, utilizando um modelo em que os acionistas aprendem sobre a qualidade da administração da empresa observando a performance das operações da firma. Concluíram, então, que a utilização de instrumentos financeiros derivativos pode reduzir o nível de assimetrias de informações entre acionistas e administradores, pelo acompanhamento constante que aqueles exercem sobre estes.

Gay, Nam e DaDalt (2001) analisaram o efeito do uso de derivativos no nível de assimetria de informações considerando os lucros da empresa. Os autores consideram que informações assimétricas elevam o custo de capital da empresa impactando diretamente nos lucros. Analisam, dessa forma, como o uso de derivativos pode minimizar o efeito de informações assimétricas dentro desse contexto. Os autores concluíram que existe uma relação inversa entre o uso de derivativos pelas firmas e a sua medida de informações assimétricas. Essa relação é robusta dependendo do tipo de pesquisa utilizado. Em testes *cross-sectional*, o uso de derivativos e sua evidenciação estão associados com baixos níveis de medida de informações assimétricas. Além disso, as medidas dos autores sobre informações assimétricas e instrumentos financeiros derivativos aumentam ou diminuem ao longo do tempo de acordo com a utilização ou não de derivativos por algumas das empresas analisadas.

Há outros autores Myers and Majluf (1984) que relacionam o nível de evidenciação de instrumentos derivativos e informações assimétricas o as taxas de juros que são aplicadas para as empresas no mercado financeiro. Isso é justificado pelo fato do investidor ter menos informações sobre as operações da empresa e pela dificuldade do investidor de fazer projeções sobre as expectativas de lucros futuros Froot, Scharfstein e Stein (1993).

Wilson & Smith (1997 apud Carvalho, 1999), analisando as regras americanas de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos identificam cinco problemas principais: falta de transparência, incompletude, inconsistências internas, diferimento de ganhos ou perdas e dificuldade de definição de *hedge*.

- a) Incompletude: o mercado financeiro continuamente elabora novos produtos e as regulamentações não conseguem acompanhar as mudanças. As empresas na falta de diretrizes são forçadas a procurar formas alternativas para a contabilização de um derivativo específico. Isto causa, entre outras coisas, falta de comparabilidade entre empresas já que cada uma encontrara uma resposta diferente.
- b) Inconsistências internas: a diminuição de risco de uma única transação poderia elevar o nível geral de risco da empresa, se outra transação na empresa possuíse a mesma exposição ao risco que a primeira, mas em direção aposta.
- c) Diferimento de ganhos e perdas: as mudanças no valor de mercado de contratos futuros, qualificados como *hedge* devem ser reconhecidas como ganhos ou perdas quando os efeitos da variação de preço do item protegido forem reconhecidos. O resultado é o diferimento de ganhos ou perdas, como se pode ver no exemplo a seguir.

Uma empresa possui \$1.000.000 em estoques, em novembro de X1, o qual espera vender dentro de seis meses. A empresa, para evitar o risco de queda do preço, vende contratos futuros de forma a fixar o preço de venda. Se em dezembro o preço crescer de forma a aumentar o valor do estoque em um montante de \$50.000, o novo valor do estoque elevar-se-ia para \$1.050.000, que será o valor registrado nas demonstrações, juntamente com o ganho de \$50.000 no resultado. A perda no derivativo, de igual valor, só será reconhecida com a venda do estoque, configurando um diferimento da perda, contabilizada como ativo (estoques).

- d) Dificuldade de definição de *hedge*: genericamente, uma operação de *hedge* é aquela que diminui a exposição da empresa ao risco. No entanto, muitas vezes, quando se tenta diminuir o risco de mercado, expõe-se mais ao risco de fluxo de caixa. Na verdade, a percepção de cada empresa sobre o que é um *hedge* pode variar bastante. A diminuição da exposição ao risco de uma única transação pode elevar o nível geral de

risco da empresa. Assim, questões como que tipo de risco diminuir, como mensurar a diminuição da exposição ao risco, como demonstrar a correlação entre o derivativo e o item protegido, nos casos de proteção cruzada (*cross hedging* - quando se usa, nos derivativos, um ativo diferente daquele que está sendo protegido, mas que possui alto grau de correlação com este), não são resolvidas pelas atuais regras.

Com uma visão contrária a maioria dos artigos da área, Naor (2006) argumenta que o desejo de altos níveis de transparência nas demonstrações contábeis e redução de assimetria de informações, como exigência para alocação eficiente de capital, ocasionam em excessivas e confusas informações, que resultam em exatamente o contrário, levando a perdas de interpretação das demonstrações contábeis. O autor atribui isso a várias razões: (i) a estrutura atual das demonstrações contábeis não é adequada para a evidenciação correta das operações com derivativos; (ii) os administradores das companhias têm receio na publicação de operações que não obtiveram sucesso; (iii) devido a complexidade das operações com derivativos há a possibilidade que investidores confundam informações. O autor baseia suas conclusões na premissa de que quanto mais transparência maior a quantidade de projeções de lucros no longo prazo pelos investidores, utilizando operações com derivativos de *hedging*, o que resulta em aumento da assimetria de informações, ou seja, mais informações, se converteram em menos informação.

Em um estudo similar Sapra (2002) afirma que o efeito mandatório de evidenciação nas demonstrações contábeis contribui para o aumento do risco das empresas. Segundo o autor, o excesso de transparência nas demonstrações contábeis incentiva posições especulativas no mercado de derivativos. Ele demonstra então que as empresas uma prudente estratégia de riscos com a não divulgação de suas operações de *hedging*, por exemplo. Sugere, então, que o FASB deveria analisar a possibilidade de existência de dilemas (*trade-offs*) entre o nível de risco e evidenciação demasiadas das operações da empresa.

Mallin, Ow-Yong e Reynolds (2001) apresentam um estudo com 231 empresas não financeiras do Reino Unido. O objetivo do trabalho dos autores é comparar os objetivos com o uso de derivativos das empresas americanas e britânicas. Como instrumento de coleta de dados, enviaram questionários para as companhias com perguntas sobre a utilização desses instrumentos financeiros. Os resultados demonstraram que tanto no Reino Unido como nos Estados Unidos, as empresas afirmaram utilizar derivativos para gerenciar flutuações nos lucros contábeis. Os administradores das companhias britânicas também responderam que desconhecem os riscos que há nas transações com derivativos e custos associados a essas transações.

Em um estudo avaliando a evidenciação de derivativos em demonstrações contábeis de bancos britânicos sob a ótica do usuário dessas demonstrações, Woods & Marginson (2004) verificaram que a evidenciação de derivativos é essencialmente descritiva e de natureza genérica, nem sempre comparáveis, omitindo informações numéricas como o perfil de risco, por exemplo. As conclusões demonstram que as informações evidenciadas nos relatórios contábeis são limitadas na ajuda dos usuários a identificar o risco a que estão expostas as instituições financeiras.

Também estudando o setor bancário Seow & Tam (2002) utilizaram um modelo de regressão múltipla para avaliar a relevância da evidenciação de derivativos no retorno de ações utilizando como amostra grandes instituições financeiras. Os resultados demonstraram que os derivativos foram relatados nas demonstrações contábeis, exceto no que se refere ao valor nocional, e que há outras informações não incorporadas no “*market beta and earnings*”.

Blankley, Lamb, & Schroeder (2000) conduziram um estudo exploratório para avaliar a aderência das empresas americanas as determinações da SEC em relação à evidenciação de instrumentos financeiros derivativos no que diz respeito a informações quantitativas e qualitativas do risco de mercado. Os autores discutiram as determinações das normas e examinaram as considerações sobre o risco de mercado de algumas empresas. Identificaram que o básico é encontrado nas demonstrações contábeis, mas informações sofisticadas como risco a que as empresas estão expostas não foram evidenciadas nas demonstrações contábeis.

Barton (2000) analisou os efeitos do uso de derivativos no comportamento do gerenciamento de lucros. O autor desenvolveu um modelo de equação que demonstra o uso de incentivo pelos administradores no uso de derivativos e gerenciamento de “*discretionary accruals*”. Os resultados empíricos demonstraram, de uma amostra de 1994-1996 de 304 empresas da *Fortune* 500, que grandes empresas como intenso uso de portfólio de derivativos tem baixos níveis de “*discretionary accruals*”.

Nos principais periódicos internacionais há vários artigos discutindo temas relacionados a evidenciação de derivativos. Os estudos empíricos medem atributos das empresas que usam derivativos em comparação com as que não utilizam (Allayannis e Weston, 2001; Nguyen e Faff, 2002; Guay, 1999; Visvanathan, 1998; Geczy et al., 1997; Mian, 1996; Nance et al., 1993). Guay (1999) apresenta evidências para as empresas implementarem estratégias de utilização de derivativos como forma de minimizar o risco de suas atividades. Allayannis and Weston (2001) encontraram uma relação positiva entre derivativos de taxas de câmbio e valor da firma. Similarmente, Nguyen and Faff (2002)

demonstraram que os administradores de empresas australianas utilizam estratégias de derivativos para aumentar o valor das empresas em benefício próprio. Graham and Rogers (2002) também encontraram evidências sugestivas que estratégias de derivativos são utilizadas para minimizar riscos de maus administradores.

Todas essas pesquisas sugerem que as empresas usam derivativos em operações de *hedge*, ou seja, proteção contra riscos e para especular. Nesse sentido, muitas empresas anunciam operações de *hedging* com derivativos como forma de proteção quando na verdade são transações especulativas.

## 4 NORMAS QUE TRATAM DE EVIDENCIAÇÃO DE DERIVATIVOS

Apresenta-se nesta parte um apanhado sobre a legislação nacional (IN 235/95), americana (SFAS 133) e internacional (IAS 39) sobre as normas e práticas de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos.

### 4.1 Instrução Normativa 235 de 1995

No Brasil, a principal norma que dispõe sobre a evidenciação de instrumentos financeiros nas demonstrações contábeis de companhias abertas é a Instrução Normativa 235 da CVM publicada em 23 de março de 1995.

Segundo esta norma, as companhias abertas que possuam instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial, devem evidenciar, em nota explicativa, anexa às suas demonstrações financeiras e às informações trimestrais - ITR, o valor de mercado desses instrumentos financeiros. Devem demonstrar, ainda, em nota explicativa, os critérios e as premissas adotados para determinação desse valor de mercado, bem como as políticas de atuação e controle das operações nos mercados derivativos e os riscos envolvidos.

A 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”. Pela instrução normativa são considerados como ativos financeiros:

- a) disponibilidades;
- b) direitos contratuais recebíveis em moeda ou em instrumentos financeiros de outra entidade;
- c) direitos contratuais de troca de resultados financeiros (*swaps*) ou instrumentos financeiros;
- d) títulos representativos de participação no patrimônio de outra entidade.

A norma considera como deve ser avaliado o valor de mercado do instrumento derivativo:

I - o valor que se pode obter com a negociação do instrumento financeiro em um mercado ativo, em que comprador e vendedor possuam conhecimento do assunto e independência entre si, sem que corresponda a uma transação compulsória ou decorrente de um processo de liquidação, ou

II - na ausência de um mercado ativo para um determinado instrumento financeiro:

- a) o valor que se pode obter com a negociação de outro instrumento financeiro de natureza,

prazo e risco similares, em um mercado ativo, conforme referido no inciso I deste artigo;  
ou

- b) o valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros a serem obtidos, ajustado com base na taxa de juros vigente no mercado, na data do balanço, para instrumentos financeiros de natureza, prazo e risco similares.

A companhia aberta deverá evidenciar, sempre que relevante:

- a) o valor de mercado de todos os instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo/passivo em seu balanço patrimonial;
- b) os critérios e premissas adotados para determinação desse valor; e
- c) as políticas de atuação e de controle das operações nos mercados derivativos e dos riscos envolvidos.

#### **4.2 Apresentação, reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros derivativos**

A título de ilustração o ofício circular da CVM nº 01 de 25 de janeiro de 2005 propõe-se um possível modelo de nota explicativa, considerando fatores de risco de crédito, de taxa de câmbio e de preço de mercadorias. O exemplo está baseado em uma empresa mineradora em que o negócio da companhia compreende a extração e a venda de minério de ferro, para os mercados interno e externo. A seguir os exemplos de notas explicativas sobre os riscos que a empresa deve informar o mercado.

##### **3.2.1 Risco de crédito**

O risco de crédito é a possibilidade de a companhia vir a incorrer em perdas por conta de problemas financeiros com seus clientes, que obriguem-nos a não honrar seus compromissos com a companhia. Para reduzir esse tipo de risco, a companhia celebra com seus clientes contratos acessórios que os obrigam a manter certo nível de endividamento e liquidez. Uma vez ultrapassados esses níveis, ocorre a liquidação antecipada da dívida por parte da companhia e, sendo o caso, a execução de eventuais garantias oferecidas.

A respeito do risco de crédito, a orientação da CVM propõe o seguinte exemplo de nota explicativa: a política de vendas da companhia está intimamente associada ao nível de risco de crédito a que está disposta a se sujeitar no curso de seus negócios. A seletividade de seus clientes, assim como a diversificação de sua carteira de recebíveis, acompanhamento dos prazos de financiamento de vendas por segmento de negócios e limites de posição, são

procedimentos que a companhia adota de modo a minimizar eventuais problemas de inadimplência de seus parceiros comerciais. As mesmas políticas de gestão de risco de crédito são observadas na contratação de derivativos de balcão. A tabela 4 a seguir indica a avaliação dos saldos de contas a receber classificados pela medição de risco (*rating*) de crédito dos clientes.

<b>Prazo dos Contratos</b>	<b>Classificação Moddy's</b>	<b>Classificação Standard &amp; Poor's</b>
Entre 1 e 4 anos	Aa3	AA-
Mais de 4 anos	Aaa	AAA
<b>Exposição</b>		
Até R\$ XXX milhões	Aa3	AA-
Até R\$ XXX milhões	Aaa	AAA
<b>Diversificação</b>	<b>31.12.20X0</b>	<b>31.12.20X1</b>
Cliente X	6%	6%
Cliente Y	8%	8%
Cliente Z	7%	6%
Outros clientes	79%	81%

**Fonte:** Ofício circular CVM nº 01 de 22 de fevereiro de 2006

Tabela 4 – Modelo de avaliação de riscos de crédito

O exemplo apresentado informa sobre o risco envolvido no financiamento de vendas nos aspectos de qualidade do crédito, a concentração por principais clientes e o prazo de financiamento de vendas. As classificações *Moody's* e *Standard & Poor's* são exemplos de *ratings* elaborados por entidades independentes com base em critérios qualitativos e quantitativos. A companhia aberta deve divulgar os critérios escolhidos para a elaboração da medição de risco (*rating*) de seus clientes, detalhando o método utilizado na classificação e, sempre que possível, sejam eleitos critérios objetivos.

### 3.2.2 Risco da taxa de câmbio

O risco de taxa de câmbio é a possibilidade de a companhia vir a incorrer em perdas por conta de flutuações nas taxas de câmbio, que reduzam valores nominais faturados ou aumentem valores captados no mercado. Para reduzir esse tipo de risco, a companhia celebra contratos derivativos em mercados de bolsa, conforme demonstrado em quadro específico.

Sobre o risco da taxa de câmbio a orientação modelo diz que: o endividamento e o resultado das operações da companhia são afetados significativamente pelo fator de risco de mercado taxa de câmbio (dólar norte-americano). Foram captados recursos em moeda estrangeira (dólar norte-americano), em 01.01.20X1, para financiar o seu capital de giro. Em 01.04.20X1, foram obtidos recursos junto à instituição bancária norte-americana (*Bank XYZ*) para financiar a ampliação da capacidade instalada da companhia, visando a atender os futuros objetivos da companhia de aumento de sua participação no mercado internacional. A estratégia definida pela companhia, no início do exercício social de 2001, focou preponderantemente o mercado internacional. Com isso, tinha-se a expectativa de o faturamento em dólar da companhia atuar como um *hedge* natural de seu empréstimo para capital de giro (haveria o balanceamento do seu fluxo de caixa), o que efetivamente aconteceu durante o exercício. A exposição líquida da companhia, no momento, ao fator de risco de mercado taxa de câmbio é a seguir demonstrado.

	Valor Contábil		Valor Justo	
	31.12.20X2	31.12.20X3	31.12.20X2	31.12.20X3
Empréstimo	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX
Financiamento	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX
<b>Total</b>	<b>R\$ XXXXX</b>	<b>R\$ XXXXX</b>	<b>R\$ XXXXX</b>	<b>R\$ XXXXX</b>
Ativos em dólar	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX
Instrumentos de hedge	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX	R\$ XXXXX
<b>Exposição líquida</b>	<b>R\$ XXXXX</b>	<b>R\$ XXXXX</b>	<b>R\$ XXXXX</b>	<b>R\$ XXXXX</b>

Fonte: Ofício circular CVM nº 01 de 22 de fevereiro de 2006

Tabela 5 – Modelo de avaliação de riscos de câmbio

A CVM apresenta ainda o modelo de informação que a companhia deveria divulgar a respeito do reconhecimento do valor justo das taxas de câmbio. O método de mensuração utilizado para cômputo do valor justo de todos os elementos, com exceção dos instrumentos de *hedge*, foi o do fluxo de caixa descontado, considerando expectativas de liquidação ou realização de passivos e ativos e taxas de mercado vigentes na data de corte das informações. Para os instrumentos de *hedge*, foi utilizada a cotação de mercado dos contratos na data de corte das informações. Os contratos derivativos tiveram seus valores nominais registrados em contas de compensação e os ganhos e perdas, quando realizados financeiramente, registrados em contas de resultado.

### 3.2.3 Risco da taxa de preço dos produtos

O risco de preço de minério de ferro é a possibilidade de a companhia vir a incorrer em perdas por conta de flutuações de preços de minério de ferro, nos mercados interno e externo. Para reduzir esse tipo de risco, a companhia celebra contratos derivativos em mercados de bolsa e de balcão, conforme demonstrado em quadro específico.

A respeito do risco de produtos é apresentado o seguinte modelo de nota explicativa: a estratégia adotada pela companhia para minimizar sua exposição ao fator de risco de preço de minério de ferro é a celebração de contratos de liquidação futura (balcão e bolsa), que garantam a realização de seus estoques em um determinado patamar. Seus estoques giram em média três meses, razão pela qual a cada três meses é feita a rolagem de contratos de liquidação futura.

ATIVO	31.12.20X2		31.12.20X3	
	Valor Contábil	Valor Justo	Valor Contábil	Valor Justo
Estoques em minério de ferro	\$ XXXXX	\$ XXXXX	\$ XXXXX	\$ XXXXX
<b>Instrumentos de hedge</b>				
<b>1. Mercado de Balcão</b>	<b>Vencimento</b>	<b>Vencimento</b>	<b>Vencimento</b>	<b>Valor Justo</b>
Contrato a termo vendido	Abril/X4	Maiio/X4	Junho/X4	Em 31/12/X3
a) Valor nocional	X toneladas	X toneladas	X toneladas	\$ XXX
b) Preço contratado a futuro	\$ X,XX	\$ X,XX	\$ X,XX	
Total (a x b)	\$ XXXXX	\$ XXXXX	\$ XXXXX	
<b>2. Mercado de Bolsa</b>	<b>Vencimento</b>	<b>Vencimento</b>	<b>Vencimento</b>	<b>Valor Justo</b>
Contrato futuro vendido	Abril/X4	Maiio/X4	Junho/X4	Em 31/12/X3
a) Valor nocional	X toneladas	X toneladas	X toneladas	\$ XXX
b) Preço contratado a futuro	\$ X,XX	\$ X,XX	\$ X,XX	
Total (a x b)	\$ XXXXX	\$ XXXXX	\$ XXXXX	

Fonte: Ofício circular CVM nº 01 de 22 de fevereiro de 2006

Tabela 6 – Modelo de avaliação de riscos de preço dos produtos

O método de mensuração utilizado para cômputo do valor justo dos estoques e instrumentos de bolsa foi o valor de mercado destes na data de corte das informações. Para os instrumentos de balcão, o método utilizado para cômputo do valor justo foi o do fluxo de caixa descontado, considerando expectativas de liquidação ou realização e taxas de mercado vigentes na data de corte das informações. Os contratos derivativos tiveram seus valores

nocionais registrados em contas de compensação e os ganhos e perdas, quando realizados financeiramente, registrados em contas de resultado.

É importante considerar que, embora a contabilização das operações de *hedge* ainda não tenha sido objeto de norma específica da CVM, a sua utilização, desde que não conflite com a lei societária, deverá estar alinhada com as melhores práticas contábeis internacionais.

#### **4.3 Statement of Financial Accounting Standards – SFAS 133**

Em abril de 2003 FASB emitiu o SFAS 149, “Complementação do SFAS 133 sobre Instrumentos Derivativos e Atividades de *Hedge*”. O SFAS 149 altera e esclarece aspectos de contabilização e divulgação para instrumentos financeiros derivativos, incluindo determinados instrumentos derivativos embutidos em outros contratos e para atividades de *hedge*, de acordo com o SFAS 133.

O SFAS 133 exige que todos os derivativos sejam reconhecidos como ativos ou passivos no balanço patrimonial e mensurados ao valor justo, desconsiderando-se o objetivo ou intenção de mantê-los. As mudanças nos valores justos de um instrumento são reconhecidas nos lucros ou no patrimônio líquido, dependendo de sua designação e qualificação como um *hedge* de valor justo, de fluxo de caixa ou de moeda estrangeira. Para qualificar-se como um *hedge*, o derivativo deve ser: (i) designado como um *hedge* de um ativo ou passivo financeiro específico no início do contrato; (ii) efetivo na redução do risco associado com a exposição a ser protegida por *hedge*; e (iii) altamente correlacionado com mudanças em seu valor justo e ao fluxo de caixa do item protegido por *hedge*, tanto no início quanto durante a vigência do contrato.

Resumindo o trabalho de análise do SFAS 133 efetuado por Lima e Lopes (1999) podem-se apresentar os seguintes pontos principais:

1) derivativo é definido como um instrumento financeiro, ou outro contrato, que possua as três seguintes características: (i) um ou mais ativos subjacentes e um ou mais valor nocional ou provisão de pagamento ou ambos; (ii) investimento inicial nulo ou muito menor que o necessário em outros tipos de contratos que possam produzir efeito similar; (iii) os termos do contrato permitem ou exigem a liquidação financeira, que pode se dar por mecanismos fora do contrato;

2) o derivativo será considerado um ativo, quando a transação representar benefícios futuros. Será um passivo, quando a transação representar uma responsabilidade presente ou futura a ser liquidada;

3) os instrumentos derivativos devem ser medidos pelo valor-justo (*fair value*). A melhor representação do valor justo é o valor de mercado, mas poderão ser utilizados para sua mensuração modelos tais como o Valor Presente, Fluxo de Caixa Descontado ou modelos de precificações de opções como o *Black & Scholes* ou o valor de reposição;

Segundo Lima & Lopes (1999;132) a classificação dos instrumentos derivativos pelo SFAS 133 contempla a finalidade para a qual a companhia os adquiriu. Dessa forma, os derivativos são classificados em:

- *hedge* a valor justo (*fair value hedge*) proteção contra possíveis variações no *fair value* de um ativo ou passivo já reconhecido ou de um compromisso firmado ainda não reconhecido;
- *hedge* de fluxo de caixa (*cash flow hedging*) advém “de uma exposição a fluxos de caixas variáveis de uma transação futura projetada”
- *hedge* a variação cambial de investimento estrangeiro “um compromisso ainda não reconhecido, um título destinado à operação de *trading* da instituição ou uma transação esperada denominada em moeda estrangeira”
- “instrumentos não classificáveis como *hedge*. Estes instrumentos são aqueles que a instituição adquire com o propósito de obter resultados positivos como as flutuações de preços e taxas.”

O SFAS 133 define que o reconhecimento dos ganhos e perdas dos produtos derivativos será embasado nas classificações desses produtos descritas acima. Tal reconhecimento procederá da seguinte forma:

- *hedge* de valor justo as variações serão reconhecidas no resultado do período em que ocorreu o ganho ou a perda dentro do resultado do objeto que está sendo protegido. Da mesma forma deve se proceder com derivativo de proteção de uma exposição cambial, “de um compromisso firme não-reconhecido ou de título utilizado para a operação normal da empresa”.
- *hedge* de fluxo de caixa o registro dos ganhos e perdas inicialmente serão apresentados fora do resultado do período (*other comprehensive income*), ou seja no patrimônio líquido, devendo ser reclassificados para o resultado quando a transação for efetivada.

Utiliza-se o mesmo critério para derivativos de proteção “de uma transação projetada em moeda estrangeira”.

- *hedge* a variação cambial de investimento estrangeiro “os ganhos e perdas são classificados em outros ganhos, fora do resultado, como uma parte do ajuste acumulado da conversão”.
- Instrumentos não-classificados como *hedge*: os ganhos e as perdas destes instrumentos serão imediatamente reconhecidos no resultado.

O pronunciamento 133 do FASB é um passo significativo diante a necessidade de evidenciação dos direitos e obrigações produzidos pelas operações com derivativos dentro das Demonstrações Contábeis (*on-balance sheet*), bem como o reconhecimento dos seus impactos nos resultados das Companhias.

#### **4.4 *Financial instruments: recognition and measurement* – IAS 39**

O *International Accounting Standards Board* (IASB) revisou em dezembro de 2003 a norma IAS 39 para aplicação em janeiro de 2005 com modificações significativas. Como o objetivo deste trabalho é comparar as informações, sobre instrumentos financeiros derivativos, nas demonstrações contábeis divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos por empresas brasileiras não financeiras emitentes de *American Depositary Receipts* (ADRs), as normas a serem seguidas pelas empresas brasileiras são as da CVM e FASB, servindo as determinações do IASB como complemento. Então, apresenta-se agora, os parágrafos iniciais que definem e qualificam a operação de *hedge* conforme tradução livre realizada pela própria CVM.

A contabilização de *hedge* reconhece no resultado os efeitos compensatórios oriundos de modificação no valor justo de instrumentos de *hedge* e de itens hedgeados. As operações de *hedge* podem ser de três tipos:

- a) *hedge* de valor justo: *hedge* de proteção contra mudanças no valor justo de um ativo ou passivo reconhecido ou de compromisso firme não reconhecido contabilmente, ou ainda, de uma porção identificada de ativo ou passivo ou de um compromisso firme que seja atribuível a um risco particular e que possa afetar o resultado;
- b) *hedge* de fluxo de caixa: proteção contra exposições a variações de fluxos de caixa que (i) sejam atribuíveis a riscos específicos associados com ativos ou passivos (tais como taxas de juros variáveis incidentes sobre pagamentos futuros) ou uma transação projetada altamente provável e (ii) que possa afetar o resultado;

- c) *hedge* de um investimento líquido em operações estrangeiras tal como definido no IAS 21.

Um *hedge* contra riscos cambiais em um compromisso firme pode ser contabilizado tanto como um *hedge* de valor justo quanto de *hedge* de fluxo de caixa. As relações de *hedge* são qualificadas para a contabilização de *hedge* sob os parágrafos 89-102 do IAS 39 somente se:

- a) Existe uma documentação escrita no momento da concepção do *hedge* que identifica:  
(i) o instrumento de *hedging*, o item hedgeado e o risco a ser hedgeado; (ii) o objetivo do gerenciamento do risco e a estratégia para tomar o *hedge*; e (iii) como será medida a sua efetividade, especificando os enfoques a serem usados para teste de efetividades tanto prospectivas quanto retrospectivas;
- b) Espera-se que o *hedge* seja altamente efetivo para compensar 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 de *hedge* específica;
- c) No *hedge* de fluxo de caixa a transação projetada objeto do *hedge* deve ser altamente provável e deve apresentar uma exposição a variações de fluxo de caixa que possam afetar o resultado;
- d) A efetividade do *hedge* deve ser mensurada de forma confiável. Isso requer que o valor justo de um instrumento de *hedge* e o valor justo (ou fluxos de caixa) do item hedgeado sejam mensurados de forma confiável;
- e) O *hedge* deve ser avaliado continuamente e deve ter sido efetivo durante todo o período para o qual foi proposto.

Nos aspectos de divulgação, o IASB, no parágrafo 58 e 59 do pronunciamento IAS 32, estabelece que a entidade deve divulgar os seguintes itens, separadamente para *hedge* de valor justo (*fair value*), fluxo de caixa e *hedge* de investimento líquido em países estrangeiros, tal como definido no IAS 39:

- a) Descrição do *hedge* (descrição do tipo de *hedge* - se de valor justo, fluxo de caixa ou investimento líquido no estrangeiro - e da operação em si);
- b) Descrição dos instrumentos financeiros designados como instrumentos de *hedge* e seus valores justos na data do balanço;
- c) Natureza dos riscos protegidos por *hedge*;
- d) Para *hedges* de fluxo de caixa, os períodos nos quais é esperado que os fluxos irão ocorrer, o seu reflexo no resultado, e a descrição de qualquer transação projetada para

a qual a contabilização de *hedge* tenha sido utilizada previamente mas que não se espera que ainda vá ocorrer.

Quando os ganhos ou perdas de um instrumento de *hedge* em uma operação de *hedge* de fluxo de caixa tiverem sido reconhecidos diretamente no patrimônio líquido, a entidade deverá divulgar:

- a) O montante reconhecido durante o período;
- b) O montante que foi baixado do patrimônio e reconhecido no resultado durante o período;
- c) O montante que foi baixado do patrimônio durante o período e incluído na mensuração inicial do custo de aquisição ou em outro valor contábil de um ativo ou passivo não financeiro em uma transação projetada e protegida por *hedge*, altamente provável.

#### **4.5 A essência sobre a forma na divulgação dos instrumentos financeiros derivativos**

Não são incomuns as situações nas quais os aspectos jurídico-formais que envolvem uma operação relacionada aos instrumentos financeiros não retratam seu verdadeiro aspecto econômico e, conseqüentemente, seus reais reflexos no patrimônio das empresas.

Nesse sentido, preconiza a Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade, aprovada e referendada pela Deliberação CVM nº 29/1986: "A Contabilidade possui um grande relacionamento com os aspectos jurídicos que cercam o patrimônio, mas, não raro, a forma jurídica pode deixar de retratar a essência econômica. Nessas situações, deve a Contabilidade guiar-se pelos seus objetivos de bem informar, seguindo, se for necessário para tanto, a essência ao invés da forma".

Por exemplo, uma operação em que se toma por base apenas seus aspectos contratuais, não considerando os seus aspectos econômicos, pode ser contabilizada como geradora de ganhos imediatos ou postecipados, quando, na verdade, esses ganhos, quando existentes, devem ser reconhecidos ao longo do período do contrato.

O item IV da Nota Explicativa à Instrução CVM nº 235/95, embora referindo-se às chamadas operações vinculadas, alertou quanto à prevalência da essência sobre a forma na contabilização de instrumentos financeiros. Portanto, os administradores e os auditores independentes devem dedicar especial atenção a essas operações, no sentido de reportar em seus informes contábeis os verdadeiros reflexos econômicos decorrentes dessas operações.

O fato de a empresa adquirir ou lançar um instrumento derivativo pode expô-la a um risco não anteriormente existente. O valor de aquisição ou custo não revela o que

realmente a empresa tem de direito ou obrigação em relação a este instrumento, dado seu grau de volatilidade. Quando a empresa busca no mercado um derivativo para proteção contra um risco específico de sua atividade pode estar se expondo a outro risco intrínseco ao próprio derivativo. A evidenciação, então, nas demonstrações contábeis não deve se restringir a forma, ou valor de aquisição do derivativo, mas sim aos objetivos do uso deste derivativo e as riscos que a empresa está protegendo ou exposta.

Como os instrumentos financeiros derivativos são papéis que podem alavancar grandes operações, a empresa deve ser capaz de transmitir ao investidor todas as informações a respeito desses papéis, evidenciando em notas explicativas, os motivos, circunstâncias e critérios utilizados para aquisição e avaliação dos derivativos. A essência, características da operação, deve prevalecer sobre a forma, contrato, visando a transparência das operações envolvendo derivativos.

Finalmente, é possível que um instrumento de *hedge* tenha um item subjacente distinto do item objeto do *hedge*, ou ainda, um prazo distinto do objeto de *hedge*. A natureza dessa operação deve ser identificada e controlada pela companhia e pode ser caracterizada como contabilidade de *hedge*, se tiver sido atendida as condições previstas no pronunciamento internacional IAS 39.

## **5 METODOLOGIA**

### **5.1 Delineamento**

A pesquisa utilizou em sua análise as informações das demonstrações contábeis publicados no Brasil e no Formulário 20-F apresentado à SEC. Para Gil (1991;51) “a pesquisa documental vale-se de materiais (documentos) que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa”. Dessa forma, o delineamento é caracterizado como uma pesquisa documental por ter como fonte de dados documentos, ou seja, as demonstrações contábeis e suas notas explicativas.

### **5.2 Tipo de estudo**

Para o alcance dos objetivos foi realizado um estudo exploratório descritivo, comparando as informações divulgadas por empresas brasileiras com ADRs, a respeito de derivativos, nas demonstrações contábeis publicadas no Brasil com as do Formulário 20-F, divulgado nos Estados Unidos. Segundo Lakatos e Marconi (1992;82) “estudo exploratório descritivo é toda pesquisa que busca constatar algo num organismo ou num fenômeno”. Assim, o estudo foi estabelecido como exploratório pelo fato de haverem poucos (ou nenhum) estudos comparando a evidenciação de derivativos nas demonstrações contábeis em diferentes mercados. Estudo descritivo, pois objetivou comparar as informações sobre instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos descrevendo as semelhanças e diferenças encontradas.

### **5.3 População**

A população definida para análise na pesquisa são as empresas brasileiras, sociedades anônimas de capital aberto, não financeiras, que possuem ADRs emitidos dos níveis II e III. Na data que foi determinada a população (3 de abril de 2006) havia 37 (trinta e sete) papéis de ADRs emitidos, em um total de 34 (trinta e quatro) empresas. Essa diferença deve-se ao fato das empresas Itaú, Vale do Rio Doce e Petrobras terem dois tipos de ADRs emitidos (nível II e III).

No ano de 2006 a empresa Vivo Participações incorporou empresas do setor de telecomunicações que passaram a divulgar as demonstrações contábeis de forma consolidada. No Quadro 2 as empresas que foram incorporadas pela Vivo Participações estão marcadas. Assim, do total de 34 empresas, a análise do ano de 2005 contou com 25 empresas e o ano de 2004 totalizou 30 empresas conforme as exclusões apresentadas.

### 5.3.1 Exclusões de elementos da população

Foram excluídas da população da pesquisa as empresas com ADR nível I por estas não necessitarem adequar suas demonstrações contábeis as normas da SEC e tampouco publicar o Formulário 20-F, que é de onde foram coletados os dados. Além disso, optou-se por analisar as empresas não financeiras, pois, inicialmente, realizar operações com derivativos não faz parte de seu contexto operacional. Assim, busca-se analisar por que empresas não financeiras utilizam derivativos e como os evidenciam nas demonstrações contábeis. Foram, então, excluídas da análise as empresas do setor bancário: Itaú, Bradesco e Unibanco.

Foi excluída da amostra a empresa TAM por não apresentar o Formulário 20F em sua página na internet. Em contato com a área de relação com investidores a empresa deu a seguinte justificativa: “A TAM ainda não publicou nenhum formulário 20F, pois sua inclusão na bolsa de valores de Nova Iorque ocorreu apenas este ano”. Também pelo mesmo motivo foi excluída a empresa Telecom Brasileiras e a empresa Gol Linhas Aéreas em 2004.

## 5.4 Amostra

Com a lista de empresas brasileiras com ADRs nível II e III (população) foram excluídas as empresas financeiras, aquelas com níveis de ADRs duplicados e as que deixaram de apresentar as demonstrações contábeis requeridas para a pesquisa, como exposto anteriormente. Assim, o Quadro 2 apresenta a lista de empresas selecionadas para análise, seus níveis de ADR e o setor de atividade a que pertencem. Como explicado na introdução deste trabalho, a diferença entre os níveis de ADRs reside no fato de que enquanto no nível II a empresa emite ADRs com ações que já existem (adquiridas no mercado secundário) no nível III os ADRs são emitidos com lastro em novas ações, permitindo a captação de recursos.

EMPRESA	ADR NÍVEL	SETOR DE ATIVIDADE*
AMBEV	NÍVEL 2	Alimentos e Bebidas
ARACRUZ CELULOSE	NÍVEL 3	Papel e Celulose
BRASIL TELECOM	NÍVEL 2	Telecomunicações
BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES	NÍVEL 2	Telecomunicações
BRASKEM	NÍVEL 2	Química
CEMIG	NÍVEL 2	Energia Elétrica
COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	NÍVEL 2	Comércio
COMPANHIA SIDERURGICA NACIONAL	NÍVEL 2	Siderurgia e Metalurgia
COPEL	NÍVEL 3	Energia Elétrica
CPFL ENERGIA	NÍVEL 3	Energia Elétrica
EMBRAER	NÍVEL 3	Veículos e peças
EMBRATEL PARTICIPAÇÕES	NÍVEL 2	Telecomunicações
GERDAU	NÍVEL 2	Siderurgia e Metalurgia
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES	NÍVEL 3	Transporte Serviços
NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO	NÍVEL 3	Outros
PERDIGÃO	NÍVEL 2	Alimentos e Bebidas
PETROBRAS	NÍVEL 2 e 3	Petróleo e Gás
SABESP	NÍVEL 3	Outros
SADIA	NÍVEL 2	Alimentos e Bebidas
TELE CENTRO OESTE CELULAR PART. (VIVO)	NÍVEL 2	Telecomunicações
TELE LESTE CELULAR PART. (VIVO)	NÍVEL 2	Telecomunicações
TELE NORTE CELULAR PARTICIPAÇÕES	NÍVEL 2	Telecomunicações
TELE NORTE LESTE PARTICIPAÇÕES	NÍVEL 2	Telecomunicações
TELE SUDESTE CELULAR PART. (VIVO)	NÍVEL 2	Telecomunicações
TELEMIG CELULAR PARTICIPAÇÕES	NÍVEL 2	Telecomunicações
TELESP CELULAR PARTICIPAÇÕES (VIVO)	NÍVEL 2	Telecomunicações
TELESP PARTICIPAÇÕES	NÍVEL 2	Telecomunicações
TIM PARTICIPAÇÕES	NÍVEL 2	Telecomunicações
ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES	NÍVEL 3	Química
VALE DO RIO DOCE	NÍVEL 2 e 3	Mineração
VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL	NÍVEL 3	Papel e Celulose

\* Conforme classificação do Economática

Observação: no ano de 2005 as empresas assinaladas passaram a fazer parte da empresa Vivo Participações.

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 2 – Empresas utilizadas na amostra da pesquisa

## 5.5 Fonte de dados

Selecionada a amostra, os dados das empresas foram coletados nas Demonstrações Contábeis encerradas em 31 de dezembro de 2004 e 2005 e no Formulário 20-F apresentado à SEC também do ano de 2004 e 2005. Ressalta-se a utilização das notas explicativas desses documentos, já que são neles que as empresas apresentam ao mercado a utilização dos instrumentos financeiros derivativos.

A pesquisa utilizou dados secundários coletados das demonstrações contábeis das empresas e do Formulário 20-F. As notas explicativas das Demonstrações Contábeis e do Formulário 20-F foram a principal fonte dos dados.

As demonstrações contábeis brasileiras foram obtidas pelo sistema de informações da CVM disponibilizado na Internet através das Demonstrações Financeiras Padronizadas do ano de 2004 e 2005. O Formulário 20-F foi obtido na página da internet das empresas selecionadas.

## 5.6 Itens analisados

Com base nas informações sobre a legislação (IN 235/95 da CVM e SFAS 133) e nos modelos de evidenciação de derivativos, foram estabelecidas os seguintes critérios para análise comparativa entre as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e o Formulário 20-F.

- **Práticas contábeis adotadas para a evidenciação de derivativos:** nesta variável buscou-se avaliar se a empresa apresenta ao mercado as principais práticas contábeis que são utilizadas para a evidenciação de instrumentos financeiros derivativos. A legislação e as boas práticas de governança corporativa determinam que a empresa divulgue ao mercado os procedimentos contábeis que foram utilizados para o registro dos derivativos e sua apresentação nas demonstrações contábeis.
- **Objetivos, finalidades e intenções da empresa para a utilização de instrumentos financeiros derivativos:** nesta variável a empresa deve dar transparência aos objetivos que a levaram a utilizar contratos de derivativos. Com este item buscou-se identificar quais os motivos (especulação ou proteção contra riscos) para as empresas utilizarem este

tipo de instrumento no decorrer de suas atividades e sua comunicação ao mercado.

- **Premissas utilizadas para determinação dos valores justos (*fair value*):** como os instrumentos financeiros derivativos têm grande volatilidade e tanto o SFAS 133 e a CVM determinam que as empresas utilizem o valor justo como método de apresentação ao mercado, as empresas devem apresentar em notas explicativas os premissas, ou fórmula de cálculo, para a determinação do valor justo (*fair value*) do instrumento financeiro derivativo.
- **Quadros comparativos mostrando as diferenças entre o valor contábil e o de mercado:** os quadros comparativos servem como exposição dos valores contábeis registrados pelas empresas com as avaliações dos valores de mercado. Essa comparação presta-se a verificar as perdas ou ganhos da empresa com os derivativos.
- **Controle de risco:** a variável controle de risco busca avaliar como a empresa divulga ao mercado o controle de crédito, taxa de câmbio e preço dos produtos, com a utilização de instrumentos financeiros derivativos.
  - a) **Crédito:** O risco de crédito é a possibilidade de a empresa vir a incorrer em perdas por conta de problemas financeiros com seus clientes, ocasionando a inadimplência de seus compromissos.
  - b) **Taxa de câmbio:** O risco de taxa de câmbio é a possibilidade de a companhia vir a incorrer em perdas por conta de flutuações nas taxas de câmbio, que reduzam valores nominais faturado ou aumentem valores captados no mercado.
  - c) **Preço dos produtos:** O risco de preço de produtos é a possibilidade de a companhia vir a incorrer em perdas por conta de flutuações de preços de seus produtos, nos mercados interno e externo.

## 5.7 Instrumento de coleta de dados

Com a definição das variáveis o instrumento de coleta de dados foi elaborado de forma que as diferenças entre as informações publicadas no Brasil e nos Estados Unidos fossem registradas. Como a pesquisa utiliza dados dicotômicos, ou seja, se há ou não diferença entre as informações divulgadas, foi construído um formulário com o nome das

empresas selecionadas na amostra, as demonstrações contábeis utilizadas e as variáveis que foram analisadas. O Quadro 3 apresenta o modelo de instrumento de coleta de dado utilizado na pesquisa.

Para o preenchimento do instrumento foi definido que o pesquisador adota os seguintes critérios para a coleta dos dados, de cada um dos itens e empresas analisados:

- A informação consta no Formulário 20-F, mas não consta na DFP: 1;
- A informação consta na DFP, mas não consta no Formulário 20-F: 2;
- A informação consta na DFP e no Formulário 20-F, mas contém mais informações no Formulário 20-F do que na DFP: 3;
- A informação consta na DFP e no Formulário 20-F, mas contém mais informações na DFP do que Formulário 20-F: 4;
- A informação do Formulário 20-F e da DFP são equivalentes: 5;

Empresa – Demonstração Contábil	Principais Práticas Contábeis	Objetivos, Finalidades e Intenções	Premissas de Avaliação	Comparativo entre Valor Contábil e de Mercado	Controle de Risco		
					Crédito	Taxa de Câmbio	Preço dos Produtos
Empresa 1							
Empresa 2							
Empresa n							

**Fonte:** Elaborado pelo autor

Quadro 3 – Modelo de instrumento de coleta de dados

Dessa forma, por exemplo, se determinada empresa no item “principais práticas contábeis”, apresentasse a informação sobre esse ponto no Formulário 20-F e omitisse essa mesma informação na DFP o pesquisador preencheria o campo correspondente com o número 1. De outro modo, se na análise do item “premissas de avaliação” certa empresa apresentasse o tópico em ambas as demonstrações (DFP e Formulário 20-F), porém com informações mais precisas, completas ou de melhor qualidade no Formulário 20-F do que na DFP seria preenchido o campo correspondente com o número 3, conforme critério da regra exposta acima.

## 5.8 Análise dos dados

Os dados foram analisados individualmente de empresa para empresa, comparando-se as informações divulgadas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas com as do Formulário 20-F buscando-se possíveis assimetrias de informações. Para verificar essas diferenças, foram relacionadas, com base na IN 235/95 da CVM e SFAS 133, itens que deveriam estar presentes na nota explicativa da empresa. O Quadro 4 apresenta os itens e a definição de cada um deles.

Item	Descrição
Principais Práticas Contábeis	Presença da nota de instrumentos financeiros derivativos nas práticas contábeis adotadas para o registro de derivativos
Objetivos, Finalidades e Intenções	Análise da evidenciação dos objetivos da companhia com o uso dos derivativos (objetivo de hedge, de especulação ou de arbitragem).
Premissas de Avaliação	Verificação da presença das premissas ou método que foi utilizado para determinação do valor justo dos instrumentos financeiros derivativos.
Comparativo entre Valor Contábil e de Mercado	Análise da evidenciação em quadros comparativos do valor contábil e valor de mercado dos instrumentos financeiros derivativos, além do resultado (ganho ou perda) com esses papéis.
Controle de Risco de Crédito	Presença de nota explicativa discutindo os critérios de avaliação de crédito
Controle de Risco de Taxa de Câmbio	Análise do risco de variação na taxa de câmbio pela empresa, com informações da exposição cambial, dado as operações ativas e passivas.
Controle de Risco de Preço dos Produtos	Verificação da evidenciação do risco de variação no preço de insumos e produtos finais da empresa e os instrumentos derivativos relacionados a eles.

Fonte: Elaborado pelo autor

### Quadro 4 – Palavras relacionadas com as variáveis de análise

Também foi verificada a presença de instrumentos financeiros derivativos registrados como ativos ou passivos no Balanço Patrimonial, já que as normas determinam que operações dessa natureza devam estar *on balance sheet* e detalhados em notas

explicativas.

Para a análise dos dados, quando a empresa deixou de apresentar a informação em uma das demonstrações contábeis, o trabalho resumiu-se a descrever e registrar a ausência da informação, já que pouco haveria de ser realizado.

Quando as empresas apresentavam a informação no Formulário 20-F e na DFP, as informações sobre o mesmo tópico eram confrontadas para avaliar o conteúdo e verificação de sua equivalência. Na análise dos resultados a seguir, os quadros demonstram, lado a lado, as informações que foram divulgadas no Formulário 20-F e na DFP, buscando evidenciar diferenças de informações.

O trabalho foi focado em analisar informações qualitativas, ou seja, não se preocupou em justificar diferenças de valores, mas sim buscar indícios de que as empresas brasileiras tratam distintamente os mercados nacional e internacional.

## **5.9 Limitações metodológicas**

A base da Instrução Normativa 235 da CVM são as normas internacionais (SFAS 133 e IAS 39). Apesar da IN 235 de 1995 ser de data anterior a divulgação do SFAS 133, ela foi elaborada com base nos *drafts* (rascunhos) que estavam sendo discutidos nos Estados Unidos. Assim, não é válido o argumento de que possíveis assimetrias de informações poderiam ser justificadas por diferenças entre regras contábeis brasileiras e americanas dado que ambas as legislações, como se verá adiante são homogêneas e complementares. A Instrução Normativa 235 da CVM foi construída baseada nas legislações internacionais.

O trabalho discute se há ou não divergência entre as informações divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos sobre instrumentos financeiros derivativos com base na análise das demonstrações contábeis publicadas nos dois países pelas mesmas empresas. No entanto, não mede o grau de diferença, ou seja, o quanto cada variável de análise se distingue, em termos de evidenciação, nos dois mercados. Essa limitação deve-se a dificuldade, ou impossibilidade, de se estabelecer uma hierarquia entre as variáveis ou a importância de cada uma em detrimento das demais.

Salienta-se ainda que o trabalho não tem como objetivo avaliar o impacto de evidenciação deficiente com conseqüente assimetria informacional no mercado de capitais e o reflexo desses fatores no preço de ações ou taxas de captação de recursos, apesar de reconhecer que essa situação pode acontecer.

## 6 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Foram apresentados nos capítulos anteriores os conceitos e normas que dispõem sobre a evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis. Segue-se, agora, a análise empírica de como essas informações estão sendo demonstradas ao mercado por meio da análise comparativa das Demonstrações Financeiras Padronizadas e o Formulário 20F.

De acordo com a metodologia do trabalho e o que dispõe as normas, foram analisados os seguintes itens: principais práticas contábeis adotadas para a evidenciação de derivativos; objetivos, finalidades e intenções da empresa para a utilização de instrumentos financeiros derivativos; premissas utilizadas para determinação dos valores justos (*fair value*); Quadros comparativos mostrando as diferenças entre o valor contábil e o de mercado; Controle de risco em relação a três aspectos: risco de crédito; risco de câmbio e risco de preço dos produtos.

### 6.1 Principais práticas contábeis adotadas para a evidenciação de derivativos

Nesta variável buscou-se avaliar se a empresa apresenta ao mercado as principais práticas contábeis que são utilizadas para a evidenciação de instrumentos financeiros derivativos. A legislação e as boas práticas de governança corporativa determinam que a empresa divulgue ao mercado os procedimentos contábeis que foram utilizados para o registro dos derivativos e sua apresentação nas demonstrações contábeis.

Geralmente, há um título nas Notas Explicativas das demonstrações contábeis que tratam das práticas da empresa e, entre elas, a de derivativos. No Formulário 20-F apresentado à SEC este é um item obrigatório. Então, se a empresa deve compulsoriamente demonstrar essa informação na demonstração contábil americana, deveria também apresentá-la no Brasil, já que a informação deve ser produzida não para atender a um mercado específico.

A Brasil Telecom Participações foi uma das empresas que apresentou a seguinte nota sobre suas práticas contábeis com instrumentos financeiros derivativos no Formulário 20-F do ano de 2004:

A Companhia iniciou transações com derivativos para gerenciar parcialmente sua exposição à variação na taxa de câmbio, basicamente através de contratos de *swap*. Ganhos e perdas destes contratos de *swap* são reconhecidos mensalmente de acordo com o princípio da

competência pela comparação da taxa de câmbio do contrato com a taxa de câmbio do encerramento do mês, independente dos termos de liquidação contratados.

Contudo, na Demonstração Financeira Padronizada (DFP) entregue à CVM a empresa não faz qualquer referência ao tópico, ou seja, não apresenta no capítulo de práticas contábeis a que foi atribuída aos derivativos. A ausência das práticas contábeis sobre instrumentos financeiros pela Brasil Telecom Participações não deveria ocorrer já que a própria empresa divulga em sua DFP que

A Companhia, por estar registrada na SEC, está sujeita às suas normas, devendo elaborar anualmente demonstrações financeiras e outras informações utilizando critérios que atendam aos requisitos daquela entidade. No enquadramento a tais requisitos e visando atender às necessidades informativas do mercado, a Companhia adota como princípio a divulgação simultânea das informações nos dois mercados e nos respectivos idiomas.

Assim, como a própria empresa afirma manter a padronização, deveria apresentar nos relatórios contábeis entregues à SEC e à CVM as mesmas informações. Pela análise empírica das demonstrações verifica-se que isso de fato não ocorre.

Uma das empresas analisadas (Braskem, 2004) apresentou tanto no Formulário 20-F como na DFP informações sobre suas práticas com derivativos. Porém, na demonstração contábil americana, há uma informação não presente na demonstração brasileira, como está demonstrado na Quadro 5.

Formulário 20-F - SEC	Demonstração Financeira Padronizada - CVM
Os instrumentos derivativos são registrados pelo valor justo estimado, com base em cotações de mercado para instrumentos semelhantes quanto a taxas futuras de câmbio e juros. A companhia reconheceu no resultado do exercício o valor de mercado de contratos de derivativos referentes a “swaps” de taxa de juros de moedas cruzadas.	Os instrumentos derivativos são mensurados pelo valor justo estimado, com base em cotações de mercado para instrumentos semelhantes em relação às taxas futuras de câmbio e juros.

Fonte: Formulário 20-F e DFP da Braskem do ano de 2004

Quadro 5 – Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Braskem

Assim, apesar da empresa apresentar nas duas demonstrações contábeis, nota-se que no Formulário 20-F há uma informação que não consta na DFP “A companhia reconheceu no resultado do exercício o valor de mercado de contratos de derivativos

referentes a *swaps* de taxa de juros de moedas cruzadas”. Essas diferenças de qualidade na informação contábil podem levar a oportunidade de ganhos extraordinários pela assimetria de informações apresentadas ao mercado. A empresa reconhece no resultado uma operação com *swap* e informa o usuário do Formulário 20-F, enquanto que na DFP não apresenta a mesma informação.

A Companhia Vale do Rio Doce, apresentou no Formulário 20-F do ano de 2004 um sumário de suas práticas com derivativos

Em 1º de janeiro de 2001, adotamos o SFAS 133 - "*Accounting for Derivative Financial Instruments and Hedging Activities*", complementado pelos SFAS 137, SFAS 138 e SFAS 149. Estes pronunciamentos requerem que reconheçamos todos os instrumentos financeiros derivativos tanto ativos como passivos em nosso balanço patrimonial e os valorize aos seus preços de mercado. As variações dos valores de mercado dos derivativos são reconhecidas no resultado de cada período ou em outros lucros econômicos (fora da apuração do lucro líquido), sendo que neste caso dependerá se a transação é designada como um *hedge* de fato. Em 2003, não designamos nenhum instrumento financeiro derivativo como *hedge* e os ajustes a valores de mercado de nossos derivativos foram todos reconhecidos no lucro líquido do exercício. Se tivéssemos designado nossos instrumentos de *hedge*, conforme estabelecido no SFAS 133, teria tido ajustes correspondentes de valor de mercado, para certos instrumentos de *hedge*, nos itens protegidos correlatos no caso de *hedges* de valores de mercado ou diretamente no patrimônio líquido no caso de *hedges* de fluxo de caixa. Durante o ano encerrado em 31 de dezembro de 2004, registramos um encargo de US\$ 83 milhões decorrentes de ajustes a valores de mercado de instrumentos derivativos.

Na DFP do ano de 2004 não há informação alguma sobre a avaliação de instrumentos financeiros derivativos e a classificação de *hedge* apresenta. Nessa nota fica evidente o detalhamento do Formulário 20-F e a falta de informação da demonstração brasileira. No ano de 2005 a Companhia Vale do Rio Doce volta a apresentar informações assimétricas nos dois mercados (Brasil e Estados Unidos) no que se refere às práticas contábeis dispensadas a instrumentos financeiros derivativos. No Formulário 20-F a empresa publica que

Não designamos nenhum instrumento financeiro derivativo como *hedge* e os ajustes a valores de mercado de nossos derivativos foram todos reconhecidos no lucro líquido do exercício. Se tivéssemos designado nossos instrumentos de *hedge*, conforme estabelecido no SFAS 133, teria tido ajustes correspondentes de valor de mercado, para certos instrumentos de *hedge*, nos itens protegidos correlatos no caso de *hedges* de valores de mercado ou diretamente no patrimônio líquido no caso de *hedges* de fluxo de caixa. Em 2005, registramos um encargo de US\$ 101 milhões decorrentes de ajustes a valores de mercado de instrumentos derivativos.

Como ficou demonstrado nos dois anos analisados da Companhia Vale do Rio Doce as demonstrações contábeis apresentam divergência no que se refere a informações, já que no Brasil nada é apresentado sobre o registro de U\$ 101 milhões decorrentes de ajustes a

valores de mercado de instrumentos derivativos.

A Companhia Paranaense de Energia – COPEL – apresentou no Formulário 20-F e na DFP dos anos de 2004 e 2005 notas sobre suas práticas contábeis com instrumentos financeiros derivativos. Ao contrário da maioria das empresas analisadas, a COPEL divulga no mercado brasileiro uma informação que não consta na demonstração contábil do mercado americano no ano de 2005, como esta apresentado no Quadro 6.

Formulário 20-F - SEC	Demonstração Financeira Padronizada - CVM
As perdas líquidas não-realizadas relacionadas a operações de swap de moeda e de taxas de juros, calculadas com base nas taxas contratuais, são reconhecidas pelo regime de competência, sendo registradas no passivo circulante, na conta de Operações com derivativos, em contrapartida a despesas financeiras.	As perdas e ganhos líquidos não realizados relacionados à operação de “ <i>hedge</i> ” de moeda, apurados com base nas taxas pactuadas, são reconhecidos, em atendimento ao regime de competência de exercícios, em “Despesas financeiras” (notas 39 e 43), na rubrica “Encargos e operações com derivativos”, no valor de R\$ 41.952 (R\$ 90.906 em 2004).

Fonte: Formulário 20-F e DFP da COPEL do ano de 2005

#### Quadro 6 – Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na COPEL

A empresa apresenta o valor das despesas financeiras com derivativos que não consta no Formulário 20-F, ou seja, neste caso, a demonstração enviada à CVM tem mais informação do que a enviada a SEC.

A Perdigão divulgou em seu Formulário 20-F do ano de 2005 uma nota que contraria as disposições da Instrução Normativa 235/95 da CVM

Utilizamos instrumentos derivativos, principalmente *swaps*, para gerenciar os riscos de variações cambiais e de juros. Registramos tais instrumentos pelo regime de competência de acordo com os GAAPs brasileiros. Para fins dos GAAPs americanos contabilizamos estes instrumento pelo valor justo de mercado, com base nas cotações de instrumentos similares e em estimativas das taxas de câmbio e de juros no futuro. Durante os períodos apresentados, não designamos quaisquer instrumentos derivativos como *hedges* seja para fins dos GAAPs brasileiros ou GAAPs americanos, portanto os ajustes contábeis para os nossos derivativos foram registrados nas demonstrações do resultado do exercício.

A empresa afirma que as operações com instrumentos derivativos devem ser contabilizadas pelo regime da competência. Porém, esta afirmação não consta em determinações da CVM, pelo contrário, a autarquia exige que as companhias abertas que possuam instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial, evidenciem, em nota explicativa, anexa às suas demonstrações

financeiras e às informações trimestrais - ITR, o valor de mercado desses instrumentos financeiros. Devem demonstrar, ainda, os critérios e as premissas adotados para determinação desse valor de mercado.

As práticas contábeis empregadas aos instrumentos financeiros derivativos deve ser a informação básica nas notas explicativas das demonstrações contábeis. Pela análise comparativa entre o Formulário 20-F e a DFP entregue a SEC e CVM respectivamente nos anos de 2004 e 2005 verificou-se que:

- No ano de 2004 das 30 empresas analisadas 26 (86,87%) apresentaram as práticas contábeis sobre instrumentos derivativos no Formulário 20-F e 11 (36,67%) empresas fizeram constar também na DFP informações sobre esse tópico. Contudo, em 5 (16,67%) empresas a informação presente em ambas as demonstrações contábeis era equivalente, ou seja, com o mesmo conteúdo.
- No ano de 2005 das 25 empresas analisadas 21 (84%) divulgaram no Formulário 20-F as práticas contábeis para instrumentos derivativos enquanto que 10 (40%) também possuíam a nota na DFP. Dessas empresas, em 4 (16%) delas o conteúdo informacional é homogêneo, tanto no relatório contábil enviado à SEC, como no entregue à CVM.

Inicialmente é importante destacar a falta da divulgação da prática contábil sobre derivativos na DFP quando a empresa possui essa informação no Formulário 20-F. Nas práticas contábeis a empresa transmite ao analista uma visão geral do tratamento dispensado a suas principais transações em termos de métodos utilizados. Se a informação consta no Formulário 20-F por que não incluí-la também na DFP? Nos dois anos investigados, 16% das empresas têm notas com práticas contábeis similares nos demonstrativos contábeis brasileiros e americanos. Ora, se boa parte das empresas, 86% e 84, em 2004 e 2005 respectivamente, divulgam a informação no relatório entregue à SEC não se justifica a ausência de informação na DFP já que a informação está pronta.

Há empresas (como a Perdigão, destacado anteriormente) que falam em tratamento diferenciado para os derivativos em função de diferenças entre os princípios contábeis brasileiros e americanos, o que é uma falácia, pois a norma da CVM que disciplina a matéria (IN 235/95) foi construída com base nos *drafts* (rascunhos) do SFAS 133. Dessa forma, não há razões justificáveis para a ausência de informação ou informação assimétrica no Formulário 20-F e na DFP.

Salienta-se ainda, a exigência da SEC de padronização dos itens que devem necessariamente constar no Formulário 20-F, ou seja, a empresa deve preencher os campos

com informações sobre suas atividades. A CVM, por outro lado, recomenda que os itens, como as práticas contábeis com instrumentos financeiros derivativos, constem das notas explicativas anexas as demonstrações contábeis. A posição da SEC é rígida obrigando a empresa a divulgar enquanto a CVM recomenda, ou aconselha a apresentação das informações. Contudo, a transparência das operações é uma iniciativa que deveria partir das empresas com a manutenção de informações equitativas nos mercados em que atua.

## **6.2 Objetivos, finalidades e intenções da empresa para a utilização de instrumentos financeiros derivativos**

Nesta variável a empresa deve dar transparência aos objetivos que a levaram a utilizar contratos de derivativos. Com este item busca-se identificar quais os motivos (especulação ou proteção contra riscos) para as empresas utilizarem este tipo de instrumento no decorrer de suas atividades e sua comunicação ao mercado.

A Sadia, em sua DFP do ano de 2004, não faz qualquer referência a seus objetivos, finalidades e intenções com o uso de derivativos, não observando, dessa forma, as recomendações da instrução normativa 235. Contudo, no Formulário 20-F enviado a SEC, a empresa divulga a seguinte informação sobre o tema: “A Companhia não usa derivativos para fins de negociação ou especulativos.” Nota-se a evidente assimetria de informações entre as duas demonstrações, sendo o Formulário 20-F mais completo, trazendo informações não contidas nas demonstrações brasileiras.

Quando o usuário da demonstração contábil analisa as informações sobre instrumentos financeiros derivativos sua primeira intenção, invariavelmente, é saber as circunstâncias que a empresa está adquirindo ou emitindo papéis desta natureza. Proteção contra variação no preço de *commodities*, taxa de câmbio ou simplesmente especulação ou arbitragem são informações que deveriam constar como um parágrafo básico das notas explicativas. O fato de a empresa adquirir derivativos para proteção ou especulação em nada deprecia o conteúdo das demonstrações contábeis, pelo contrário, demonstra que a empresa está em busca de rentabilidade, no caso de especulação, ou proteção em operações de *hedge*. Contudo, a empresa deve ser capaz de dar transparência a essas operações por meio das demonstrações contábeis para que os usuários possam entender os objetivos da empresa com o uso de instrumentos financeiros derivativos.

A comparação entre as Demonstrações Financeiras Padronizadas e o Formulário

20-F revela que a Gerdau não apresenta informações compatíveis em dois quesitos: principais práticas contábeis utilizada para derivativos e seus objetivos, finalidades e intenções com o uso de instrumentos financeiros derivativos em suas operações. No relatório enviado a CVM em 2004 a Gerdau não faz referência a suas intenções com derivativos, ou seja, se são utilizados como forma de proteção contra riscos da atividade da empresa ou para especulação. Já no formulário 20-F a empresa afirma claramente que

O uso de derivativos pela Companhia é limitado. São usados instrumentos derivativos para gerenciar riscos cambiais e de juros claramente identificáveis, inerentes ao curso normal dos negócios.

Nota-se, nesse ponto, uma das assimetrias nas informações divulgadas. Se a empresa tem a informação por que também não a apresenta na DFP? Por que omiti-la se a companhia detém a informação? A finalidade da empresa com o uso de instrumentos financeiros derivativos é uma informação simples já que é possível identificar sua utilização quando a empresa adquire um contrato futuro. Ou o instrumento presta-se a proteger a empresa contra a variação de um preço de câmbio, insumo ou taxa de juros, ou tem como objetivo a especulação no mercado verificada por alguma oportunidade de ganho identificada pela empresa. Então, comunicar o objetivo da transação ao mercado em um parágrafo das notas explicativas seria o básico que a companhia deveria fazer.

A Ultrapar Participações também divulgou no Formulário 20-F informações sobre seus objetivos com instrumentos financeiros derivativos

Estamos expostos a diversos riscos de mercado, primordialmente relacionados às taxas de juros variáveis e taxas de câmbio. Risco de mercado é a perda em potencial derivada de mudanças desfavoráveis nas taxas de mercado e preços, tais como a cotação de moedas estrangeiras e das taxas de juros. Nós não realizamos operações nos mercados derivativos com fim especulativo.

Contudo, na demonstração contábil apresentada no Brasil a empresa não fez qualquer referencia ao fato. Nota-se, novamente, a falta de informação já que a DFP não trás os objetivos da empresa com utilização de instrumentos financeiros derivativos. Enfatiza-se que os instrumentos financeiros sujeitam a companhia a outros fatores de risco para os quais não estava originariamente exposta, consequência do tipo de mercado em que são transacionados. Instrumentos de balcão, por exemplo, oferecem exposição a risco de crédito, que por sua vez é eliminado em operações com instrumentos de bolsa, ou da própria natureza do instrumento (cláusulas de alavancagem em certos contratos celebrados, que potencializam ganhos ou perdas).

Ao contrário da maioria das empresas analisadas, a Companhia Vale do Rio Doce foi uma das empresas que manteve a padronização e uniformidade nas informações divulgadas no mercado americano e brasileiro a respeito de suas intenções com a utilização de instrumentos financeiros derivativos. O Quadro 7 abaixo apresenta as notas presentes no Formulário 20-F e DFP do ano de 2005.

Formulário 20-F - SEC	Demonstração Financeira Padronizada - CVM
<p>Os principais riscos de mercado que enfrentamos são o risco da taxa de juros, risco da taxa de câmbio e risco do preço de commodities. Administramos alguns desses riscos com o uso de instrumentos derivativos. Nossas atividades de gerenciamento de risco seguem as políticas seguem a política de gerenciamento de risco, que normalmente proíbe operações especulativas e requerem a diversificação de operações e de instituições com as quais operamos. Monitoramos e avaliamos nossa posição global regularmente com vistas a verificar os resultados financeiros e o impacto em nosso fluxo de caixa. Também revisamos periodicamente os limites de crédito e riscos de crédito das instituições com as quais operamos.</p>	<p>Os principais riscos de mercado com que a Vale se depara são aqueles relativos a taxas de juros, taxas de câmbio e de preço de <i>commodities</i>. A Companhia tem como política gerenciar tais riscos através da utilização de instrumentos derivativos. As atividades de gerenciamento de risco seguem políticas e diretrizes revistas e aprovadas pela alta direção da Companhia (Conselho de Administração e Diretoria Executiva). Estas normas proíbem negociação especulativa, venda a descoberto e determinam a diversificação de instrumentos e contrapartes. A política da Companhia tem sido liquidar financeiramente todos os contratos, sem a entrega física de produtos. Os limites e a qualidade de crédito das contrapartes são revistos periodicamente e definidos de acordo com as normas aprovadas pela alta Administração da Companhia. Os resultados das atividades de <i>hedge</i> são reconhecidos mensalmente no resultado da Companhia.</p>

Fonte: Formulário 20-F e DFP da Vale do Rio Doce do ano de 2005

#### Quadro 7 – Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na CVRD

A análise comparativa da Vale do Rio Doce demonstra que a empresa disponibilizou uma informação similar nas demonstrações contábeis divulgadas, ou seja, transmitiu ao mercado informação homogênea. Em geral, neste ponto, quando a empresa apresenta a informação no Formulário 20-F e na DFP, as informações são equivalentes demonstrando que a empresa mantém uma postura de divulgar a mesma informação em demonstrações contábeis dos mercados onde suas ações são negociadas.

A Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar) nos anos de 2004 e 2005 evidenciou no mercado brasileiro e americano seus objetivos com o uso de derivativos. A

informação nas duas demonstrações é homogênea e atende as determinações da CVM e SEC.

Formulário 20-F - SEC	Demonstração Financeira Padronizada - CVM
Usamos esses instrumentos financeiros derivativos para fins que não de negociação, mas somente para gerenciar e reduzir a nossa exposição a riscos de mercado resultantes de flutuações nas taxas de juros e de câmbio.	A utilização de instrumentos e de operações com derivativos envolvendo taxas de juros tem por objetivo a proteção do resultado das operações ativas e passivas da Companhia. As transações são feitas pela área de operações financeiras de acordo com a estratégia previamente aprovada pela Administração.

Fonte: Formulário 20-F e DFP da Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar) do ano de 2005

#### Quadro 8 – Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar)

Como se observa as notas publicadas, apesar de não utilizarem palavras idênticas (pelo fato de haver a tradução do inglês para o português), trazem as mesmas informações, ou seja, a empresa usa derivativos para gerenciar riscos nas taxas de juros e operações de câmbio aprovadas pela administração de companhia.

Pela análise comparativa entre o Formulário 20-F e a DFP entregue a SEC e CVM respectivamente nos anos de 2004 e 2005 verificou-se que:

- No ano de 2004 das 30 empresas analisadas 26 (86,87%) apresentaram os objetivos, finalidades e intenções para a utilização de instrumentos financeiros derivativos no Formulário 20-F e 14 (46,67%) das empresas fizeram constar também na DFP informações sobre esse tópico;
- No ano de 2005 das 25 empresas analisadas 20 (80%) divulgaram no Formulário 20-F os objetivos, finalidades e intenções para a utilização de instrumentos financeiros derivativos enquanto que 12 (45%) também possuíam a nota na DFP;

O ponto positivo da análise deste item é que quando a empresa evidencia a informação no Formulário 20-F e na DFP as informações são homogêneas, ou seja, a empresa faz constar na DFP a mesma informação que está no Formulário 20-F. Porém, há empresas que divulgam seus objetivos com derivativos no Formulário 20-F e omitem essa mesma informação na DFP, como fica demonstrado nos números acima.

A informação dos objetivos, finalidades e intenções para a utilização de instrumentos financeiros derivativos informação é importante para o investidor verificar se a

empresa especula no mercado financeiro utilizando derivativos ou se utiliza esses instrumentos como meio de proteção contra riscos decorrentes de suas atividades.

Caso a companhia não utilize instrumentos financeiros derivativos, o que não parece ser uma tendência, dado o grau de internacionalização das empresas, seria conveniente que divulgasse também essa informação. A Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (SABESP), por exemplo, divulgou uma nota nesse sentido em seu Formulário 20-F do ano de 2005

Não recorremos a instrumentos financeiros derivativos, embora às vezes celebremos operações de câmbio para entrega futura e transações com recursos financeiros em reais destinadas a amenizar nossa exposição a questões cambiais.

Na DFP de 2005 a SABESP mantém a tendência, mas faz uma ressalva afirmando que “não mantém operações de *“hedge”* ou *“swap”* com a finalidade de proteger-se de riscos, em função dos montantes, custos envolvidos e oportunidades. No entanto, quando possível, efetua a compra de câmbio antecipada e realiza operações de captação de recursos em reais, como forma de proteção cambial”.

O SFAS Nº 133, “Contabilização para Instrumentos Derivativos e Atividades de *Hedge*” do FASB, determina normas contábeis e divulgações para instrumentos derivativos e atividades de *“hedge”*. O pronunciamento requer que uma entidade reconheça todos os derivativos, sejam eles ativos ou passivos, e meça tais instrumentos de acordo com o valor justo, identificando as premissas utilizadas para a determinação do valor justo (*fair value*). Quando a norma fala em reconhecimento de todos os derivativos, a empresa deve informar o mercado em que situações os derivativos são utilizados.

O usuário busca nas demonstrações contábeis informações quantitativas e qualitativas das operações realizadas pelas empresas. O número de transações e a finalidade envolvendo instrumentos financeiros derivativos deve estar refletida em nota explicativa das demonstrações publicadas tanto no Brasil como nos Estados Unidos pelas empresas brasileiras emitentes de ADRs. Como está demonstrado acima, uma boa parte das empresas brasileiras listadas da bolsa de valores de Nova York omite a informação ao mercado brasileiro quando dispõe dessa mesma informação publicada na demonstração contábil apresentada ao mercado norte-americano. Essa atitude parece ser de relapso ou desatenção já que a empresa dispõe da informação e conhece claramente seus objetivos no momento da aquisição de um contrato derivativo.

### 6.3 Premissas utilizadas para determinação dos valores justos (*fair value*)

As premissas de avaliação mostram como a empresa mensura o valor dos derivativos divulgados nas demonstrações contábeis. Como esses papéis têm grande volatilidade, tanto o SFAS 133 e a IN 235/95 da CVM determinam que as empresas utilizem o valor justo (*fair value*) como método de apresentação ao mercado. As empresas devem, então, apresentar em notas explicativas as premissas, ou fórmula de cálculo, para a determinação do valor justo (*fair value*) do instrumento financeiro derivativo.

A Gol Linhas Aéreas em sua DFP do ano 2005 apresentou a seguinte nota sobre as premissas de avaliação dos instrumentos financeiros derivativos

O valor de mercado dos instrumentos financeiros derivativos é calculado com base em práticas usuais de mercado, usando os valores de fechamento no período e cotações subjacentes relevantes, exceto para os contratos de opção, cujos valores são determinados por meio da adoção de metodologia de precificação (*Black & Scholes*). As variáveis e informações relativas aos coeficientes de volatilidade obtida por meio de reconhecidos provedores de informações de mercado.

Apesar da informação não ser totalmente clara e objetiva, a empresa divulga em nota as premissas básicas de avaliação, citando, inclusive um modelo matemático (*Black & Scholes*) para a precificação dos derivativos. No complemento da informação a empresa divulga que “as variáveis e informações relativas aos coeficientes de volatilidade obtida por meio de reconhecidos provedores de informações de mercado”, porém quais são esses “reconhecidos provedores de informações de mercado”? Empresas de dados econômicos, bolsas de valores? Deveria ter sido especificado para que os analistas tenham condições de avaliar se de fato empresa avaliou os derivativos a preços de mercado.

Uma situação atípica na análise dos Formulários 20-F e DFP foi a detecção que muitas das empresas pesquisadas apresentam uma nota padrão que é encontrada literalmente igual em várias demonstrações como está apresentado

Os valores de realização dos principais ativos e passivos financeiros da Companhia foram determinados por meio de informações disponíveis no mercado e metodologias apropriadas de avaliações. Entretanto, considerável julgamento foi requerido na interpretação dos dados de mercado para produzir a estimativa do valor de realização mais adequada. Como consequência, as estimativas a seguir não indicam, necessariamente, os montantes que poderão ser realizados no mercado de troca corrente. O uso de diferentes metodologias de mercado pode ter um efeito material nos valores de realização estimados.

Essa nota evidencia uma informação de pouca relevância e não diz como e se de fato a avaliação foi realizada. A empresa fala em “aplicação de metodologias apropriadas de avaliações”, porém, que metodologias são essas? Com base em que elas foram realizadas? Ainda assim, a nota diz que “as estimativas apresentadas a seguir não indicam, necessariamente, os montantes que poderão ser realizados no mercado de troca corrente”. Ora, a instrução da CVM é clara quando exige que os instrumentos derivativos sejam evidenciados a valores de mercado. Se a própria nota apresenta ressalva afirmando que os valores não são os de realização, fica evidente a falta de informação.

A Petrobras, com relação à mensuração do valor justo com instrumentos financeiros derivativos afirma em sua DFP do ano de 2005 que “O valor justo de mercado dos derivativos é calculado com base em práticas usuais de mercado, usando os valores de fechamento no período considerado das cotações subjacentes relevantes”. A empresa também não identifica as práticas usuais de mercado e não fornece informações sobre como foram avaliados os instrumentos financeiros derivativos de sua carteira.

A nota padrão apresentada por muitas empresas e a da Petrobras colocam em dúvida se de fato as companhias abertas estão adotando critérios de avaliação dos instrumentos financeiros derivativos que possuem em carteira. O simples fato de divulgarem que os avaliam com metodologias próprias ou com base em práticas usuais de mercado, revela que as empresas dispensam pouca atenção, ou não desejam divulgar, os valores de ativos e passivos que foram mensurados seus papéis derivativos.

O SFAS 133 é enfático ao estabelecer que instrumentos financeiros derivativos devam ser avaliados a preços de mercado. A norma considera que “a melhor representação do valor justo é o valor de mercado, mas poderão ser utilizados para sua mensuração modelos tais como o Valor Presente, Fluxo de Caixa Descontado ou modelos de precificações de opções como o *Black & Scholes* ou o valor de reposição”.

Então, a empresa deverá verificar o tipo de derivativo que possui e apresentar o método que determinou seu valor justo. No caso de contratos futuros ou opções que têm um mercado de negociação típico o valor negociado em bolsas de mercadoria e futuros é a melhor expressão de seu valor justo, ou de mercado. No caso de contratos a termo que são negociados em mercado de balcão (entre particulares) a empresa pode utilizar o valor presente ou fluxo de caixa descontado, considerando como taxa de atratividade o custo médio de capital da empresa, ou outra taxa que julgar conveniente, justificando sua escolha em nota explicativa das demonstrações contábeis.

Nas demonstrações contábeis do ano de 2004 da Ultrapar Participações publicadas no Brasil e Estados Unidos fica evidenciado o tratamento diverso dos dois mercados no que tange a divulgação de premissas de avaliação.

Formulário 20-F – SEC	Demonstração Financeira Padronizada – CVM
<p>Consideramos diversas variáveis de forma a estimarmos os preços justos, tais como taxas de juros e de desconto, câmbio e fluxos de caixa futuros. Nossa fonte de informação mais importante em relação a essas variáveis são projeções de mercado de juros e câmbio futuro, fornecidas pela Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&amp;F). Nós acreditamos que a BM&amp;F é a fonte de informação mais adequada e confiável para nossos cálculos. Contudo, dada a volatilidade inerente aos mercados financeiros, as estimativas em relação às variáveis utilizadas para o cálculo do valor justo dos instrumentos financeiros estão sujeitas a variações constantes. Consequentemente, nosso julgamento relacionado ao comportamento destas variáveis, à seleção das fontes de informação e ao período de cálculo, entre outras coisas, impacta diretamente no valor justo dos <i>swaps</i> e no montante de lucro ou perda contabilizado no demonstrativo de resultado em USGAAP.</p>	<p>Os demais instrumentos financeiros ativos e passivos constantes das demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2004 foram determinados de acordo com os critérios e as práticas contábeis divulgados nas notas explicativas específicas, e seu valor aproxima-se do valor de mercado.</p>

**Fonte:** Formulário 20-F e DFP da Ultrapar do ano de 2004

Quadro 9 – Comparação da evidenciação dos métodos de avaliação do valor justo de derivativos na Ultrapar

Enquanto no Formulário 20-F a empresa apresenta os métodos que utilizou para determinar o valor justo, citando “taxas de juros e de desconto, câmbio e fluxos de caixa futuros” e inclusive utilizando informações de mercado (Bolsa de Mercadorias e Futuros), na DFP a empresa é sucinta e restringe-se a afirmar que “seu valor aproxima-se do valor de mercado”. A nota da Ultrapar é um exemplo do tratamento diversificado dado pelas empresas ao mercado local em relação ao mercado norte-americano.

A Companhia Paranaense de Energia – COPEL – também apresentou informações incompletas na DFP em relação ao Formulário 20-F do ano de 2005, conforme está comparado no Quadro 10.

Formulário 20-F – SEC	Demonstração Financeira Padronizada – CVM
<p>Temos utilizado instrumentos de <i>swap</i> para administrar riscos de variações em taxas de câmbio e de juros. Registramos esses instrumentos pelo seu valor justo estimado de mercado com base em preços de mercado de instrumentos semelhantes e em pressuposições acerca de taxas de câmbio e de juros futuras. Durante os períodos apresentados, não utilizamos nenhum instrumento financeiro derivativo como <i>hedge</i>, e os ajustes de valor justo de nossos derivativos foram então registrados em nosso lucro líquido. Registramos perdas de contratos de <i>swap</i> de taxas de juros entre moedas no montante de R\$ 42,0 milhões em 2005, R\$ 90,9 milhões em 2004 e R\$ 33,7 milhões em 2003.</p>	<p>O valor contábil desse instrumento financeiro foi liquidado em 29.04.2005, tendo sido atualizado de acordo com as taxas pactuadas contratualmente, estando a perda realizada decorrente do resultado negativo dessas operações, no montante de R\$ 166.582, registrada no resultado financeiro, (R\$ 41.952 no primeiro semestre de 2005; R\$ 90.906 no exercício de 2004; e R\$ 33.724 no exercício de 2003).</p>

**Fonte:** Formulário 20-F e DFP da COPEL do ano de 2005.

#### Quadro 10 – Comparação da evidenciação dos métodos de avaliação do valor justo de derivativos na COPEL

A informação acima trata do reconhecimento dos valores dos instrumentos derivativos para proteção contra variações em taxas de câmbio e juros, tanto que em ambos os relatórios contábeis a empresa apresenta os mesmos valores das perdas com essas operações reconhecidas no resultado. No Formulário 20-F, contudo, a companhia demonstra o método como avaliou as perdas “registramos esses instrumentos pelo seu valor justo estimado de mercado com base em preços de mercado de instrumentos semelhantes e em pressuposições acerca de taxas de câmbio e de juros futuras”. Na DFP a COPEL resume-se a afirmar que “o valor contábil desse instrumento financeiro foi liquidado em 29.04.2005, tendo sido atualizado de acordo com as taxas pactuadas contratualmente”. Dessa forma, fica evidenciado o tratamento diferenciado da informação contábil apresentada à SEC e CVM. Enquanto no Formulário 20-F a empresa descreve os métodos que utilizou para determinação do valor justo e, conseqüentemente, avaliar as perdas, na DFP afirma que o valor justo foi determinado com base em taxas pactuadas contratualmente. Nota-se, assim, a assimetria de informações entre as duas demonstrações contábeis.

Pela análise comparativa entre o Formulário 20-F e a DFP entregue a SEC e CVM respectivamente nos anos de 2004 e 2005 verificou-se que:

- No ano de 2004 das 30 empresas analisadas 22 (73,34%) apresentaram no Formulário 20-F as premissas utilizadas para determinação dos valores justos (*fair value*) e 11 (36,67%) das empresas divulgaram também na DFP a mesma informação sobre esse tópico;
- No ano de 2005 das 25 empresas pesquisadas 19 (76%) divulgaram no Formulário 20-F as premissas utilizadas para determinação dos valores justos (*fair value*) e 9 (36%) das empresas demonstraram também à mesma informação na DFP;

Os números consolidados dos anos de 2004 e 2005 refletem o cenário de assimetria entre as informações sobre as premissas utilizadas para determinação dos valores justos de instrumentos financeiros derivativos. Nas empresas investigadas 36% apresentam informações equivalentes em ambos os relatórios atendendo as determinações do SFAS 133 e da IN 235/95 da CVM. Também merece destaque o fato de 73% em 2004 e 76% em 2005 das empresas apresentarem a informação no Formulário 20-F, porém apenas uma parte destas repete suas premissas de avaliação na DFP.

O ponto negativo da análise deste item diz respeito à nota padronizada encontrada em muita das demonstrações contábeis, com redação literalmente igual. Esse fato sugere que as empresas possam estar recorrendo a empresas de consultoria terceirizadas para elaboração das notas explicativas sobre este tema. No entanto, o esforço das empresas não tem logrado êxito já que a nota tem pouco, senão nenhum, conteúdo informacional.

A avaliação de instrumentos financeiros derivativos a valores justos, ou de mercado, deixando em segundo plano o princípio contábil do custo como base de valor, se justifica pela grande volatilidade desses papéis. Se a empresa mantivesse o custo como método de avaliação, apresentaria no Balanço Patrimonial uma informação incorreta do ativo ou passivo resultante da operação com o derivativo.

As discussões para o estabelecimento dos critérios a serem adotados pelas empresas para determinação do valor justo levaram anos para serem confeccionadas pelo FASB. Somente em 2001 a principal entidade contábil americana emitiu parecer conclusivo com a edição do SFAS 133. Pela pesquisa empírica das empresas brasileiras que tem ações negociadas nos Estados Unidos está demonstrada que no mercado local, lamentavelmente, a informação contida no Formulário 20-F é repetida na DFP por 36% das empresas.

#### **6.4 Quadros comparativos mostrando as diferenças entre o valor contábil e o de mercado**

Os quadros comparativos servem como exposição dos valores contábeis registrados pelas empresas com as avaliações dos valores de mercado. Uma informação importante que deve constar nos quadros comparativos é o ganho ou perda com derivativos e as diferenças entre os valores de aquisição e o valor atual conforme os critérios adotados para mensuração. Salienta-se que este item está diretamente relacionado à avaliação de derivativos a valores justos ou de mercado.

A Companhia Vale do Rio Doce apresenta assimetrias entre os relatórios contábeis analisados, principalmente no que se refere ao reconhecimento de perdas e ganhos com instrumentos financeiros derivativos. Uma informação divulgada no Formulário 20-F do ano de 2004 que não aparece nas DFP diz o seguinte:

Em 2003, não designamos nenhum instrumento financeiro derivativo como *hedge* e os ajustes a valores de mercado de nossos derivativos foram todos reconhecidos no lucro líquido do exercício. Se tivéssemos designado nossos instrumentos de *hedge*, conforme estabelecido no SFAS 133, teria tido ajustes correspondentes de valor de mercado, para certos instrumentos de *hedge*, nos itens protegidos correlatos no caso de *hedges* de valores de mercado ou diretamente no patrimônio líquido no caso de *hedges* de fluxo de caixa. Durante o ano encerrado em 31 de dezembro de 2003, registramos um encargo de US\$ 43 milhões decorrentes de ajustes a valores de mercado de instrumentos derivativos. Uma redução nas despesas financeiras de US\$ 375 milhões em 2002 para US\$ 351 milhões em 2003, principalmente em virtude do reconhecimento, em 2002, de US\$ 60 milhões relativos a perdas sobre derivativos de taxas de juros contra apenas US\$ 3 milhões em 2003 e taxas de juros mais baixas.

A empresa apresenta uma informação que não está presente nas demonstrações brasileiras e que afeta diretamente seu resultado. Apesar de a companhia estar seguindo uma determinação específica das normas americanas, o reconhecimento e evidenciação deveria também ter sido realizado na demonstração brasileira, dado ao fato de ter ocorrido em função do reconhecimento de uma perda com derivativos.

A Tim Participações na DFP de 2005 divulgou uma nota em que faz uma tentativa de apresentar um quadro comparativo entre o valor contábil e o valor de mercado de seus instrumentos financeiros derivativos. No entanto, as metodologias apresentadas pela empresa não são especificadas se de fato são eficazes.

O valor de mercado estimado dos instrumentos financeiros, principalmente caixa e equivalentes de caixa, contas a receber, e instrumentos financeiros de curto prazo, aproxima-se do seu valor contábil em razão do curto prazo de vencimento desses instrumentos. Os

instrumentos financeiros cujos valores de mercado são diferentes dos valores contábeis em 31 de dezembro de 2005 estão apresentados a seguir. Os valores de mercado dos empréstimos e financiamentos e dos contratos de “*hedge*” foram determinados por meio de fluxos de caixa futuros descontados e pelo uso de taxas de juros aplicáveis aos instrumentos de natureza similar que envolvem as mesmas condições e riscos, ou se baseiam nas cotações de mercado para tais títulos. Os valores de mercado foram estimados em um momento específico, com base em informações disponíveis e metodologias de avaliação.

Conta	2005		2004	
	Valor contábil	Valor de mercado	Valor contábil	Valor de mercado
Empréstimos e financiamentos	125.971	123.133	103.615	103.038
Contratos de “ <i>hedge</i> ”	4.812	4.206	477	(340)

Fonte: DFP da Tim Participações do ano de 2005

Tabela 7 – Comparação entre o valor contábil e valor de mercado dos derivativos da Tim Participações

Uma informação importante que deveria constar nos quadros comparativos é o ganho ou perda com derivativos e as diferenças entre os valores de aquisição e o valor atual, conforme os critérios adotados para mensuração. Salienta-se que este item está diretamente relacionado à avaliação de derivativos a valores justos ou de mercado. Se a empresa não tem uma metodologia de cálculo do valor justo de instrumentos financeiros derivativos, também não poderá apresentar o valor de mercado desses derivativos.

A Aracruz Celulose na DFP do ano de 2005 divulgou a seguinte informação sobre a avaliação de seus instrumentos financeiros derivativos “Os valores estimados de mercado dos instrumentos financeiros em 31 de dezembro de 2005 podem ser assim demonstrados”

Contas	Controladora		Consolidado	
	Contábil	Mercado	Contábil	Mercado
<b>Ativo</b>				
Disponibilidades	406	406	50.809	50.809
Aplicações financeiras			29.374	29.374
Investimentos de curto e longo prazo	989.971	989.971	1.220.941	1.220.941
<b>Passivo</b>				
Financiamentos de curto e longo prazos (inclusive juros)	1.373.792	1.373.792	3.980.463	4.017.760

Fonte: Demonstração Financeira Padronizada da Aracruz do ano de 2005.

Tabela 8 – Tabela comparativa entre o valor contábil e valor de mercado de instrumentos financeiros derivativos da Aracruz.

O valor de mercado dos ativos financeiros e dos financiamentos de curto e longo prazo, quando aplicável, foi determinado utilizando taxas de juros correntes disponíveis para operações com condições e vencimentos remanescentes similares.

A empresa divulga que informação de que o valor contábil é o mesmo (ou próximo ao) valor de mercado, provavelmente por não ter efetuado qualquer cálculo neste sentido. Esse fato induz o analista a entender que o resultado da empresa com o uso de derivativos não teve impacto em seu resultado, ou seja, que as operações não resultaram em perdas ou ganhos. A prática de mercado rejeita essa afirmação já que o mercado de futuros, onde os derivativos são negociados, são voláteis e há grande variação dos preços dos papéis. Quando a empresa apresenta um quadro demonstrando que o valor registrado contabilmente de seus derivativos (contratos futuros, opções de compra ou venda) são os mesmos, reflete que a empresa possa não ter feito qualquer tipo de cálculo ou esforço para determinar o valor justo, ou de realização, dos instrumentos derivativos em sua carteira.

Essa situação fica comprovada na DFP da Sadia do ano de 2004 onde não parece haver critérios para determinação dos valores justos e, invariavelmente, um quadro comparativo eficaz entre os valores contábeis e de mercado. A empresa divulga que

Os valores de mercado dos instrumentos financeiros e contratos de derivativos em 31 de dezembro de 2004, foram estimados com base em preços cotados no mercado para contratos comparáveis e se aproximam dos valores contábeis. Os valores estimados de mercado dos instrumentos financeiros e derivativos comparados com os saldos contábeis são demonstrados a seguir:

Conta Contábil	Consolidado			
	2004		2003	
	Contábil	Mercado	Contábil	Mercado
Disponibilidades	155.600	155.600	230.403	230.403
Aplicações financeiras – Moeda Nacional	1.012.175	1.012.175	1.078.790	1.078.790
Aplicações financeiras – Moeda Estrangeira	1.238.350	1.251.066	1.301.768	1.302.726
Contas a receber	358.857	358.857	487.705	487.705
Empréstimos e financiamentos	2.717.374	2.712.685	2.966.225	2.966.225
Fornecedores	487.654	487.654	377.849	377.849
Contratos futuros líquidos	(5.555)	(5.555)	63.194	63.194

**Fonte:** Demonstração Financeira Padronizada da Sadia do ano de 2004.

Tabela 9 – Tabela comparativa entre o valor contábil e valor de mercado de instrumentos financeiros derivativos da Sadia na DFP

Já no Formulário 20-F do mesmo ano a empresa tem a seguinte informação com seus valores justos

A tabela a seguir apresenta os valores contábeis e os valores justos estimados dos instrumentos financeiros da Companhia em 31 de dezembro de 2004 e 2003. O valor justo

de um instrumento financeiro é a quantia pela qual o instrumento poderia ser transacionado, entre partes interessadas, na atualidade.

<b>Contas Contábeis</b>	<b>Valor Contábil</b>	<b>Valor Justo</b>
<b>Ativos Financeiros</b>		
Caixa e equivalentes de caixa	764.178	764.178
Investimentos em títulos de dívida	1.589.796	1.589.796
Contas e títulos a receber	491.359	491.359
<b>Passivos Financeiros</b>		
Empréstimos e financiamentos de curto prazo	941.071	951.471
Fornecedores	483.566	483.566
Empréstimos e financiamentos de longo prazo	1.031.375	1.075.973

**Fonte:** Formulário 20-F da Sadia do ano de 2004.

Tabela 10 – Tabela comparativa entre o valor contábil e valor de mercado de instrumentos financeiros derivativos da Sadia no Formulário 20-F

Os quadros comparativos entre o valor contábil e o valor de mercado, ou valor justo, divulgados pela Sadia representam o panorama da maioria das empresas. Quando os quadros comparativos são apresentados, geralmente o valor contábil é próximo ao valor de mercado. Nos quadros da Sadia, no apresentado à CVM na DFP, a diferença entre os dois valores é registrada em poucas contas e tampouco há grandes variações. No Formulário 20-F entregue à SEC, o fato se repete com poucas alterações entre o valor contábil e de mercado.

Pela análise comparativa entre o Formulário 20-F e a DFP entregue a SEC e CVM respectivamente nos anos de 2004 e 2005 verificou-se que:

- No ano de 2004 das 30 empresas analisadas 24 (80%) apresentaram no Formulário 20-F quadros comparativos mostrando as diferenças entre o valor contábil e o de mercado e 18 (60%) das empresas divulgaram também na DFP comparações entre os valores registrados;
- No ano de 2005 das 25 empresas pesquisadas 21 (84%) divulgaram no Formulário 20-F quadros comparativos mostrando as diferenças entre o valor contábil e o de mercado e 17 (68%) das empresas também apresentaram quadros comparativos na DFP;

Ressalva-se que, neste item da pesquisa, não foi possível verificar se os quadros apresentados nas demonstrações contábeis analisadas dos dois países continham números semelhantes. Isso se deve ao fato da conversão de moedas (real/dólar) não ser a mesma para todos os relatórios contábeis analisados. Pesquisou-se, então, a presença de quadros comparativos mostrando as diferenças entre o valor contábil e o de mercado nas demonstrações contábeis.

Uma informação importante que deveria estar demonstrada nas notas explicativas das demonstrações contábeis é o resultado que a empresa teve com os instrumentos financeiros derivativos. Como esses papéis prestam-se a proteger a empresa contra riscos (*hedge*) ou como forma de especulação, a empresa necessita realizar uma aplicação de recursos inicial. Durante o prazo de maturação o derivativo sofre modificações em seu valor e no vencimento a empresa pode liquidar o contrato fisicamente, o que geralmente não ocorre, ou vender o papel até a data de seu vencimento. No decorrer do prazo a empresa deve acompanhar o valor do instrumento derivativo que dispõe em carteira e reconhecer perdas e ganhos diários, caso o valor seja significativo, conforme o mecanismo de margens estabelecido pelas bolsas de valores.

No vencimento a empresa deve reconhecer o ganho ou perda com a atuação do derivativo. Algumas vezes a empresa pode não mensurar o resultado que teve com o derivativo, por considerá-la materialmente desprezível. No entanto, no caso de derivativos como as opções há oportunidades de alavancagem que superam o valor da operação e resultam em ganhos ou perdas que tem impacto significativo no resultado.

Dessa forma, no Formulário 20-F, 80% em 2004 e 84% em 2005 das empresas analisadas publicaram quadros comparativos entre o valor contábil e o de mercado. Na DFP foram 60% em 2004 e 68% em 2005 que divulgaram aos analistas seus resultados dos valores justos de seus instrumentos derivativos. Ainda que, muitas vezes, o valor contábil esteja bastante próximo ao valor de mercado e as premissas utilizadas para determinação do valor justo (de mercado) não seja totalmente confiável, as empresas têm demonstrado que procuram atender as determinações dos órgãos reguladores, em especial o FASB nos Estados Unidos.

Ressalta-se que os quadros comparativos publicados no Formulário 20-F em geral têm um grau de detalhamento maior das contas contábeis, chegando a especificar o contrato que está sendo avaliado. Na DFP as contas estão demonstradas em níveis sintéticos, dificultando a análise de seus objetivos e avaliação.

## **6.5 Controle de risco de crédito**

O risco de crédito é a possibilidade de a empresa vir a incorrer em perdas por conta de problemas financeiros com seus clientes, ocasionando a inadimplência de seus compromissos. Nesse item a empresa deveria descrever o comprometimento das vendas

efetuadas com derivativos emitidos (contratos futuros de venda ou opções de compra), além da concentração de suas vendas em determinados clientes.

A Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) no Formulário 20-F do ano de 2005 publicou suas políticas de risco de crédito. No entanto, na DFP a empresa não divulgou nada a respeito de suas regras de crédito. Abaixo, destacado, a nota que a empresa apresentou na demonstração contábil entregue a SEC

A política de crédito permite que a CVRD execute transações financeiras com instituições que detenham pelo menos uma classificação de crédito “A” de moeda estrangeira. Caso a classificação da instituição for limitada pelo teto soberano, a classificação do país no qual a instituição estiver incorporada tem que estar pelo menos na mesma classificação que o Brasil e a classificação da moeda local da instituição tem que ser no mínimo “A-”. Além disso, somente podemos investir nossas reservas de capital e participar de transações de derivativos com instituições cujos limites sejam consistentes com nossa política de crédito.

Apesar de a CVRD especificar suas condições de concessão de crédito, a empresa não apresenta o quanto suas vendas futuras estão comprometidas e a avaliação de *rating* de seus clientes como sugere, por exemplo, a CVM. Como a CVRD é uma empresa que tem grande parte de suas vendas concentradas no mercado externo, seria importante, ainda, que a empresa divulgasse os principais países que seus produtos têm destino e o índice de risco desses países.

A análise das demonstrações contábeis das empresas que fazem parte da amostra da pesquisa demonstra que a maioria das empresas não tem qualquer preocupação de identificar ou divulgar o índice de risco de seus clientes. A CVM tem uma orientação em que propõe que a empresa estratégias para minimizar eventuais problemas de inadimplência de seus parceiros comerciais, inclusive com a divulgação dos níveis de *rating* dos principais clientes.

A Sadia, no Formulário 20-F e na DFP de 2004, divulgou os critérios de risco de crédito de sua carteira, onde descreveu os riscos a que está exposta, mantendo a padronização entre as informações divulgadas no mercado brasileiro e americano.

Formulário 20-F – SEC	Demonstração Financeira Padronizada – CVM
A Companhia está potencialmente exposta a riscos de crédito relativos a contas a receber, investimentos de longo e curto prazos e instrumentos derivativos. A Companhia limita o risco associado a esses instrumentos financeiros submetendo-os ao controle de instituições financeiras de primeira linha, que	A Companhia está potencialmente sujeita ao risco de crédito, relacionado com as contas a receber de clientes, aplicações financeiras e contratos de derivativos. A Companhia limita seu risco associado com esses instrumentos financeiros, colocando-os em instituições financeiras com classificação de <i>rating</i>

<p>operam dentro dos limites preestabelecidos pelos comitês de crédito e financeiro. A concentração dos riscos de crédito relativos a contas a receber é minimizada pela pulverização da carteira de clientes, na qual nenhum grupo individual é responsável por 10% ou mais da receita consolidada da Companhia e pela concessão de crédito a clientes com quocientes operacionais e financeiros sólidos. Em geral, a Companhia não exige garantia para suas contas a receber no mercado interno.</p>	<p>mínima de “Grau de Investimento” e dentro de limites pré-estabelecidos pelos comitês de risco, crédito e financeiro, além de aplicar recursos em instituições financeiras que são contraparte passiva. A concentração de risco de crédito das contas a receber é minimizada devido à pulverização da carteira de clientes, uma vez que a Companhia não possui cliente ou grupo empresarial, representando mais de 10% do faturamento consolidado e na concessão de crédito a clientes com bons índices financeiros e operacionais. Geralmente a Companhia não exige garantia para as vendas a prazo, todavia, possui contratada apólice de seguro de crédito para os recebíveis de vendas no mercado interno. Provisão para créditos de liquidação duvidosa foi estabelecida para os créditos que a administração julga que exista risco de não serem recebidos. A despesa com créditos de liquidação duvidosa totalizou R\$7.143 no exercício findo em 31 de dezembro de 2004 (R\$5.030 em 31 de dezembro de 2003).</p>
--	---

**Fonte:** Formulário 20-F e DFP da Sadia do ano de 2004

#### Quadro 11 – Comparação da evidenciação do risco de crédito na Sadia

Como está evidente na comparação entre as informações divulgadas pela Sadia, a respeito do controle de crédito, as informações são homogêneas entre os dois relatórios contábeis. Outra empresa que segue a mesma linha de *disclosure*, e tem informações simétricas, é a Votorantim Celulose e Papel que no ano de 2004 publicou as notas apresentadas no Quadro 12 no Formulário 20-F e na DFP sobre risco de crédito.

Formulário 20-F – SEC	Demonstração Financeira Padronizada – CVM
<p>Estamos potencialmente sujeitos a risco de crédito com respeito a equivalentes de caixa, aplicações financeiras (“held to maturity investments”), garantias oferecidas a bancos que financiam nossos clientes e contratos de derivativos. Limitamos nosso risco com equivalentes de caixa e aplicações</p>	<p>A Empresa está potencialmente sujeita a risco de crédito com relação a suas aplicações financeiras, garantias dadas a bancos para financiar os clientes (operações de <i>vendor</i>) e contratos de “<i>swap</i>”. Consciente desse risco e para limitá-lo, a Empresa efetua aplicações financeiras e firma contratos de</p>

<p>financeiras (“held to maturity investments”) efetuando nossos investimentos com instituições financeiras de alta credibilidade e somente assumimos contratos derivativos com partes financeiramente estáveis. Com respeito a títulos a receber e garantias, oferecidas a bancos para financiar nossos clientes, efetuamos avaliações de crédito iniciais e em andamento dos nossos clientes e, quando julgado necessário, obtemos caução ou cartas de crédito para proteger nossos interesses. Adicionalmente, a maioria das nossas vendas de exportação para os Estados Unidos e a Europa são garantidas por cartas de crédito. Estabelecemos uma provisão para crédito de liquidação duvidosa contra as contas a receber que acreditamos que não serão recebidas completamente.</p>	<p>“swap” com instituições de primeira linha. Parte substancial das aplicações financeiras e contratos de “swap” são realizados com o Banco Votorantim (Nota 8). Com relação às contas a receber e garantias fornecidas para os bancos que financiam os clientes (operações de <i>vendor</i>), a Empresa analisa e avalia o crédito dos clientes e, quando julga necessário, obtém cartas de créditos e apólices de riscos ou outras garantias não reais. Adicionalmente, a maioria das exportações são efetuadas para os Estados Unidos da América e para a Europa e são seguradas por cartas de crédito. As despesas com créditos de liquidação duvidosa totalizam R\$ 1.589 em 2004 e R\$ 951 em 2003.</p>
--	---

**Fonte:** Formulário 20-F e DFP da Votorantim Celulose e Papel do ano de 2004

#### Quadro 12 – Comparação da evidenciação do risco de crédito na Votorantim Celulose e Papel

Na evidenciação do risco de crédito da Votorantim Celulose e Papel no ano de 2004 são apresentados os principais riscos que a empresa está exposta e os meios que utiliza para proteção contra inadimplência. Cita, inclusive, os casos de exportação onde em ambos os relatórios contábeis a empresa afirma que “a maioria das exportações são efetuadas para os Estados Unidos da América e para a Europa e são seguradas por cartas de crédito”.

Pela análise comparativa entre o Formulário 20-F e a DFP entregue a SEC e CVM respectivamente nos anos de 2004 e 2005 verificou-se que:

- No ano de 2004 das 30 empresas analisadas 23 (76,67%) apresentaram no Formulário 20-F notas sobre o controle do risco de crédito e 21 (70%) das empresas divulgaram também na DFP os mecanismos de controle de risco de crédito;
- No ano de 2005 das 25 empresas pesquisadas 18 (72%) divulgaram no Formulário 20-F notas sobre o controle do risco de crédito e 17 (68%) das empresas também apresentaram os mecanismos de controle de risco de crédito na DFP;

Esse item apresenta pouca discrepância entre as informações divulgadas no Formulário 20-F e a DFP. Em geral, as empresas apresentam à CVM as mesmas considerações enviadas à SEC com a explanação nos riscos que a companhia está sujeita em relação a crédito de clientes. Apesar de em nenhuma das demonstrações contábeis analisadas

terem sido constatados a divulgação de tabelas de *ratings* dos clientes, as empresas mantêm a padronização entre informações divulgadas no mercado brasileiro e americano.

Quando a empresa divulga informações coerentes e homogêneas sobre sua atuação em termos de proteção de crédito o analista tem condições de estabelecer os valores que serão recebidos pela empresa. Além disso, o uso de instrumentos financeiros derivativos para o controle de crédito pode revelar-se como uma alternativa eficaz para controle da inadimplência dos recebíveis. A divulgação dessa atuação no mercado local e internacional tem sido equivalente pela empresas brasileiras não financeiras que possuem ADRs negociados na bolsa de valores dos Estados Unidos.

## **6.6 Controle de risco de taxa de câmbio**

O risco de taxa de câmbio é a possibilidade de a companhia vir a incorrer em perdas por conta de flutuações na taxa de câmbio, que reduzam valores nominais faturados ou aumentem valores captados no mercado. Quando a empresa busca proteger-se contra essas variações com a compra ou venda de moedas para um prazo futuro, está participando do mercado de derivativos, já que os contratos futuros podem sofrer variação de preços.

Como as empresas analisadas têm são tradicionalmente exportadoras ou subsidiárias de multinacionais, a variação de taxa de câmbio é um item importante da análise de risco da empresa. Além disso, o investidor atribui especial importância ao risco da taxa de câmbio já que a variação desse componente econômico tem influência direta nos resultados da empresa, seja pelo valor a ser recebido de vendas externas ou pelo valor dos contratos de importação celebrados pela empresa.

A Gol Linhas Aéreas na DFP de 2005 divulgou sua exposição diante da variação na taxa de cambio, onde a empresa apresenta, seu ativo e passivo e o total da exposição.

Em 31 de Dezembro de 2005, os principais ativos e passivos denominados em moeda estrangeira estão relacionados a operações de arrendamento e aquisição de aeronaves. A exposição cambial relativa a valores a pagar resultantes de operações de arrendamentos operacionais, seguros, manutenção, e a exposição às variações no preço de combustível causadas pela taxa de câmbio, são administradas por meio de estratégias de *hedge* com contratos futuros de dólar e de opções de dólar listados na BM&F. As contas de despesa que são objeto de *hedge* de taxa de câmbio são: despesas com combustível, arrendamento, manutenção, seguros e serviços internacionais de informática. A exposição cambial da Companhia em 31 de Dezembro de 2005 está demonstrada a seguir:

Ativo	Consolidado	
	2005	2004
Caixa e Bancos e aplicações financeiras	(11.120)	(27.020)
Depósitos em garantias de contratos de arrendamentos	(22.583)	(33.559)
Despesas antecipadas de arrendamentos	(14.133)	(9.885)
Adiantamentos a fornecedores	(48.793)	(5.984)
Outros	(9.713)	-
Total de obrigações em dólar norte-americano	(106.342)	(76.448)
<b>Passivo</b>		
Fornecedores estrangeiros	15.628	10.818
Arrendamentos mercantis a pagar	13.127	14.044
Prêmios de seguro a pagar	25.371	24.060
<b>Total</b>	<b>54.126</b>	<b>48.922</b>
Exposição cambial em R\$	(52.216)	(27.526)
Exposição cambial total em US\$	(22.308)	(10.369)
<b>Obrigações não registradas no balanço</b>		
Contratos de arrendamento operacional	902.658	759.304
Obrigações decorrentes de pedidos firmes para compra de aeronaves	10.614.923	2.997.000
<b>Total da exposição cambial R\$</b>	<b>11.465.365</b>	<b>3.728.778</b>
<b>Total da exposição cambial US\$</b>	<b>4.898.263</b>	<b>1.404.754</b>

Fonte: DFP do ano de 2005 da empresa Gol Linhas Aéreas

Tabela 11 – Exposição cambial da empresa Gol Linhas Aéreas

Na Tabela 11 a empresa apresenta suas obrigações em moeda estrangeira e as fontes de recursos que pretende utilizar para honrar seus compromissos. A Gol Linhas Aérea mantém a padronização das demonstrações e apresenta essas mesmas informações no Formulário 20-F.

No caso da Gerdau percebe-se claramente que o Formulário 20-F apresenta informações com maior riqueza de detalhes, como por exemplo, na divulgação do controle de risco de câmbio da empresa. Nas notas explicativas das DFP e do Formulário 20-F do ano de 2004 a empresa apresenta o seguinte parágrafo a respeito do risco de variações na taxa de câmbio.

Formulário 20-F – SEC	Demonstração Financeira Padronizada – CVM
A Gerdau está exposta a flutuações nas taxas de câmbio, porque grande parte das suas receitas geradas nas subsidiárias não-americanas são geradas em moeda reais, enquanto que uma parte significativa de sua dívida está denominada ou indexada ao dólar americano. A Gerdau faz contratos de derivativos	Risco de taxas de câmbio: esse risco está atrelado à possibilidade de alteração nas taxas de câmbio, afetando a despesa financeira (ou receita) e o saldo passivo (ou ativo) de contratos que tenham como indexador uma moeda estrangeira. Para se proteger dessas oscilações a Companhia e suas controladas

<p>para gerenciar e reduzir o impacto das flutuações nas taxas de câmbio de moedas estrangeiras sobre sua dívida denominada em dólares ou indexada pelo dólar. Em 31 de dezembro de 2003, as atividades derivativas consistiam basicamente de operações de swap de moedas estrangeiras.</p>	<p>adotam a política de contratação de operações de <i>hedge</i>, mais usualmente operações de <i>swaps</i>.</p>
---	--

Fonte: Formulário 20-F e DFP da Gerdau do ano de 2004

### Quadro 13 – Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Gerdau

A comparação entre as informações evidencia a qualidade das informações divulgadas, sendo as do Formulário 20-F objetivas e claras em detrimento a da DFP. A Sadia apresentou no Formulário 20-F do ano de 2004 uma informação importante dos resultados de suas operações com instrumentos derivativos e omitiu essa mesma informação na DFP

Obrigações denominadas em moedas estrangeiras em 31 de dezembro de 2004 consistiam em dívidas expressas em dólares. A dívida líquida em moeda estrangeira da Companhia (dívida expressa em dólares menos contratos em moeda estrangeira e contratos de swap de taxa de juros) era negativa em R\$ 115 milhões em 31 de dezembro de 2004. Naquela mesma data, os contratos de swap de moeda estrangeira e de taxa de juros protegiam completamente a exposição relativa à dívida expressa em dólares. Em 31 de dezembro de 2004 e 2003, os valores nominais dos contratos vigentes dos contratos de swap de moeda estrangeira e taxa de juros totalizavam R\$ 1.358,855 e R\$ 1.274.700, e a avaliação desses contratos a valor justo resultava em perdas de R\$ 109.523 e R\$ 53.090, respectivamente. Os valores justos dos contratos de swap de câmbio e de taxa de juros da Companhia foram estimados com base em preços de contratos similares cotados no mercado.

A nota da Sadia apresenta informações que o analista tem condições de conhecer a posição da empresa em relação à proteção contra variações no câmbio. Outra empresa que também tem informações de qualidade sobre suas operações com moedas é a Embratel, conforme divulgado em seu Formulário 20-F do ano de 2005.

Nossa política é o de contratar instrumentos de proteção caso a caso. Determinamos que teríamos oportunidade de celebrar contratos derivativos quando as condições de mercado forem favoráveis. Para reduzir o impacto dessas obrigações e da desvalorização do Real em 31 de dezembro de 2005, a Embratel tinha contratos de conversão de moeda em aberto no valor principal de US\$138,2 milhões, com vencimentos variando de 10 de fevereiro de 2006 a 12 de dezembro de 2008. A Embratel também tinha US\$305.0 milhões em contratos para entrega futura, com vencimentos em 2 de janeiro de 2006 para 21 de dezembro de 2007. Segundo os termos desses contratos de conversão, a Embratel é obrigada a pagar às contrapartes dos valores, caso haja algum, pelos quais a variação da taxa do CDI (a taxa de juros aplicável aos certificados interbancários no Brasil) sobre o valor principal ultrapassem a variação da taxa de câmbio da moeda estrangeira pelo mesmo período.. Da mesma forma, caso as taxas de câmbio ultrapassem a taxa CDI, receberíamos a diferença aplicável. Os ganhos e perdas atribuíveis a esses instrumentos, resultantes das alterações nas taxas e acumulados e contabilizados como um ajuste à receita ou despesa de participação no período

no qual a mudança ocorra. As tabelas abaixo apresentam as transações de conversão de moeda que estavam em aberto em 31 de dezembro de 2005, 2004 e 2003:

Data dos contratos	Data de rescisão	Quantidade de contratos	Classes	Valor principal US\$	Saldo contábil (passivo) R\$	Valor mercado R\$
08/05/2001 a 12/05/2003	25/03/2004 a 01/06/2004	9	JPY x CDI	91.283	516	(2.026)
31/10/2006 a 19/12/2003	28/01/2004 a 12/12/2008	48	USD x CDI	358.699	43.293	48.642
<b>Total</b>				<b>449.982</b>	<b>43.809</b>	<b>46.616</b>

Fonte: Formulário 20-F da Embratel do ano de 2005

Tabela 12 – Comparativo de contratos derivativos de câmbio da Embratel

Apesar da DFP da Embratel do ano de 2005 trazer informações importantes sobre sua atuação no mercado de derivativos, o quadro acima não consta da demonstração enviada a CVM, caracterizando a diferença entre os relatórios contábeis. Além dessa tabela, a Embratel também disponibiliza no Formulário 20-F a exposição cambial em outras moedas, como o Euro, por exemplo.

Pela análise comparativa entre o Formulário 20-F e a DFP entregue a SEC e CVM respectivamente nos anos de 2004 e 2005 verificou-se que:

- No ano de 2004 das 30 empresas analisadas 30 (100%) apresentaram no Formulário 20-F notas sobre o controle do risco de taxa de câmbio e 20 (66,67%) das empresas divulgaram também na DFP os mecanismos de controle de risco de taxa de câmbio;
- No ano de 2005 das 25 empresas pesquisadas 25 (100%) divulgaram no Formulário 20-F notas sobre o controle do risco de taxa de câmbio e 16 (64%) das empresas também apresentaram os mecanismos de controle de risco de crédito na DFP;

Os números acima demonstram que todas as empresas analisadas nos anos de 2004 e 2005 informam ao mercado no Formulário 20-F suas operações envolvendo riscos cambiais, mas 66,67% e 64% em 2004 e 2005 respectivamente delas têm informação similar na DFP. Apesar da Demonstração do Resultado do Exercício revelar que muitas empresas têm grande parte de suas receitas em vendas para o exterior poucas dessas empresas divulgam ao mercado informações sobre essas receitas em moeda estrangeira. Quando a empresa exporta mercadoria e espera receber moeda estrangeira como resultado dessas vendas, a empresa efetua contratos de câmbio com instituições financeiras para garantir o recebimento da quantia em reais equivalente à moeda estrangeira. Frequentemente os valores são para recebimento a prazo e a empresa negocia com o banco os contratos de câmbio, travando o

valor do câmbio. Essa operação caracteriza-se como uma transação com instrumentos financeiros derivativos, já que a variação, positiva ou negativa terá influência no resultado da empresa. Caso a taxa de câmbio variar positivamente, elevando seu patamar em relação ao atual, a empresa terá perdido Reais, pois receberá a quantia acordada com o banco. Pelo contrário, se a taxa variar negativamente, depreciando-se em relação à moeda local, a empresa receberá os valor pactuado com a instituição financeira, arcando esta, com o prejuízo.

Dessa forma, a empresa deve comunicar ao mercado as operações ativas e passivas que possui em moeda estrangeira para que o investidor tenha condições de avaliar os riscos que a empresa está sujeita em caso de variações cambiais. Pela análise dos resultados comparativos, em média 65% das empresas repetem na DFP as informações apresentadas no Formulário 20-F. Além disso, poucas empresas apresentam à SEC e CVM a exposição cambial a que estão sujeitas. Muitas vezes a empresa tem receitas em moeda estrangeira e também passivos na mesma moeda, ou seja, as vendas externas atuam como um *hedge* natural das obrigações a vencer. Quando isso ocorre, a empresa deve publicar tabelas apresentando ao mercado os passivos em moeda estrangeira que estão garantidos por vendas a serem recebidas. A Gol Linhas Aéreas, como exposto acima, foi uma das poucas empresas que divulgou esta informação aos analistas no Brasil e Estados Unidos.

## 6.7 Controle de risco de preço dos produtos

O risco de preço de produtos é a possibilidade de a companhia vir a incorrer em perdas por conta de flutuações de preços de seus produtos, nos mercados interno e externo. Os produtos podem ser insumos necessários para a produção ou então o bem final que a empresa comercializa. No Quadro 14 são apresentadas as notas da Petrobras no ano de 2004 presentes no Formulário 20-F e DFP sobre seu risco com preço de produto.

Formulário 20-F – SEC	Demonstração Financeira Padronizada – CVM
Em janeiro de 2001, a Companhia realizou uma operação de longo prazo através da venda de opções de venda de 52 milhões de barris de petróleo “ <i>West Texas Intermediate</i> ” (WTI), no período de 2004 a 2007, que visa a estabelecer uma proteção de preço para essa quantidade de petróleo e a garantir aos financiadores do Projeto Barracuda/Caratinga uma	Atendendo a condições de negócios específicos, realizamos excepcionalmente uma operação de “ <i>hedge</i> ” de longo prazo, ainda ativo, envolvendo a venda de opções de venda de 52 milhões de barris de petróleo WTI, no período de 2004 a 2007. Essa operação visa a estabelecer uma proteção de preço para essa quantidade de petróleo, de forma a garantir

<p>margem mínima para cobertura do serviço da dívida. As opções de venda foram subscritas de forma a assegurar que as instituições financeiras participantes do desenvolvimento recebam o preço requerido para que o projeto gere um mínimo retorno de investimento necessário. A Companhia contabiliza as opções de venda com base na marcação a mercado. Em 2003 e 2002, a Companhia realizou ganhos líquidos de US\$ 7 e US\$ 8, respectivamente. Durante o ano de 2004 a Companhia não obteve ganhos ou perdas.</p>	<p>aos financiadores do Projeto Barracuda/Caratinga uma margem mínima para cobertura do serviço da dívida. Em 31 de dezembro de 2004 essa operação, se liquidada a valor de mercado, representaria custo de, aproximadamente, R\$ 1.350.</p>
---	--

Fonte: Formulário 20-F e DFP da Petrobras do ano de 2004

#### Quadro 14 – Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Petrobras

No Formulário 20-F a empresa afirma que “durante o ano de 2004 a Companhia não obteve ganhos ou perdas” e na DFP diz que “em 31 de dezembro de 2004 essa operação, se liquidada a valor de mercado, representaria custo de, aproximadamente, R\$ 1.350”. A informação acima trata da mesma operação da empresa e, como está evidente, tratada de forma assimétrica nos dois mercados. Ressalta-se ainda que no Formulário 20-F há um detalhamento maior que na DFP.

A análise qualitativa comparativa é importante para se determinar à aderência as normas exigidas pelos órgãos reguladores e pelo mercado. A empresa Braskem divulgou informações assimétricas entre o Formulário 20-F e a DFP do ano de 2005. No relatório americano a empresa apresenta detalhes do risco de suas matérias primas e inclusive fala em conseqüências no resultado da empresa caso determinado insumo tenha variação de preços. Porém, na DFP a empresa é sucinta e a informação é incompleta se comparada ao que foi divulgado no Formulário 20-F.

Formulário 20-F – SEC	Demonstração Financeira Padronizada – CVM
<p>Embora a maioria das nossas receitas sejam em reais, nós atualmente não fazemos <i>hedge</i> de nossa exposição a variações dos preços da nafta, nossa principal matéria-prima, que está atrelada ao preço de mercado Amsterdã-Roterdã-Antuérpia denominado em dólares dos Estados Unidos, em parte porque uma parcela de nossas vendas em 2005 consistiu de</p>	<p>A Companhia está exposta à variação de preços de diversas “<i>commodities</i>” petroquímicas, em especial, a de sua principal matéria-prima: a nafta. Dado que a Companhia procura repassar as oscilações de preços dessa matéria-prima, provocadas pela flutuação da cotação internacional, parte de suas vendas podem ser realizadas através de contratos a preços fixos ou com</p>

<p>exportações devidas em moedas estrangeiras e atreladas aos preços internacionais das commodities que vendemos, e em parte porque os preços do polietileno, do polipropileno e do PVC vendidos nos mercados internos geralmente refletem variações nos preços de tais produtos no mercado internacional. Em períodos de alta volatilidade da taxa de câmbio real/dólar dos Estados Unidos, há freqüentemente uma defasagem entre o momento em que o dólar dos Estados Unidos se valoriza e o momento em que nós podemos efetivamente repassar os aumentos de preços resultantes em reais a nossos clientes no Brasil. Desta forma, se o preço em dólares da nafta aumentar abruptamente ou se o real se desvalorizar abruptamente em relação ao dólar no futuro, podemos não ser capazes de repassar imediatamente os correspondentes aumentos dos custos da nafta a nossos clientes no Brasil, o que poderia exercer um efeito negativo relevante sobre o resultado de nossas operações e nossa situação financeira.</p>	<p>banda de flutuação máxima e/ou mínima. Tais contratos podem ser acordos comerciais ou contratos de derivativos associados a vendas a realizar-se no futuro.</p>
---	--

Fonte: Formulário 20-F e DFP da Braskem do ano de 2005

#### Quadro 15 – Comparação da evidenciação de prática contábil sobre derivativos na Braskem

A informação da demonstração contábil apresentada à SEC trás uma riqueza de detalhes e especificações maiores do que a entregue à CVM. A empresa inclusive apresenta no Formulário 20-F um alerta aos investidores caso determinada situação acontecer. “Se o preço em dólares da nafta aumentar abruptamente ou se o real se desvalorizar abruptamente em relação ao dólar no futuro, podemos não ser capazes de repassar imediatamente os correspondentes aumentos dos custos da nafta a nossos clientes no Brasil, o que poderia exercer um efeito negativo relevante sobre o resultado de nossas operações e nossa situação financeira”. Essa informação, importante para o analista não consta da demonstração contábil divulgada no Brasil.

Pela análise comparativa entre o Formulário 20-F e a DFP entregue a SEC e CVM respectivamente nos anos de 2004 e 2005 verificou-se que:

- No ano de 2004 das 30 empresas analisadas 21 (70%) apresentaram no Formulário 20-F notas sobre o controle do risco de preço dos produtos e 13 (43,34%) das empresas divulgaram também na DFP os mecanismos de controle de risco de produtos;
- No ano de 2005 das 25 empresas pesquisadas 16 (64%) divulgaram no Formulário 20-F notas sobre o controle do risco de preço dos produtos e 11 (44%) das empresas também apresentaram os mecanismos de controle de risco preço dos produtos na DFP;

A divulgação da exposição da empresa a variação de preço de produtos e os instrumentos financeiros utilizados pela empresa para controle dessa exposição devem estar presentes nas demonstrações contábeis. Quando a empresa omite esta informação ou informa parcialmente o mercado, como constatado pelos números acima, o investidor encontra-se prejudicado por não conhecer se de fato a companhia está buscando mecanismos de proteção.

A nota explicativa sobre instrumentos financeiros derivativos deve abranger a descrição quantitativa e qualitativa dos riscos que a empresa está submetida e as estratégias adotadas pela administração para gestão desses riscos, além do contexto que os instrumentos derivativos estão inseridos na prevenção de anomalias que possam acontecer.

## 7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise comparativa entre as informações sobre instrumentos financeiros derivativos publicadas nas demonstrações contábeis brasileiras e no Formulário 20-F divulgado nos Estados Unidos pelas empresas brasileiras emitentes de ADRs, revela uma série de incongruências entre as informações apresentadas.

Constatou-se que as demonstrações sobre instrumentos financeiros derivativos divulgadas nos Estados Unidos são mais detalhadas, objetivas, claras e com uma maior riqueza de informações do que as publicadas nos relatórios contábeis brasileiros. As principais divergências estão na falta de avaliação dos instrumentos derivativos a preços de mercado, ausência de divulgação das políticas de investimento em derivativos e falta de controle do risco de mercado, câmbio e crédito.

No entanto, a despeito de muitas vezes as empresas atenderem a legislação brasileira e publicarem notas explicativas em suas demonstrações contábeis acerca de instrumentos financeiros derivativos, a análise comparativa com o Formulário 20-F revela que há outras informações constates na demonstração americana que também poderiam ser disponibilizadas no relatório contábil apresentado à CVM. Ainda que o Formulário 20-F seja acessível aos “usuários brasileiros” das demonstrações contábeis ele não é uma demonstração obrigatória no Brasil e as empresas com ADRs deveriam manter uma postura de coerência e uniformização das informações divulgadas ao mercado.

A Tabela 13 resume a quantidade de empresas que atendem aos itens pesquisados na comparação realizada entre as Demonstrações Financeiras Padronizadas e o Formulário 20-F no ano de 2004.

Itens - Empresas	Principais Práticas Contábeis	Objetivos, Finalidades e Intenções	Premissas de Avaliação	Comparativo entre Valor Contábil e de Mercado	Valores em %		
					Crédito	Taxa de Câmbio	Preço dos Produtos
Demon. Finan. Padron. – CVM	36,67	46,67	36,67	60,00	70,00	66,67	43,34
Formulário 20F SEC	86,67	86,67	73,34	80,00	76,67	100,0	70,00

**Fonte:** Elaborado pelo autor com base no resultado da pesquisa nas demonstrações contábeis das empresas.

Tabela 13 – Número de empresas na comparação entre Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos no ano de 2004 – Valores em %

No ano de 2005 os resultados são similares a respeito dos itens analisados na

comparação de evidenciação dos instrumentos financeiros derivativos.

Valores em %

Itens - Empresas	Principais Práticas Contábeis	Objetivos, Finalidades e Intenções	Premissas de Avaliação	Comparativo entre Valor Contábil e de Mercado	Controle de Risco		
					Crédito	Taxa de Câmbio	Preço dos Produtos
Demon. Finan. Padron. – CVM	40,00	45,00	36,00	68,00	68,00	64,00	44,00
Formulário 20F SEC	84,00	80,00	76,00	84,00	72,00	100,0	64,00

**Fonte:** Elaborado pelo autor com base no resultado da pesquisa nas demonstrações contábeis das empresas.

Tabela 14 – Número de empresas na comparação entre Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos no ano de 2005 – Valores em %

Ainda que as características e exigências de preenchimento de informações no Formulário 20-F sejam mais numerosas que as demonstrações contábeis brasileiras, parece discriminatória a postura de algumas empresas ao manterem níveis de evidenciação diferenciados nos mercados brasileiro e americano. Se uma empresa optou por divulgar informações em outros mercados por que não fazê-lo também no Brasil, já que o trabalho está concluído?

A análise dos resultados da pesquisa indica que há divergências de informações na evidenciação de práticas contábeis dispensadas aos instrumentos financeiros derivativos, divulgação de objetivos e premissas de avaliação, além do controle de risco do preço dos produtos. Nota-se no decorrer da pesquisa que de fato as empresas dedicam esforços maiores para as informações constantes no Formulário 20-F em detrimento das demonstrações contábeis publicadas no Brasil.

Apesar de algumas empresas manterem uma padronização das informações e divulgarem em ambos os mercados informações similares, em nenhuma das empresas analisadas foi constatado que a empresa atendeu a uniformidade de informações nos sete itens analisados. Isso demonstra que há informações assimétricas na divulgação de operações com instrumentos derivativos.

Os resultados nos dois anos analisados comprovam os resultados preliminares com uma amostra menor (dez empresas) realizado por Darós, Borba e Abreu (2005), demonstrando que há informações assimétricas divulgadas nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras emitentes de ADRs a respeito de instrumentos financeiros derivativos.

Na análise também se verifica que muitas empresas redigem notas explicativas bastante similares, sugerindo que empresas de consultorias podem ter sido contratadas para a

confeção, principalmente de Formulários 20-F. Esse fato por si só não seria depreciativo se fossem mantidas as informações nos relatórios contábeis.

Por fim, nota-se que apesar das informações divulgadas nos Estados Unidos sobre instrumentos financeiros derivativos serem mais precisas e detalhadas que as publicadas no Brasil, isso não significa que elas sejam suficientes e adequadas ao analista das demonstrações contábeis. Ainda há uma carência por informações sobre as operações envolvendo derivativos e os modelos de contabilização e evidenciação dessas transações precisam ser mais bem trabalhados para atendimento pleno das necessidades dos usuários das informações contábeis. A expectativa é que as próprias empresas atentem para o fato de existirem informações divergentes e trabalhem para a melhoria do *disclosure* nas demonstrações contábeis, e os órgãos reguladores incentivem as empresas a publicarem informações voluntárias ou não obrigatórias.

### **7.1 Oportunidades para trabalhos futuros**

Sugere-se que outros trabalhos de pesquisa investiguem o impacto de informações divergentes (ou assimétricas) do preço de ativos das empresas e no custo de captação de capital. Como este estudo demonstrou que há informações assimétricas, pode-se verificar se o mercado considera essa deficiência para penalizar as empresas impondo a elas uma desvalorização no preço de ações ou um encarecimento no custo de empréstimos. Outro ponto que pode ser analisado é comparar se as empresas que divulgam suas operações com derivativos têm preferência, ou simpatia, de investidores na hora de sua escolha de ativos a serem comprados.

Como continuidade deste trabalho, sugere-se que sejam elaborados métodos de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos, com informações básicas que necessariamente devam constar nas demonstrações contábeis para que o mercado tenha capacidade de análise e entendimento das operações que envolvam esses papéis.

Outro ponto trata de discutir o papel das empresas de auditoria que deixaram de salvaguardar os usuários das demonstrações contábeis, diante das inconsistências encontradas e da falta de aderência tanto a norma da CVM quanto do FASB.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALLAYANNIS, G. WESTON, J. The use of foreign currency derivatives and firm market value. **Review of Financial Studies**. Vol. 14 No. 1, 2001. 243-76.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 2ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BALL, Ray. BROWN, Philip. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, Vol. 6, No. 2 (Autumn, 1968), pp. 159-178.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. 3ed. Lisboa: Edições 70, 2004.

BARTON, JAN. Does the Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decisions? **The Accounting Review**. Volume 76, 2000. 1–26.

BEAVER, William H. Financial Reporting: an Accounting Revolution. Prentice Hall, **Contemporary Topics in Accounting Series**, 1998.

BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements, **Journal of Accounting Research**, Supplement, 1968. 67-92.

BENSTON, G. MIAN, S. Financial reporting of derivatives: an analysis of the issues, evaluations proposals, and a suggested solution. **The Journal of Financial Engineering**. 4, 217-246. 1997.

BHAMORNSIRI, S. SCHROEDER, R.G. The disclosure of information on derivatives under SFAS No. 133: Evidence from the Dow 30. **Managerial Auditing Journal** Vol. 19 No. 5, 2004.

BODNAR, G. M, HAYT, G. S. MARSTON, R. C. Wharton. Survey of derivatives usage by U.S. non-financial firms. **Financial Management** 25. 1996. 113-133.

BRANKLEY, Alan. LAMB, Reinhold. SCHROEDER, Richard. Compliance with SEC Disclosure Requirements about Market Risk (Digest Summary). **Journal of Derivatives**, Vol. 7, No. 3: (2000)39-50.

BRASIL. **Lei 6404 de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BREALEY, Richard A & MYERS, Stewart C. **Fundamentos de administração financeira**. Rio de Janeiro: McGraw-Hill, 2003.

BREEDEN, D. VISWANATHAN, S. Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model. **Working Paper**, Fuqua School of Business, Duke University. 1998.

BUENO, Artur Franco. Problemas de disclosure no Brasil – o caso de empresas com ações no exterior. **Caderno de Estudos**, São Paulo, FIECAFI, nº 20, Janeiro a Abril, 1999.

CARVALHO, N.M. Evidenciação de derivativos. **Caderno de Estudos**, São Paulo, FIECAFI, nº 20, Janeiro a Abril/1999.

COSTA JR., Jorge Vieira da. Uma avaliação do nível de evidenciação das companhias abertas, no Brasil, no tocante a instrumentos derivativos. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 32, p. 23-39, maio/agosto 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa 235 de 23 de março de 1995**. Dispõe sobre a divulgação, em nota explicativa, do valor de mercado dos instrumentos financeiros, reconhecidos ou não nas demonstrações financeiras das companhias abertas e dá outras providências.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº 01/2006**. Orientação sobre a elaboração de Informações Contábeis pelas Companhias Abertas

DARÓS, Leandro Luís. BORBA, José Alonso. Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos nas Demonstrações Contábeis: uma Análise das Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 39, p. 68-80, Set./Dez. 2005.

DARÓS, Leandro Luís. BORBA, José Alonso. ABREU, Ari Ferreira. 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* – ADRs. **Anais**: Enanpad 2005, Brasília.

DELVIN, R.; FRENCH-DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES, S. **Fluxos de capital e desenvolvimento**: implicações para as políticas econômicas. In: French-Davis, R. & Griffith-Jones, S. (Orgs.) Os Fluxos Financeiros na América Latina: um desafio ao progresso. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra, 1997.

DeMARZO, P.M. DUFFIE, D. Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting. **Review of Financial Studies** (Fall - 1995) 743-771.

DEMIRGUÇ-KUNT, A. DETRAGIACHE, E. **Financial liberalization and financial fragility**. IMF, Working Paper 93/83, Washington D.C, 1998.

EICHENGREEN, B., MUSSA, M., DELL'ARICCIA, G., DETRAGIACHE, E., MILESI-FERRETTI, G.M. TWEEDIE, A. **Capital account liberalization: theoretical and practical aspects**. IMF, Occasional Paper 172, Washington D.C, 1998.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets. **Journal of Finance**. Vol. 25, 1970. pp.383-417.

FASB – Statement of Financial Accounting Standards – SFAS 133 – **Accounting for derivatives instruments and Hedging activities** – Junho/1998.

FROOT, K.A. SCHARFSTEIN, D.S. STEIN, J.C. Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. **Journal of Finance** (December - 1993), 1629- 1658.

GAY, G.D. NAM, J. The Asymmetric Information and Corporate Derivatives Use. **SSRN**, 2001.

GECZY, C. MINTON, B. SCHARAND, C. Why firms use currency derivatives. **Journal of Finance**. Vol. 52 No. 4, 1997. 1323-55.

GRAHAM, J. ROGERS, D. Do firms hedge in response to tax incentives? **Journal of Finance**. Vol. 57 No. 2, 2002. 815-39.

GUAY, W. The impact of derivatives on firm risk: an empirical examination of new derivative users. **Journal of Accounting and Economics**. Vol. 26, 1999. 319-51.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

HWANG, Angela L.J. Comparative analysis of accounting treatments for derivatives. **Journal of Accounting Education** 20(2002) 205-233.

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

HULL, John. **Introdução aos mercados futuros e de opções**. 2ed. Bolsa de Mercadorias e Futuros: São Paulo, 2000.

IASC - **International Accounting Standards Committee. International Accounting Standard (IAS) 39 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração**.

IUDÍCIBUS, S. MARTINS, E. GELBECKE, E.R. **Manual de contabilidade**. 6ª. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

LAKATOS, Eva Maria. MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia do trabalho científico**. 4ed. São Paulo: Atlas, 1992. p.82

LIMA, Iran Siqueira. LOPES, Aleksandro Broedel. **Contabilidade e controle de operações com derivativos**. São Paulo: Pioneira. 1999.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **The Review of Economics and Statistics**. N. 47, 1965. p. 13-37.

LOPES, Aleksandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Thomson, 2002.

MALLIN, Chris. OW-YONG, Kean. REYNOLDS, Martin. Derivatives usage in UK non-financial listed companies. **The European Journal of Finance**. Volume 7, Number 1 / March 1, 2001. 63-91.

MIAN, S.L. Evidence on corporate hedging policy. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 31, 1996. 419-37.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, 1958. p. 201-297.

MYERS, S.C. MAJLUF, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics** (June 1984), 187-221.

NAOR, Nir. Reporting on financial derivatives—A Law and Economics perspective. **European Journal of Law and Economics**, Volume 21, Number 3 / May, 2006. 203-314

NGUYEN, H. FAFF, R. On the determinants of derivative usage by Australian companies. **Australian Journal of Management**. Vol. 27 No. 1, 2002. 1-24.

PAINCEIRA, Juan Pablo. CARCANHOLO, Marcelo Dias. Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina. Paper para discussão. **UFRJ**, 2002.

RADEBAUGH, Lee H. GRAY, Sidney J. **International accounting and multinational enterprises**. 4ed. Boston: Wiley & Sons. 1997. p.484-517.

ROSS, Stephen A et al. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

SANVICENTE & MELLAGI FILHO. **Mercado de capitais e estratégias de investimento**. São Paulo: Atlas, 1996.

SAPRA, H., Do Mandatory Hedge Disclosures Discourage or Encourage Excessive Speculation. **Journal of Accounting Research**. vol.40 N°.3, June 2002.

SEOW, Gim S. TAM, Kinsun. The Usefulness of Derivative-related Accounting Disclosures. **Review of Quantitative Finance and Accounting**. Volume 18, Number 3 / May, 2002. 273-291.

SHARPE, W.F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. **Journal of Finance**. Chicago: American Finance Association, Vol.19, n. 3. Set. 1964. pp.425-442.

SILVA NETO, Lauro de Araujo. **Derivativos: definições, emprego e risco**. 2ed. São Paulo: Atlas, 1998.

VISVANATHAN, G. Who uses interest rate swaps? A cross-sectional analysis. **Journal of Accounting, Auditing, and Finance**. Vol. 13 No. 3, 1998. 173-200.

WOODS, Margaret. MARGINSON, David E. W. Accounting for derivatives: An evaluation of reporting practice by UK banks. **European Accounting Review**. Volume 13, Number 2 / July 2004. 373-390.