

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

Natália de Moura

**GESTÃO DE RISCOS, DERIVATIVOS E A DELIBERAÇÃO 550
DA CVM – UM ESTUDO COM EMPRESAS GAÚCHAS**

Porto Alegre

2010

Natália de Moura

**GESTÃO DE RISCOS, DERIVATIVOS E A DELIBERAÇÃO 550
DA CVM – UM ESTUDO COM EMPRESAS GAÚCHAS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Professor Dr. André Luis Martinewski

Porto Alegre

2010

Natália de Moura

**GESTÃO DE RISCOS, DERIVATIVOS E A DELIBERAÇÃO 550
DA CVM – UM ESTUDO COM EMPRESAS GAÚCHAS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Professor Dr. André Luis Martinewski

Conceito Final

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof – Escola de Administração

Prof – Escola de Administração

Orientador: Professor Dr. André Luis Martinewski

RESUMO

Em 2008, ano em que houve o estouro da crise econômica e que o dólar disparou frente ao real, muitas empresas brasileiras sofreram com perdas gigantescas devidas ao uso, ou melhor, mau uso dos chamados derivativos cambiais. Nesse contexto, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM instituiu a Deliberação N° 550, a partir de então as empresas de capital aberto são obrigadas a divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos.

O presente trabalho pretende verificar se houve mudanças, após a Deliberação N° 550 da CVM, na política de gestão de riscos de uma amostra de empresas de capital aberto. Busca também analisar se as informações divulgadas são claras e de fácil entendimento para os usuários das demonstrações financeiras.

PAVAVRAS-CHAVE

Derivativos cambiais; Gestão de Riscos; Deliberação N° 550 da CVM

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	8
3 REVISÃO TEÓRICA	12
3.1 MERCADO MONETÁRIO INTERNACIONAL	12
3.2 MERCADO DE CÂMBIO	12
3.2.1 Agentes do mercado de câmbio brasileiro	15
3.2.2 Tamanho do mercado global	15
3.2.3 Taxas e cotações de câmbio	17
3.3 EXPOSIÇÃO CAMBIAL	18
3.3.1 Exposição de transação	19
3.3.2 Exposição operacional	20
3.3.3 Exposição Contábil	20
3.4 HEDGE	22
3.4.1 Conceito de <i>hedge</i>	22
3.5 DERIVATIVOS	22
3.5.1 Segmentos do mercado de derivativos	24
3.5.2 Mercado a termo	24
3.5.3 Mercado futuro	25
3.5.4 Mercado de <i>swaps</i>	26
3.5.5 Mercado de opções	27
3.6 RISCO	28
3.6.1 Risco Sistemático e Não Sistemático	28
3.6.3 Risco Político	30
3.7 A CRISE ECONÔMICA DE 2008	31
3.8 A BM&F BOVESPA	33

3.9 A CVM.....	33
3.9.1 A Deliberação nº 550 da CVM	35
4 OBJETIVOS.....	36
4.1 OBJETIVO GERAL.....	36
4.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS.....	36
5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	37
6 ANÁLISES	39
6.1 CELULOSE IRANI.....	39
6.1.2 Análise dos dados Celulose Irani.....	45
6.2 FORJAS TAURUS.....	46
6.2.1 Análise dos dados Forjas Taurus.....	53
6.3 GRENDENE	54
6.3.1 Análise dos dados Grendene.....	61
6.4 MARCOPOLO	62
6.4.1 Análise dos dados Marcopolo	71
6.5 RANDON.....	72
6.5.1 Análise dos dados Randon.....	82
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS	84
REFERÊNCIAS.....	86
ANEXO A – QUADRO RESUMO.....	89
ANEXO B – DELIBERAÇÃO Nº 550 CVM	90
ANEXO C – INSTRUÇÃO Nº 475 CVM	93

1 INTRODUÇÃO

O objetivo comum das empresas é a maximização do lucro, a geração de riquezas para seus acionistas, ou seja, a empresa deve tentar maximizar os lucros de seus acionistas para um dado nível de risco. Em um contexto de forte competição, algumas empresas decidem expandir seus negócios para outros mercados buscando aumentar o seu valor. Várias oportunidades podem surgir em mercados ainda não explorados, onde existe uma demanda ainda não suprida.

As empresas podem inicialmente exportar seus produtos a um determinado país ou importar suprimentos mais baratos e de melhor qualidade do que os disponíveis no mercado nacional. Mas com o passar do tempo, algumas acabam tornando-se empresas multinacionais, definida por Eiteman (2002, p. 24) como uma empresa que tem subsidiárias, filiais e afiliadas operando em países estrangeiros. Porém os administradores devem estar cientes dos riscos que estão correndo nas relações com países estrangeiros, riscos que a empresa que somente mantém relações com o mercado interno normalmente não tem, que são o risco de câmbio e risco político.

Uma grande volatilidade de taxas de câmbio pode ser prejudicial ao planejamento financeiro de uma empresa exportadora, por exemplo. Mas por outro lado, também pode ser uma oportunidade de lucro para empresas e investidores se houver um conhecimento adequado do risco de câmbio. Para conhecer o risco de câmbio faz-se necessário um conhecimento do sistema monetário internacional, do mercado de câmbio e das variáveis macroeconômicas que o afetam.

Traçando um breve histórico do sistema monetário internacional, partimos do padrão-ouro, no qual cada país estabelecia a taxa pela qual sua moeda poderia ser convertida ao peso do ouro. Esse padrão funcionou bem até a I Guerra Mundial que acabou por romper os fluxos de comércio e a livre movimentação do ouro entre as nações. Segundo Oliveira, Maia e Mariano (2008, p. 5) em 1944, quando a II Guerra Mundial estava para terminar, as potências aliadas se reuniram em Bretton Woods, New Hampshire, com o objetivo de criar um sistema monetário internacional pós-

guerra. O Acordo de Bretton Woods estabeleceu um sistema monetário internacional baseado no dólar americano e também criou duas novas instituições, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD).

Porém os acordos cambiais definidos em Bretton Woods não se sustentaram por muitos anos, as políticas fiscais e monetárias nacionais muito distintas, as taxas de inflação diferenciadas e inúmeros choques externos culminaram na destruição do sistema (OLIVEIRA; MAIA; MARIANO, 2008, p. 13). Em 1971 as taxas de câmbio dos países líderes em comércio puderam flutuar em relação ao dólar, o sistema global de câmbio tornou-se livre, provocando fortes oscilações na paridade das moedas. A partir de 1973 as taxas de câmbio se tornaram muito mais voláteis e menos previsíveis do que eram no período anterior. Atualmente no mundo os regimes cambiais variam do rigidamente fixo (ainda presente em algumas nações) à flutuação independente.

O Brasil adotou de fato o regime cambial de livre flutuação da moeda em 1999, a partir de então houve um aumento da volatilidade da moeda. A taxa de câmbio de reais para dólares dos Estados Unidos é um dos agregados macroeconômicos de maior importância na economia nacional. O impacto das variações cambiais não influencia somente empresas que trabalham com comércio exterior, mas acaba também por influenciar todos os segmentos da economia, já que afeta outras variáveis macroeconômicas de extrema importância, como taxa de juros e inflação.

De acordo com estudo realizado em 2009 pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), o Brasil foi o país com maior volatilidade cambial do mundo no período entre 2002 e 2009, além disso, em 5 dos 8 anos pesquisados, o Brasil apareceu entre os 3 países com maior volatilidade cambial.

Ranking	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Geral
Brasil	2°	1°	5°	1°	10°	3°	3°	5°	1°
1°	Uruguai	Brasil	Áf. do Sul	Brasil	Áf. do Sul	Canadá	Austrália	Áf. do Sul	Brasil
2°	Brasil	Áf. do Sul	Turquia	Chile	Turquia	Turquia	Cor. do Sul	N. Zelândia	Áf. do Sul
3°	Paraguai	Turquia	N. Zelândia	Japão	Paraguai	Brasil	Brasil	Austrália	N. Zelândia

Figura 1 – Volatilidade cambial: Primeiras colocações

Fonte: FIESP (2009)

2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

No planejamento financeiro de uma empresa as variáveis macroeconômicas, a estrutura de capital e as expectativas do mercado a longo prazo devem ser revistos de maneira freqüente, de forma a não resultar em perdas no seu fluxo de caixa e assim acompanhar melhor os movimentos da economia.

O conhecimento do sistema monetário internacional e do mercado de câmbio é de grande importância para todas as organizações, mas em especial para aquelas que têm negociações com o mercado externo, sejam elas comerciais ou somente de natureza financeira.

Os administradores não podem ser complacentes com os riscos ocasionados pela oscilação no câmbio, nos juros e outros riscos decorrentes do próprio processo operacional da empresa, devendo ter controle e entendimento sobre aquilo que estão gerenciando.

O processo de decisão do gestor financeiro para escolher qual a estratégia mais apropriada para realizar uma proteção cambial envolve o desenvolvimento de um planejamento financeiro para a empresa, e, mais importante, o conhecimento dos instrumentos financeiros derivativos ofertados pelo mercado bancário e a avaliação de sua necessidade de proteção de acordo com suas expectativas.

Em virtude desses fatos, as instituições financeiras estão constantemente desenvolvendo produtos que atendam às necessidades de planejamento e de segurança das organizações, oferecendo instrumentos que amenizem os riscos financeiros e que permitam a elas administrar apenas o seu risco operacional. Esses instrumentos, quando têm por objetivo minimizar os riscos de flutuação das taxas de câmbio entre duas moedas são chamados pelo mercado de instrumentos de *hedge* cambial.

Porém, nos últimos anos, com a criação de diversos tipos de derivativos exóticos, algumas empresas acabaram se utilizando desses instrumentos não

apenas para efetuar o *hedge* da operação, mas sim com a finalidade de obter rendimentos expressivos, acima do mercado, que caracteriza o uso dos derivativos para fins especulativos e não como proteção; e que pode implicar em responsabilização dos administradores por desvio do objetivo social. Com o desenrolar da crise econômica que abalou os mercados mundiais a partir de 2008 e que fez o dólar disparar frente ao Real (gráfico 1), muitas empresas brasileiras sofreram com prejuízos resultantes dessas operações no mercado de derivativos. Algumas até foram à falência, pois não tinham condições de assumir esse prejuízo. Segundo o BIS (*Bank for International Settlements*) as empresas brasileiras perderam US\$ 25 bilhões com derivativos cambiais em 2008.



Gráfico 1 – Evolução da taxa de câmbio

Fonte: ADVFN

Após a divulgação desses prejuízos, com o objetivo de permitir aos investidores avaliarem a relevância dos derivativos para a posição financeira e os resultados das companhias, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) instituiu, em 17 de outubro de 2008, uma deliberação específica sobre o assunto, a deliberação 550 da CVM. Com essa deliberação - retroativa a setembro de 2008, a CVM passou a exigir que as empresas de capital aberto divulguem em nota explicativa as informações trimestrais, no mínimo as seguintes informações:

- I) a política de utilização de instrumentos financeiros derivativos;
- II) objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (*hedge*);

III) riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos;

IV) valor justo de todos os instrumentos derivativos contratados e os critérios de determinação, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração desse valor justo;

V) valores registrados em contas de ativo e passivo, se for o caso, segregados por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, separando inclusive aqueles com o objetivo de proteção patrimonial (*hedge*) daqueles com outros propósitos;

VI) valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, mercado de negociação ou de registro dos instrumentos e faixas de vencimentos, destacados os valores de referência (nocial), justo e em risco da carteira;

VII) ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos, identificando aqueles registrados em cada conta do resultado e, se for o caso, no patrimônio líquido;

VIII) valores e efeito no resultado do período e no patrimônio líquido, se for o caso, de operações que deixaram de ser qualificadas para a contabilidade de operações de proteção patrimonial (*hedge*);

IX) principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial (*hedge*) de fluxo de caixa, destacados os prazos para o impacto financeiro previsto; e

X) valor e tipo de margens dadas em garantia.

Dessa maneira o presente trabalho procura discutir as seguintes questões:

As empresas estão realmente cumprindo a deliberação 550 da CVM? Qual o nível de transparência das informações divulgadas?

Houve mudança na divulgação das políticas de gestão dos riscos das empresas após a deliberação da CVM?

Este trabalho pretende verificar o cumprimento das exigências da CVM, dessa forma, optou-se por selecionar, de forma aleatória, cinco companhias gaúchas listadas na BMF & Bovespa: duas pertencentes ao segmento Tradicional, uma pertencente ao Nível 1 de Governança Corporativa, uma pertencente ao Nível 2 e uma ao Novo Mercado. Foram selecionadas somente as empresas com exposição cambial e que operavam com instrumentos financeiros derivativos. As companhias analisadas nesse estudo estão descritas no quadro abaixo.

EMPRESA	CÓDIGO BOLSA	SEGMENTO
Celulose Irani S.A	RANI3; RANI4	Tradicional
Forjas Taurus S.A	FJTA3; FJTA4	Tradicional
Grendene S.A	GRND11; GRND3	Novo Mercado
Marcopolo S.A.	POMO3; POMO4	Nível 2
Randon S.A. Impl. e Partic.	RAPT3; RAPT4	Nível 1

Quadro 1 - Amostra

3 REVISÃO TEÓRICA

3.1 MERCADO MONETÁRIO INTERNACIONAL

O incremento dos negócios internacionais resultou no desenvolvimento do mercado monetário internacional. Mercados monetários existem em todos os países para assegurar que os fundos sejam transferidos de unidades com superávit para unidades com déficit.

Esses mercados são compostos de vários bancos que captam e emprestam recursos em várias moedas. Eles são freqüentemente fiscalizados para tentar aumentar a eficiência e segurança nas transações. De acordo com Madura (2008) podem ser destacados como elementos importantes desses mercados o mercado monetário americano, o mercado monetário europeu e o mercado monetário asiático.

De acordo com Eiteman (2002), o sistema monetário internacional pode ser definido como uma estrutura dentro da qual as taxas de câmbio são determinadas, os negócios internacionais e os fluxos de capitais são acomodados e onde se fazem os ajustes nos balanços de pagamentos.

3.2 MERCADO DE CÂMBIO

O mercado de câmbio é aquele no qual ocorrem as transações com moedas de diferentes países. Pode-se pensar em moedas como mercadorias que são compradas e vendidas no mercado de câmbio. A variável estratégica neste, como

em qualquer mercado, é o preço das mercadorias, neste caso específico denominado taxa de câmbio.

Segundo Eiteman (2002) o mercado de câmbio fornece a estrutura física e institucional onde a moeda de um país é trocada pela moeda de outro país, a taxa de câmbio entre as moedas é determinada e as transações de câmbio são fisicamente completadas.

É por meio do mercado de câmbio que poderes de compra são transferidos entre países, pois negociações internacionais podem acontecer entre empresas situadas em países com moedas diferentes e normalmente cada parte gostaria de negociar na sua própria moeda, mas o negócio é faturado em somente uma moeda. Como exemplo, pode-se citar um importador brasileiro que compra produtos de uma empresa canadense, se o exportador faturar o importador em dólares canadenses, o importador brasileiro precisa comprar dólares canadenses com reais, se o exportador faturar em dólar americano, o importador precisa comprar dólares americanos com reais e o exportador deve vender esses dólares americanos para receber dólares canadenses. Qualquer que seja a moeda utilizada, uma ou mais partes precisam transferir o poder de compra de ou para sua própria moeda nacional.

Por meio do mercado de câmbio também podem ser obtidos diversos tipos de financiamentos externos, normalmente mais baratos que os financiamentos locais e também garantias bancárias, que dão maior segurança ao negócio.

Entretanto, o risco de flutuação no câmbio é um fator que deve ser levado em consideração pelas partes envolvidas no negócio, no exemplo demonstrado anteriormente, o importador brasileiro e o exportador canadense devem estar atentos ao risco de flutuação das taxas, e devem procurar formas de proteger suas exposições a moedas estrangeiras.

O mercado de câmbio fornece esses meios de proteção, são as chamadas operações de *hedge*, através das quais é possível transferir riscos de câmbio para outro participante do mercado (Eiteman, 2002).

No Brasil, em 1999 foi implantado, de forma efetiva, o regime de flutuação de taxa de câmbio, até então, embora existissem dois mercados de câmbio com

características de livre pactuação da taxa de câmbio, havia interferência direta do Banco Central na formação da taxa de câmbio.

Até 2005 o mercado de câmbio no Brasil era dividido em segmento de taxas livres e segmento de taxas flutuantes, neste ano ocorreu a unificação dos mercados de câmbio, e todas as operações passaram a ser reguladas pela RMCCI – Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais.



Figura 2 – Evolução histórica dos regimes cambiais brasileiros.

Fonte: Banco Central (2007)

O mercado de câmbio pode ser dividido em mercado primário e mercado secundário.

No mercado primário se realizam as negociações entre as instituições financeiras e clientes. Há geração ou uso de disponibilidades em moeda estrangeira e gera impactos da balança de pagamentos.

No mercado secundário (interbancário) se realizam as negociações entre duas instituições autorizadas e também entre uma instituição legalizada e o Banco Central. Não há entrada nem saída de moeda estrangeira no e do país e não gera impacto da balança de pagamentos.

3.2.1 Agentes do mercado de câmbio brasileiro

Os agentes do mercado de câmbio brasileiro, de acordo com o Bacen são os bancos, as instituições não bancárias (corretoras de câmbio, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, sociedades de crédito, financiamento e investimento) e as agências de turismo e meios de hospedagem de turismo.

Segundo o Bacen, no mercado de câmbio é obrigatória a entrega efetiva das respectivas moedas (moeda nacional e moeda estrangeira) e as regras são estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo próprio Banco Central. Enquanto que no mercado futuro de câmbio, a liquidação financeira se dá apenas em reais, sem entrega da moeda estrangeira, e obedecem a regras próprias, fora do Banco Central.

Ainda de acordo com o Bacen, basicamente há cinco tipos de transações em um mercado de câmbio:

- entre instituições autorizadas e clientes;
- entre instituições no mesmo país;
- entre instituições em diferentes países;
- Entre bancos e banco central no país;
- entre bancos centrais de diferentes países.

3.2.2 Tamanho do mercado global

O *Bank for International Settlements* (BIS), com o apoio de bancos centrais de todo o mundo, realiza uma pesquisa da atividade comercial de moedas a cada três

anos, a última pesquisa disponível é de 2007 ¹ a qual estimou uma movimentação global líquida diária em atividades de mercados de câmbio tradicionais de US\$ 3,2 trilhões, um aumento de 69% em comparação com 2004.

Global foreign exchange market turnover ¹						
Daily averages in April, in billions of US dollars						
	1992	1995	1998	2001	2004 ²	2007
Spot transactions	394	494	568	387	631	1,005
Outright forwards	58	97	128	131	209	362
Up to 7 days	...	50	65	51	92	154
Over 7 days	...	46	62	80	116	208
Foreign exchange swaps	324	546	734	656	954	1,714
Up to 7 days	...	382	528	451	700	1,329
Over 7 days	...	162	202	204	252	382
Estimated gaps in reporting	44	53	60	26	106	129
Total "traditional" turnover	820	1,190	1,490	1,200	1,900	3,210
<i>Memo: Turnover at April 2007 exchange rates³</i>	880	1,150	1,650	1,420	1,970	3,210

¹ Adjusted for local and cross-border double-counting. Due to incomplete maturity breakdown, components do not always sum to totals. ² Data for 2004 have been revised. ³ Non-US dollar legs of foreign currency transactions were converted from current US dollar amounts into original currency amounts at average exchange rates for April of each survey year and then reconverted into US dollar amounts at average April 2007 exchange rates. Table B.1

Triennial Central Bank Survey 2007

Figura 3 - Movimentação global líquida diária

Fonte: *Bank for International Settlements*

A movimentação global líquida é dominada pela negociação com o dólar americano, seguido pelo euro e depois pelo iene japonês, conforme mostra a figura 4, a seguir.

¹ Até a finalização deste trabalho o BIS não havia publicado a pesquisa do ano de 2010.

Currency distribution of reported foreign exchange market turnover ¹			
Percentage shares of average daily turnover in April 2007			
	2001	2004 ²	2007
US dollar	90.3	88.7	88.3
Euro	37.6	36.9	37.0
Yen	22.7	20.2	16.5
Pound sterling	13.2	16.9	15.0
Swiss franc	6.1	6.0	6.8
Australian dollar	4.2	5.9	6.7
Canadian dollar	4.5	4.2	4.2
Swedish krona	2.6	2.3	2.8
Hong Kong dollar	2.3	1.9	2.8
Norwegian krone	1.5	1.4	2.2
New Zealand dollar	0.6	1.0	1.9
Mexican peso	0.9	1.1	1.3
Singapore dollar	1.1	1.0	1.2
Won	0.7	1.2	1.1
Rand	1.0	0.8	0.9
Danish krone	1.2	0.9	0.9
Rouble	0.4	0.7	0.8
Zloty	0.5	0.4	0.8
Indian rupee	0.2	0.3	0.7
Renminbi	0.0	0.1	0.5
New Taiwan dollar	0.3	0.4	0.4
Brazilian real	0.4	0.2	0.4
All currencies	200.0	200.0	200.0
Emerging market currencies ³	16.9	15.4	19.8

¹ Because two currencies are involved in each transaction, the sum of the percentage shares of individual currencies totals 200% instead of 100%. Adjusted for local and cross-border double-counting. ² Data for 2004 have been revised. ³ Defined as the residual after accounting for the top eight currencies, the Norwegian krone, the New Zealand dollar and the Danish krone. Table B.6

Figura 4 – Participação por moeda no mercado de câmbio internacional

Fonte: *Bank for International Settlements*

3.2.3 Taxas e cotações de câmbio

Uma taxa de câmbio é o preço da moeda de um país em termos da moeda de outro país (Ross, Westerfield e Jordan, 2000), desta forma, a taxa de câmbio reais/dólar indica quantos reais são necessários para a compra de um dólar.

3.2.3.1 Taxa de câmbio à vista ou *Spot*

É a taxa de câmbio para o negócio à vista, que é um acordo para trocar a moeda no ato, o que significa que a transação será liquidada ou completada dentro de dois dias úteis, ou simplesmente D+2, na linguagem do mercado. O fluxo

financeiro nos negócios com moedas estrangeiras é por prática internacional liquidado em D+2.

3.2.3.2 Taxa PTAX 800

A Ptax é a taxa média ponderada dos fechamentos do dia, é divulgada no final do dia, após o fechamento do mercado. Ela leva este nome devido à transação no Sisbacen (Sistema de Informações do Banco Central) em que ela é divulgada – PTAX 800. A PTAX-800 é uma das “telas” do Sisbacen.

3.3 EXPOSIÇÃO CAMBIAL

Segundo Eiteman (2002), a exposição cambial é uma medida da mudança potencial da lucratividade, do fluxo de caixa líquido e do valor de mercado de uma empresa em função de uma mudança nas taxas de câmbio.

Existem várias formas de exposições, porém neste trabalho serão focadas a exposição de transação, a exposição operacional e a exposição contábil. A Figura 5 apresenta uma comparação conceitual entre as diferentes formas de exposição.

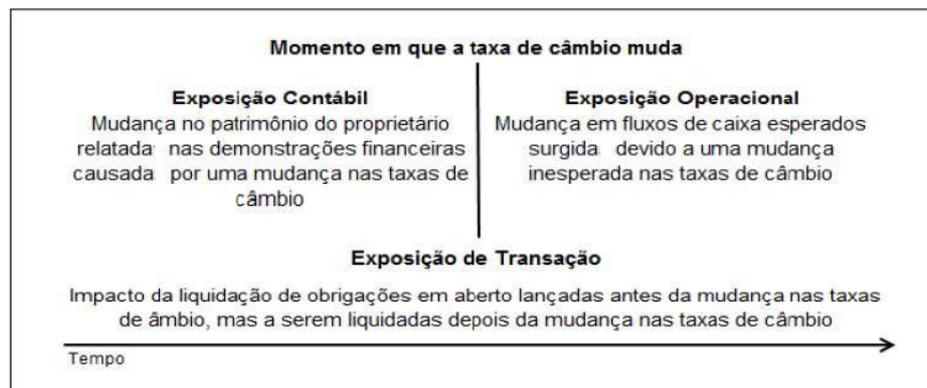


Figura 5 – Comparação conceitual entre exposição contábil, a exposição transacional e a exposição operacional.

Fonte: Eiteman, 2002, pág. 126

3.3.1 Exposição de transação

Segundo Eiteman (2002) a exposição de transação mensura modificações no valor de obrigações financeiras em aberto incorridas antes de uma mudança nas taxas de câmbio, mas sem liquidação devida até depois da mudança nas taxas de câmbio. Assim, ela trata de mudanças nos fluxos de caixa que resultam de obrigações contratuais existentes.

Em um sentido mais amplo, ela inclui a exposição de pedidos em aberto e a exposição de cotação. A exposição de pedidos em aberto inclui pedidos denominados em moeda estrangeiras que foram aceitos, contudo ainda não foram entregues ou faturados. A exposição de cotação inclui ofertas denominadas em moeda estrangeira que tenham sido feitas, mas que ainda não foram aceitas.

Eiteman (2002) explica que a exposição de transação total consiste de exposições de cotação, de pedidos em aberto e de faturamento.

A exposição de transação existe antes mesmo das contas serem realmente registradas como contas a pagar ou receber denominadas em moeda estrangeira. Entretanto, muitas empresas não permitem o *hedge* da exposição de cotação ou da exposição de pedidos em aberto por questões de políticas internas.

3.3.2 Exposição operacional

De acordo com Eiteman (2002), a exposição operacional também chamada exposição econômica, exposição competitiva ou ainda, exposição estratégica, mede qualquer mudança no valor presente de uma empresa resultante de mudanças em futuros fluxos de caixa operacionais causadas por qualquer mudança inesperada nas taxas de câmbio.

A análise da exposição operacional avalia o impacto das mudanças nas taxas de câmbio durante os meses e anos seguintes nas operações da própria empresa e na sua posição competitiva diante de outras empresas. O objetivo é identificar movimentos estratégicos ou técnicas operacionais que a empresa possa adotar para aumentar o seu valor, no caso de mudanças inesperadas nas taxas de câmbio.

A exposição operacional da empresa exige a previsão e análise de todas as futuras exposições de transação individuais da empresa, juntamente com as futuras exposições de todas as suas concorrentes e potenciais concorrentes internacionais.

A meta da análise de exposição operacional, então, é prever o impacto a longo prazo das variações de taxa de câmbio não-antecipadas sobre o fluxo de caixa.

3.3.3 Exposição Contábil

A exposição contábil, também denominada de exposição de conversão, existe devido ao fato de as demonstrações financeiras das empresas afiliadas, as quais são expressas em moedas estrangeiras, necessitarem ser expressas novamente na moeda do relatório da empresa matriz a fim de preparar as demonstrações financeiras consolidadas. Ainda que, a conversão tenha como principal objetivo preparar as demonstrações consolidadas, as demonstrações convertidas também

são empregadas pela administração para avaliar o desempenho das filiais estrangeiras. Esta avaliação pode ser realizada através de demonstrações de moeda local, no entanto a expressão das demonstrações de todas as afiliadas em uma única moeda é conveniente para comparação da gestão.

Se todas as contas do balanço fossem convertidas por igual taxa de câmbio, não haveria desequilíbrios resultantes da reavaliação. Porém ao usar diferentes taxas de câmbio para diferentes contas do balanço, pode passar a existir um desequilíbrio.

A taxa de câmbio pode ser diferente para alguns itens das demonstrações porque os princípios contábeis, em inúmeros países, são uma difícil acomodação entre avaliação de mercado atual e histórica. Taxas de câmbio históricas podem ser usadas para certas contas do patrimônio líquido, para ativos fixos e itens de estoque, enquanto taxas de câmbio atuais podem ser usadas para ativos circulantes, passivos circulantes, renda e itens de despesa. O desequilíbrio resultante da utilização de taxa de câmbio é contabilizado na renda atual ou em reservas de patrimônio de acordo com Eiteman (2002).

No que toca os métodos de conversão, Eiteman (2002) cita dois métodos básicos utilizados mundialmente para a conversão das demonstrações financeiras da afiliada estrangeira: o da taxa atual, que é o mais adotado no mundo, no qual os itens das demonstrações financeiras são convertidos à taxa de câmbio vigente na data da publicação da demonstração, com certas exceções; e o método temporal, no qual ativos e passivos exclusivos são convertidos a taxas de câmbio do momento da transação.

3.4 HEDGE

3.4.1 Conceito de *hedge*

De acordo com Silva (1999) *hedge* é:

Palavra inglesa que na sua acepção original significa cerca (ou barreira), é usada pelo mercado financeiro pra definir uma estratégia que visa eliminar descasamentos de fluxo, prazos ou taxas, ou seja, busca eliminar ou minimizar o risco em determinada operação ou ativo.

Bernstein (1997), ao conceituar *hedge*, faz analogia à contratação de um seguro, pois ambos têm como objetivo evitar perdas em cenários adversos.

Numa operação típica de *hedge* existem, basicamente, dois participantes. Um deles, o hedger, é aquele que procura o *hedge* como meio de proteção e o outro, o especulador, que ao assumir o risco do hedger acaba sendo o responsável por promover liquidez ao mercado, à medida que busca lucro para as suas transações.

Realizar *hedge* implica o controle, a limitação ou a redução da exposição da empresa à volatilidade dos preços e/ou à flutuação das taxas utilizando, geralmente, instrumentos derivativos.

3.5 DERIVATIVOS

Um derivativo nada mais é do que um instrumento cujo valor deriva de um outro ativo (uma ação, um título, uma moeda estrangeira, ouro, etc.) ou de um outro derivativo.

De acordo com Fortuna (2002), um derivativo é um ativo ou instrumento financeiro, cujo preço deriva de um ativo ou instrumento financeiro de referência que justifica a sua existência, seja com a finalidade de obtenção de um ganho especulativo específico em si próprio, ou, e principalmente, como *hedge* contra eventuais perdas no ativo ou instrumento financeiro de referência.

Lozardo (1998) define derivativo como “um título financeiro cujo preço deriva do preço de mercado de outro ativo real ou financeiro”.

O ativo-objeto dos derivativos inclui desde *commodities* agropecuárias (café, algodão, carne bovina, etc.) até preço de ação, taxa de juros, taxa de câmbio, índices, entre outros.

No mercado de derivativos negociam-se direitos e obrigações para vencimentos em datas futuras, com impacto financeiro nulo ou pouco significativo no momento em que a operação é realizada. Através de derivativos pode-se trocar um resultado financeiro obtido por meio da aplicação da variação do valor de índices ou projeções de preços, em um determinado período de tempo, sobre um montante desejado. Desta forma, consegue-se alterar a característica do risco do caixa ou da carteira de uma instituição.

Os derivativos são instrumentos criados com o objetivo de eliminar ou reduzir riscos inerentes a determinadas operações. São uma forma de *hedgear* riscos financeiros transferindo-os a outros, geralmente instituições financeiras (HARTUNG, 2002).

Os derivativos quando utilizados sem critério e ignorando seus riscos, podem resultar em grandes prejuízos para as companhias, como aconteceu em 2008, com duas grandes empresas brasileiras, que perderam bilhões de reais, pois estariam muito alavancadas, ou seja, teriam comprado um volume de derivativos superior as suas necessidades operacionais.

A escolha dos instrumentos de *hedge* é, talvez, uma das decisões mais difíceis para as empresas, pois a apuração dos custos efetivos versus os benefícios obtidos é viável apenas *a posteriori*. A decisão deve considerar as trajetórias esperadas para as variáveis econômicas, como a expectativa em relação à taxa de juros e a expectativa em relação à taxa de câmbio. Variáveis internas, próprias a

cada empresa, também devem auxiliar a compor a decisão e, neste sentido, se destaca a análise dos aspectos fiscais e contábeis de cada instrumento quando da contratação.

3.5.1 Segmentos do mercado de derivativos

O que se denomina genericamente de derivativos compreende, na verdade, um conjunto de segmentos específicos de mercado, cada qual com sua lógica, regras, características conceituais e operacionais e critérios de formação de preço. Esses segmentos são:

MERCADO A TERMO
MERCADO FUTURO
MERCADO DE SWAPS
MERCADO DE OPÇÕES

3.5.2 Mercado a termo

O contrato a termo, também chamado de *forward*, compreende compromisso através do qual uma parte se obriga a comprar e outra a vender um determinado ativo ou objeto, que pode ser representado por moeda estrangeira, metais preciosos, commodities ou qualquer outro instrumento, em uma data futura, a um preço pré-determinado.

Estas operações podem ser do tipo *Deliverable* (quando há entrega efetiva dos ativos) ou *Non-Deliverable* (liquidação pela diferença entre a taxa contratada e o valor do ativo no vencimento). É comum no exterior usar a sigla NDF – *Non Deliverable Forward*.

Ao contrario dos contratos futuros, que são negociados em bolsa e padronizados, os contratos a termo são normalmente negociados no mercado de balcão, os detalhes dos contratos podem ser negociados pelas contrapartes: volume, prazo e ativo objeto do contrato. Os contratos a termos podem ser, assim, adaptados as necessidades de cada participante.

Outra diferença importante entre mercados futuros e a termo é que no mercado a termo não há exigência de margem de garantia e não há marcação a mercado. Assim não há fluxo de caixa entre as contrapartes durante o período do contrato, apenas na liquidação.

No mercado brasileiro de derivativos cambiais, a taxa cambial normalmente utilizada para liquidação do contrato derivativo é a PTAX formada no último dia útil anterior ao vencimento do contrato. Se no vencimento do contrato a PTAX utilizada para liquidação for maior que o preço a termo do ativo, o comprador terá um ajuste bruto positivo, recebendo um crédito do vendedor, dado que ele comprou um ativo no futuro por um preço inferior ao que o mesmo vale em seu vencimento, diferentemente do vendedor, que terá um ajuste bruto negativo em sua operação. Mas, se na liquidação do contrato a PTAX for menor que o preço a termo negociado, o comprador terá um ajuste bruto negativo, devendo pagar a diferença ao vendedor, que por sua vez terá um ajuste bruto positivo.

3.5.3 Mercado futuro

Hull (1995) define um contrato futuro como “um acordo de compra ou venda de um ativo por certo preço, numa determinada data futura” Eles são negociados em Bolsa e os termos do contrato seguem seu padrão previamente estabelecido.

Para Lozardo (1998) o principal objetivo do mercado futuro é “oferecer aos seus participantes a possibilidade de fazer um seguro contra riscos provenientes de movimentos adversos nos preços à vista”. Isso é possível porque os participantes travam no presente o valor que irão receber ou pagar no futuro, independente de

qual será a taxa à vista efetiva neste momento futuro. Desta forma, eles anulam possíveis variações e impactos negativos de novas informações a serem divulgadas no período até a liquidação.

Uma importante característica dos contratos futuros é que estes são marcados a mercado (*marked to market*), ou seja, diariamente as posições em aberto sofrem um ajuste do preço do contrato de acordo com o que foi negociado no dia. As bolsas também exigem dos participantes uma margem de garantia, que é um percentual do valor do contrato. Estes procedimentos diminuem os riscos a que os participantes estão expostos (HULL, 1995).

No Brasil, as operações de futuros são negociadas na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) que, como as demais bolsas, facilitam a realização de operações e seus controles, permitindo a livre formação de preços, definindo e gerenciando as garantias das operações realizadas.

A BM&F decide as características de cada contrato futuro. Desta forma, dados como ativo-objeto, vencimento, valor de cada contrato, forma de liquidação, ajuste diário, margens de garantias e limites operacionais são todos definidos por esta.

Uma outra importante função do mercado futuro é servir como base para formação das expectativas em relação a preços futuros. Particularmente, alguns contratos futuros são bastante utilizados como vértices na montagem da estrutura temporal das taxas de juros (SECURATO, 2005).

3.5.4 Mercado de swaps

Swap é uma operação entre duas partes em que ocorre a troca de fluxos de caixa relativos a um determinado período futuro. Esses fluxos podem se referir a moedas (trocar reais x dólares, dólares x ienes japoneses), taxas de juros (pré-fixados x pós-fixados) ou a indexadores (variação cambial x CDI, CDI x IPCA).

A operação de *swap* cria uma posição virtual, que pode ser utilizada tanto para eliminar um descasamento inicialmente existente como para modificar uma posição inicial.

As operações de *swap* podem ser negociadas em mercado de balcão ou bolsa organizada. Nas operações realizadas em balcão, cada uma das partes corre o risco de sua contraparte, enquanto que nas operações realizadas em bolsa organizada, as garantias estabelecidas pelo sistema podem ser acionadas no caso de não pagamento pela contraparte.

3.5.5 Mercado de opções

As opções são fundamentalmente diferentes dos contratos futuros e a termo. Uma opção dá ao seu titular o direito comprar ou vender um ativo a um dado preço de exercício para um determinado vencimento, sem obrigá-lo a exercer tal direito, diferentemente dos contratos futuros e a termo, em que duas partes se comprometem a comprar e vender o objeto do contrato. Além disso, os contratos futuros e a termo, assim como os *swaps*, não têm um custo inicial enquanto que as opções requerem o pagamento de um prêmio para adquirir a opção.

Há dois tipos de opções :

a) opção de compra ou (*call*), que proporciona ao seu titular o direito de comprar um ativo até uma determinada data por certo preço;

b) opção de venda (*put*) que dá ao seu titular o direito de vender um ativo em até determinada por determinado preço.

A data de vencimento do contrato é conhecida como data de exercício. Assim como a data, o preço de liquidação também é chamado preço de exercício ou *strike*.

A precificação das opções (determinação do prêmio) considera cinco variáveis: valor do ativo no presente, valor futuro esperado para o ativo, taxa de juro (custo de oportunidade), prazo, e volatilidade estimada para o preço do ativo objeto.

3.6 RISCO

Risco é um conceito de grande importância na tomada de decisões financeiras. Muitas situações levam a tomada de decisões em condições de incerteza, nesses casos, essas decisões são baseadas nas expectativas em relação a eventos futuros.

Bernstein (1997, p. 261) define o risco de uma carteira como o fato de ela não conseguir fornecer ao proprietário, em alguma data terminal ou em ambos, o dinheiro que ele precisa para desembolsos essenciais. Para Assaf Neto (1999, p. 226):

O risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultados ou valores

Securato (2005) afirma que, desde que possível, a melhor forma de atenuar as condições de incerteza consiste na utilização das probabilidades dos eventos em estudo. A análise do passado do ativo em questão deve ser vista formando uma distribuição de probabilidades, sua média e seu desvio-padrão, o desvio padrão em relação à média é entendido como o risco da variável em estudo.

3.6.1 Risco Sistemático e Não Sistemático

Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2000) existem diferenças importantes entre várias fontes de risco. Riscos que têm efeito amplo no mercado, afetando grande número de ativos, são classificados como risco sistemático. Este é inerente a todos os ativos negociados no mercado, embora cada ativo possa reagir de uma forma singular diante de cada cenário estabelecido. Ele é determinado por eventos de natureza política, econômica ou social que afetarão o mercado como um todo.

Em analogia, o risco não sistemático é aquele que não afeta o mercado em geral, mas sim um único ativo, um pequeno grupo de ativos ou um segmento específico de mercado. Ele está diretamente vinculado as características singulares do ativo.

Assim, o risco total de um ativo é calculado da seguinte forma:

$$\text{Risco Total} = \text{Risco Sistemático} + \text{Risco Não Sistemático}$$

3.6.2 Risco de câmbio

O risco cambial é a possibilidade de perda ou ganho de valor de ativos ou passivos em moedas estrangeiras como consequência de uma variação no valor de mercado desta moeda. O risco de câmbio é uma consequência natural nas instituições que operam no mercado internacional; pode ser influenciado por aspectos políticos e econômicos.

A variação da cotação das moedas estrangeiras produz um efeito sobre os fluxos de caixa futuros da empresa, produzindo, portanto, perdas ou ganhos no valor entre o que se fixou no contrato que originou o fluxo e os valores observados na realização da transação cambial.

Conforme Ross, Westerfield e Jordan (2000) é possível classificar o risco em três diferentes tipos de exposições cambiais. Primeiramente, a exposição de curto prazo se refere às oscilações diárias na taxa de câmbio que podem causar incertezas para as empresas que trabalham com contratos de curto prazo, como um mês a um ano, no mercado internacional. Estas empresas podem realizar contratos a termo a fim de travar um taxa de câmbio para a liquidação futura do contrato.

Já as exposições de longo prazo podem ser influenciadas por mudanças inesperadas na estrutura econômica, por isso seus riscos são mais difíceis de ser cobertos. A principal causa disso é a inexistência ou a falta de liquidez de mercados a termo organizados para prazos muito longos, o que impossibilita que a empresa

trave taxas futuras para períodos longos. Nesse caso, a solução para as organizações cobrirem os riscos de longo prazo é casar entradas e saídas na mesma moeda estrangeira.

A exposição contábil é de alta relevância, para algumas empresas que são obrigadas a converter o balanço para outra moeda. Esta transformação pode distorcer informações contábeis.

3.6.3 Risco Político

Conforme Ross, Westerfield e Jordan (2000), o risco político decorre das variações de valor decorrentes de medidas de natureza política. Na prática, este risco pode ser exemplificado por algumas situações como a proibição de saídas de recursos estrangeiros do país e o rompimento de contratos.

Alguns países apresentam riscos políticos maiores do que outros, nesses casos, algumas empresas podem passar a exigir retornos mais elevados nos seus investimentos para compensar a possibilidade de confisco dos seus fundos. Os investidores internacionais também exigem um prêmio de risco político para investir seus recursos nesses países.

Para as operações envolvendo câmbio ou empréstimos externos, dependendo do país ou empresa com que esteja sendo realizada a operação, tem-se um risco específico. Normalmente quando for necessário envolver bancos com correspondentes em outros países surge o risco de crédito do banco estrangeiro e o risco do país.

Segundo Eiteman (2002) a administração do risco político inclui os passos dados pelas empresas para estimar a probabilidade de eventos políticos inesperados, para antecipar como tais eventos podem influenciar o bem-estar corporativo e para proteger contra perda com tais eventos.

3.7 A CRISE ECONÔMICA DE 2008

A crise econômica que abalou os mercados a partir de 2008 começou com a chamada crise do *subprime*. Segundo Peron (2009) os Estados Unidos durante algum tempo adotaram taxas de juros muito baixas para estimular o mercado imobiliário, os empréstimos eram feitos com praticamente nenhuma avaliação de crédito, foi assim criado o sistema das hipotecas *subprime*, empréstimos hipotecários de alto risco e de taxa variável concedidos a clientes sem comprovação de renda e com histórico ruim de crédito.

De acordo com o jornal Valor Econômico (junho de 2009), os bancos que criaram essas hipotecas criaram derivativos negociáveis no mercado financeiro, isto é, transformá-las em títulos livremente negociáveis e por elas lastreados, que passaram a ser vendidos para outros bancos, instituições financeiras, companhias de seguros e fundos de pensão.

Quando os Estados Unidos começaram a aumentar a taxa de juros para tentar reduzir a inflação, o sistema foi desregulado, o preço dos imóveis caiu, tornando impossível seu refinanciamento para os clientes de baixa renda, que se tornaram inadimplentes em massa, e esses títulos derivativos se tornaram de difícil aceitação, sendo negociados a qualquer preço, o que desencadeou um efeito dominó, fazendo balançar o sistema bancário internacional. A crise do crédito hipotecário provocou uma crise de confiança geral no sistema financeiro e falta de liquidez bancária (Peron, 2009).

Em setembro de 2008 um dos maiores bancos de investimento dos EUA, o Lehman Brothers pediu concordata após incorrer em perdas bilionárias em decorrência da crise financeira global. Algumas das mais importantes instituições financeiras do mundo, Citigroup e Merrill Lynch, nos Estados Unidos; Northern Rock, no Reino Unido; Swiss Re e UBS, na Suíça; Société Générale, na França declararam ter tido perdas em seus balanços, o que agravou ainda mais o clima de desconfiança, que se generalizou. No Brasil, as empresas Sadia, Aracruz e Votorantim anunciaram perdas bilionárias com derivativos (Valor Econômico, 2009).

Para evitar o colapso, o governo norte-americano reestatizou as agências de crédito imobiliário Fannie Mae e Freddie Mac, privatizadas em 1968. Em outubro de 2008, a Alemanha, a França, a Áustria, os Países Baixos e a Itália anunciaram pacotes que somam 1,17 trilhão de euros em ajuda aos seus sistemas financeiros.

Todos os setores da economia foram afetados, o PIB americano recuou 3,8% no último trimestre de 2008 - pior desempenho desde 1982. O governo americano aprovou em outubro de 2008 um pacote de ajuda de US\$ 700 bilhões. O objetivo do pacote era ajudar os bancos afetados com os derivativos lastreados nas hipotecas *subprime*. Mesmo assim, foram incluídos na ajuda bancos que não foram tão afetados, empresas de créditos, montadoras de automóveis, entre outros (Valor Econômico, 2009).

O mundo todo foi afetado pela crise econômica, o Ibovespa – principal índice da bolsa de valores brasileira atingiu mínimas abaixo dos 40.000 pontos em setembro de 2008 (Figura 7). No Japão a taxa de desemprego em junho de 2009 atingiu 5,5%, o maior em seis anos, em novembro de 2009 os Estados Unidos eliminaram 533 mil vagas de trabalho (Peron, 2009, p. 2). O PIB dos EUA caiu 1,6% em 2009 e o PIB mundial 0,6% (O Globo, 2010).

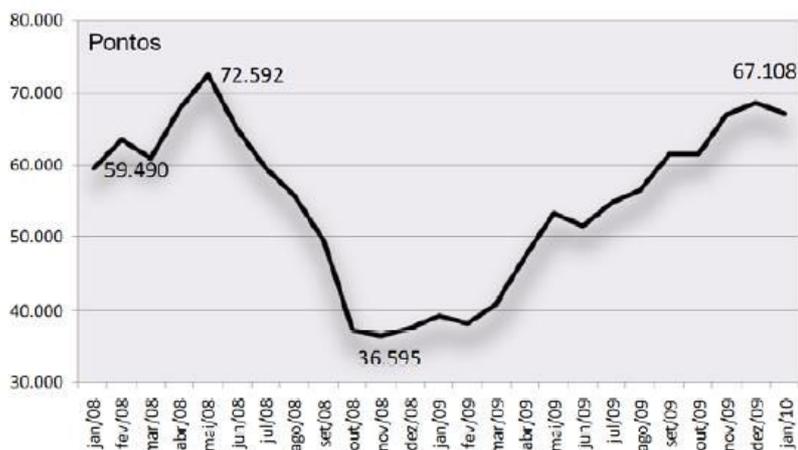


Figura 6 – Evolução do Ibovespa

Fonte: Economatica

3.8 A BM&F BOVESPA

A BM&F BOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros foi criada em 2008 com a integração entre a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Segundo dados da própria bolsa, juntas, as companhias formam uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado, a segunda das Américas e a líder no continente latino-americano. O indicador de referência da BM&FBovespa é o Ibovespa. Os segmentos da bolsa são Tradicional, Nível 1 de Governança Corporativa, Nível 2 de Governança Corporativa, Novo Mercado e recentemente foi criado o segmento Bovespa Mais.

3.9 A CVM

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda do Brasil, instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

A Lei que criou a CVM (6385/76) e a Lei das Sociedades por Ações (6404/76) disciplinaram o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas, assim classificados, as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores.

A CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. Seu poder normatizador abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários.

Conforme a Lei 6385/76, cabe à CVM, entre outras, disciplinar as seguintes matérias:

- registro de companhias abertas;

- registro de distribuições de valores mobiliários;
- credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;
- organização, funcionamento e operações das bolsas de valores;
- negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações;
- suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores;

Ainda de acordo com a lei 6385/76, a Comissão de Valores Mobiliários exercerá suas funções, com o objetivo de:

- assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

3.9.1 A Deliberação nº 550 da CVM

A deliberação nº 550 da CVM foi criada após a divulgação dos grandes prejuízos financeiros das companhias brasileiras que operavam com derivativos no exercício de 2008.

Os derivativos cambiais tem como objetivo principal o *hedge* da operação, ou seja, proteger as empresas de possíveis oscilações na cotação da moeda nacional frente a moeda estrangeira em questão. Entretanto, após as divulgações dessas prejuízos, levantou-se uma importante questão: Estariam as companhias utilizando os instrumentos financeiros derivativos com o propósito de especulação?

Com o objetivo de garantir uma maior transparência sobre a exposição das companhias abertas a esses derivativos e dar uma maior segurança ao investidor, a CVM instituiu em 17 de outubro de 2008 a deliberação nº 550.

No artigo 1º da deliberação, a CVM exige que as companhias abertas divulguem, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial.

A CVM exige que no mínimo, as notas explicativas, contenham as informações sobre a política de utilização dos derivativos; objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos; riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado; valor justo de todos os derivativos contratados; ganhos ou perdas no período; valor e tipo de margens dadas em garantia; entre outras.

No Artigo 4º da deliberação, a CVM incentiva as companhias a divulgarem também um quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, com três possíveis cenários e os resultados decorrentes da ocorrência de cada cenário.

Em dezembro de 2008 a CVM publicou a Instrução nº 475 tornando obrigatória a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade.

4 OBJETIVOS

4.1 OBJETIVO GERAL

Verificar se houve mudanças na divulgação das políticas de gestão de riscos de uma amostra de companhias de capital aberto após a deliberação nº550 da CVM e analisar o nível de transparência das informações divulgadas por estas companhias.

4.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Analisar a política de riscos das companhias da amostra antes e depois da deliberação 550 da CVM;
- Verificar se as informações acerca da gestão dos riscos das companhias da amostra são transparentes e objetivas;
- Constatar o cumprimento ou não da exigência da CVM pelas companhias da amostra.

5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho buscou analisar as políticas de *hedge* de uma amostra de empresas de capital aberto, antes e depois da deliberação 550 da CVM, buscou, ainda, verificar se as empresas estão cumprindo a exigência e com qual nível de transparência as informações estão sendo divulgadas.

Para atingir os objetivos foram realizados métodos de estudo quantitativos e qualitativos. Foram efetuadas pesquisas descritivas e exploratórias. Segundo Roesch (2007), as pesquisas descritivas são adequadas para levantamentos que buscam chegar a um diagnóstico de algum problema. As pesquisas exploratórias, por sua vez são indicadas para situações onde o problema tenha sido pouco estudado ou não estudado.

Para Gil (2006; p.43), “as pesquisas exploratórias têm como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e idéias”. As pesquisas deste tipo constituem em uma análise inicial de problemas que podem ser alvo de estudos posteriores, mais aprofundados e detalhados. As formulações teóricas neste processo buscam aproximar conceitos abrangentes e delimitar o problema a ser estudado.

Para o presente estudo foi escolhida uma amostra aleatória de empresas, optou-se por selecionar cinco companhias abertas gaúchas, duas pertencentes ao segmento tradicional da Bolsa, uma pertencente ao Nível 1 de governança corporativa, uma pertencente ao Nível 2 e uma ao Novo Mercado. Foram selecionadas somente as empresas com exposição cambial e que operavam com instrumentos financeiros derivativos.

Para a análise dos dados foram feitas pesquisas na Internet, principalmente no site da BMF Bovespa e CVM, onde todas as informações financeiras acerca das empresas pesquisadas estão disponíveis para consulta.

Foram analisados os Relatórios Anuais, Trimestrais, Balanços Patrimoniais, Demonstrativos de Resultado, Política de gestão de riscos, entre outras informações.

A deliberação 550 entrou em vigor em 17 de outubro de 2008, aplicando aos ITRs encerrados a partir de 30 de setembro de 2008, inclusive.

Optou-se por analisar os dados das demonstrações de 31 de dezembro de 2007, os ITRs (Informações Trimestrais) de 30 de junho de 2008, 30 de setembro de 2008, as demonstrações de 31 de dezembro de 2008, os ITRs de 31 de março de 2009, 30 de junho de 2009 e as demonstrações de 31 de dezembro de 2009, quando disponíveis.

Por fim, os dados foram consolidados e comparados para se verificar o antes e depois da resolução 550 da CVM, as políticas de risco e a transparência das informações divulgadas.

6 ANÁLISES

Neste capítulo serão feitas as análises das companhias selecionadas, iniciando com a Celulose Irani, posteriormente Forjas Taurus, Grendene, Marcopolo e Randon, nesta ordem.

6.1 CELULOSE IRANI

A companhia e suas controladas têm como atividades preponderantes aquelas relacionadas à indústria de papel, embalagem de papelão ondulado, industrialização de móveis em geral com predominância de madeira, bem como a industrialização de produtos resinosos e seus derivados. Atua no segmento de florestamento e reflorestamento e utiliza como base de toda sua produção a cadeia produtiva das florestas plantadas.

A Celulose Irani está no segmento de mercado tradicional da BM&F Bovespa e tem suas ações negociadas sob os códigos RANI3 e RANI4.

Na tabela abaixo estão os principais indicadores da Celulose Irani:

Tabela 1 – Indicadores Irani

ANO	2009	2008	2007
RECEITA BRUTA (em R\$ mil)	479.071	485.632	430.979
RECEITA MERCADO EXTERNO	75.474	93.220	88.893
LUCRO LÍQUIDO / PREJUÍZO	44.069	- 54.223	14.595

Fonte: Dados Econômico-Financeiros Celulose Irani

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas em 31 de dezembro de 2007

A empresa menciona que pode ser impactada por alterações adversas nas taxas de juros. De acordo com a Celulose Irani, esta exposição ao risco de taxas de juros se refere, principalmente, a mudança nas taxas de juros de mercado que afetem passivos e ativos da Companhia indexados pela taxa TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo do BNDES), CDI (Taxa de juros dos Certificados de Depósitos Interbancários), EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*) ou LIBOR (*London Interbank Offered Rate*).

Em relação à exposição cambial, a exposição líquida é o equivalente a R\$ (165.202) mil. Nas notas explicativas é mencionado “A companhia não opera com instrumentos financeiros derivativos com o propósito de especulação”. Porém a empresa não divulgou informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos.

A empresa esclarece que sua “exposição líquida cambial em moeda estrangeira é equivalente a 22 meses das exportações tomando como base a média do ano. Como o maior valor dos empréstimos e financiamentos tem sua exigibilidade de 6 anos, a companhia dispõe de um *hedge* natural em seu fluxo de caixa”.

A empresa afirma ter *hedge* natural do seu fluxo de caixa, porém menciona que não opera com derivativos com o propósito de especulação, dando a entender que opera com derivativos sim, mas com o propósito de fazer *hedge*, mas não deixa claro com quais os tipos e qual o valor dos derivativos a que está exposta.

ITR encerrado em 30 de junho de 2008

A empresa menciona novamente que pode ser impactada por alterações adversas nas taxas de juros, utiliza-se do mesmo texto anterior.

A exposição cambial líquida é de R\$ (170.920) mil. Nas notas do ITR é mencionado novamente “A companhia não opera com instrumentos financeiros derivativos com o propósito de especulação”. Também neste ITR a empresa não divulga informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos.

A empresa esclarece que sua exposição líquida cambial em moeda estrangeira é equivalente a 20 meses das exportações tomando como base a média do ano.

Praticamente as notas explicativas do ITR encerrado em 30 de junho de 2008 são as mesmas das demonstrações de 31 de dezembro de 2007, a empresa somente atualiza as informações quantitativas.

ITR encerrado em 30 de setembro de 2008

O texto sobre taxas de juros não se altera.

Em relação à exposição cambial: “A companhia mantém operações no mercado externo que estão expostas a riscos de mercado decorrentes de mudanças nas cotações de moedas estrangeiras.”

Essas operações são basicamente representadas por contratos de pré-pagamentos de exportações registrados em financiamentos, líquidos de contas a receber de exportações e vendas de créditos de carbono.

A exposição cambial líquida da companhia em 30 de setembro de 2008 é R\$ (192.125) mil. A exposição líquida cambial em moeda estrangeira é equivalente a 24 meses das exportações tomando como base a média do ano.

Neste ITR a companhia apresenta com um maior detalhamento as suas operações com derivativos, conforme mostrado a seguir no Quadro 2.

Operações em US\$ mil	Controladora e Consolidado		
	Parte ativa	Parte Passiva	Valor justo líquido
a) Operação de pré-pagamento de exportação			
Swap de troca de taxa	67.869	67.869	
Taxa de juros	8% a.a.	Libor + spread fixo	(1.296)
b) Operação 2770			
Swap de troca de taxa pré para duplo indexador	9.708	9.708	
Taxa de juros	3,49% a.a.	0,29% a.a. ou % CDI	103
Operação em R\$ mil			
c) Empréstimo de capital de giro		2.500	
Taxa de juros com <i>Strike</i> de dólar		0,95% a.m. + variação % do dólar a taxa determinada	(1.119)

Quadro 2 – Exposição aos derivativos Celulose Irani

Fonte: ITR 30/09/2008 Celulose Irani

A companhia continua mencionando que não opera com instrumentos financeiros derivativos com o propósito de especulação. Nas notas explicativas cada uma dessas operações é detalhada.

De acordo com a empresa:

“Todas as operações expostas à variação cambial estão adequadas ao volume de exportações da empresa de forma que os pagamentos em moeda forte (dólar e euro) ao longo do tempo sejam equivalentes aos recebimentos nestas mesmas moedas.”

A empresa informa que não tem operações de Trava Cambial, *NDF – Non Delivery Forward*, *Target Forward*, ou operações sujeitas a verificações intermediárias.

A empresa não faz a análise de sensibilidade que a CVM incentiva a divulgar.

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2008

A explicação sobre as taxas de juros e exposição cambial é a mesma.

A exposição cambial líquida da companhia em 31 de dezembro de 2008 é R\$ (236.865) mil. A exposição líquida cambial em moeda estrangeira é equivalente a 28 meses das exportações tomando como base a média do ano.

A companhia apresenta com maior detalhamento suas operações com derivativos, conforme demonstrado no Quadro 3.

Operações em mil	Controladora e Consolidado		
	Parte ativa em US\$	Parte Passiva em US\$	Valor justo líquido R\$
Operação de pré-pagamento de exportação			
Swap de troca de taxa	65.200	65.200	
Taxa de juros	8% a.a.	Libor + spread fixo	178

Quadro 3 – Exposição aos derivativos Celulose Irani

Fonte: Demonstrações Anuais 31/12/2008 Celulose Irani

O restante das informações não se altera. Não há análise de sensibilidade.

ITR encerrado em 31 de março de 2009

As explicações qualitativas dadas pela companhia não se alteram. A exposição cambial líquida da companhia em 31 de março de 2009 é R\$ (229.560) mil. A exposição líquida cambial em moeda estrangeira é equivalente a 26 meses das exportações tomando como base a média do ano.

Neste ITR a companhia não divulga a tabela com os tipos de derivativos utilizados e seu valor justo.

ITR encerrado em 30 de junho de 2009

As explicações qualitativas dadas pela companhia não se alteram. A exposição cambial líquida da companhia em 30 de junho de 2009 é R\$ (194.252) mil. A exposição líquida cambial em moeda estrangeira é equivalente a 22 meses das exportações tomando como base a média do ano.

Neste ITR novamente não há informações mais detalhadas sobre a política de utilização de instrumentos financeiros derivativos, tampouco os tipos de derivativos e o valor da sua exposição.

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2009

As explicações qualitativas dadas pela companhia não se alteram. A exposição cambial líquida da companhia em 31 de dezembro de 2009 é R\$ (163.447) mil. A exposição líquida cambial em moeda estrangeira é equivalente a 24 meses das exportações tomando como base a média do ano.

A companhia informa não possuir operações com instrumentos derivativos de qualquer natureza. Possivelmente o derivativo denominado *swap* já fora liquidado nesta data.

Mesmo sem utilizar-se dos derivativos a empresa divulga um quadro de análise de sensibilidade como a CVM recomenda, como mostra o Quadro 4 que é a seguir apresentado.

Operação	Saldo 31.12.09 US\$	Cenário I Ganho (perda)		Cenário II Ganho (perda)		Cenário III Ganho (perda)	
		Taxa	R\$	Taxa	R\$	Taxa	R\$
Ativos							
Contas a receber	6.760	1,78	262	2,23	3.270	2,67	6.278
Passivos							
Contas a pagar	(333)	1,78	(13)	2,23	(161)	2,67	(309)
Empréstimos e financiamentos	(100.249)	1,78	(3.890)	2,23	(48.501)	2,67	(93.112)
Efeito líquido			(3.640)		(45.391)		(87.142)

Quadro 4 – Análise de sensibilidade Celulose Irani

Fonte: Demonstrações Anuais 31/12/2009 Celulose Irani

6.1.2 Análise dos dados Celulose Irani

Analisando as demonstrações de 2007 e ITRs até a data da deliberação 550 da CVM, viu-se que a empresa em questão não divulgava os valores e tipos de derivativos a que estava exposta, não permitindo assim que o investidor tivesse condições de avaliar a relevância de tais instrumentos para a posição financeira e os resultados da empresa.

Já no ITR de 30 de setembro de 2008, quando a deliberação entrou em vigor, a companhia publicou um quadro com as operações de derivativos a que estava exposta, que eram basicamente contratos de *swaps* de troca de taxas de juros nas operações de pré-pagamento de exportação, de operações 2770 e de empréstimos de capital de giro, cada operação está evidenciada com os valores e taxas nas partes ativas e passivas e valor justo do contrato se fosse liquidado naquela data. Porém falta a análise de sensibilidade da variável em questão que a empresa não publica.

Nas demonstrações de 31 de dezembro de 2008 a companhia aparentemente reduz as operações de derivativos, evidenciando em aberto somente um contrato de *swap* de troca de taxas na operação de pré-pagamento.

No ITR de 31 de março de 2009 a companhia não detalha seus derivativos, não explica se o contrato de *swap* que estava aberto nas demonstrações anteriores

foi liquidado. Fala somente que a companhia não tem operações de Trava Cambial, *NDF – Non Delivery Forward, Target Forward*, ou operações alavancadas sujeitas a verificações intermediárias.

Nas demonstrações de 31 de dezembro de 2009 a Celulose Irani informa não ter nenhuma operação de derivativos em aberto.

Em todas as notas explicativas a política mencionada é a de manter um *hedge* natural, a empresa informa ter passivos de longo prazo indexados a moedas estrangeiras que seriam equivalentes ao volume de exportações da empresa ao longo do tempo, casando assim os fluxos de entrada e saída de recursos em dólar e euro.

Em todas as notas a empresa também esclarece que não opera com derivativos com o propósito de especulação.

Pôde-se verificar nas notas da Celulose Irani que as políticas gestão de riscos não são claramente divulgadas. Após a deliberação entrar em vigor a empresa passou a divulgar os derivativos a que esta exposta, com exceção do ITR de 31 de março de 2009 que não fica bem claro se a empresa ainda tinha posição em aberto ou não, mas com o passar do tempo, vai se reduzindo a exposição aos derivativos, nesse caso somente o *swap*, até que a empresa não mais opere com instrumentos financeiros derivativos.

6.2 FORJAS TAURUS

As atividades da companhia consistem na fabricação e na comercialização de revólveres, pistolas civis e militares, munições, industrialização de forjados e usinados de metais por encomenda e a participação em outras empresas. As empresas controladas e coligada dedicam-se à produção e comercialização de pistolas civis, óculos, coletes à prova de balas, escudos antitumulto, capacetes para motociclistas, produtos plásticos injetados, ferramentas para construção civil,

mecânica, jardinagem e produtos congêneres, máquinas-ferramenta e caldeirados, bem como, à usinagem de metais por encomenda.

A Forjas Taurus está no segmento de mercado tradicional da BM&F Bovespa e tem suas ações negociadas sob os códigos FJTA3 e FJTA4.

A seguir, na tabela 2 estão os principais indicadores da Forjas Taurus.

Tabela 2 – Indicadores Forjas Taurus

ANO	2009	2008	2007
RECEITA BRUTA (em R\$ milhões)	815,9	724,3	523,9
RECEITA MERCADO EXTERNO (em R\$ milhões)	403,3	280,1	168,7
LUCRO LÍQUIDO	50,8	55,1	43,6

Fonte: Dados econômico-financeiros Forjas Taurus

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2007

A companhia não divulga informações sobre instrumentos financeiros derivativos nas notas explicativas.

ITR encerrado em 30 de junho de 2008

Neste ITR a companhia informa que mantém contratadas operações de compra e venda de moeda estrangeira a termo, no montante base de US\$ 29 milhões e com vencimentos até setembro de 2008, tendo com essas operações um ganho bruto, ainda não realizado, de R\$ 5.706 mil.

A companhia não dá maiores detalhes dos tipos dos instrumentos financeiros derivativos que são utilizados.

ITR encerrado em 30 de setembro de 2008

Neste ITR a Forjas Taurus disponibiliza maiores informações acerca da sua política de utilização de derivativos, é mencionado que a gestão dos instrumentos financeiros é baseada em estratégias que visam liquidez, rentabilidade e segurança, e que a companhia faz um acompanhamento freqüente das taxas contratadas versus as taxas de mercado visando um maior controle dessas operações. A companhia menciona que não efetua aplicações com caráter especulativo e nem em ativos de risco.

A empresa divulga que tem como política a eliminação dos riscos de mercado, dessa forma a empresa evita assumir posições expostas a flutuações de valores de mercado e opera apenas instrumentos que permitam controles e riscos. Divulga que os contratos de derivativos em aberto referem-se operações de compra e venda de moeda estrangeira a termo e são utilizados, principalmente, como instrumentos para *hedge* dos riscos de taxa de câmbio associados às exportações.

Apesar de ter contratos derivativos em aberto, a Forjas Taurus menciona adotar a política de *hedge* natural, procurando manter uma posição de equilíbrio entre ativos e passivos suscetíveis à variação cambial. O Quadro 5, a seguir, traz as exposições divulgadas.

<i>Valores em milhares de dólares</i>	<u>Controladora</u>		<u>Consolidado</u>	
	<u>30/09/08</u>	<u>30/09/07</u>	<u>30/09/08</u>	<u>30/09/07</u>
A. Investimentos e outros valores a receber	49,230	54,202	50,577	55,160
B. Empréstimos, financiamentos e outros valores a pagar	(11,821)	(12,886)	(22,732)	(17,549)
C. Operações financeiras com derivativos cambiais	(91,500)		(91,500)	
D. Déficit (Superávit) apurado a-(b+c)	<u>(54,091)</u>	<u>41,316</u>	<u>(63,655)</u>	<u>37,611</u>

Quadro 5 – Exposição aos derivativos Forjas Taurus

Fonte: ITR 30 set 2008 Forjas Taurus

A companhia afirma que realizou operações com derivativos que ocasionaram perdas líquidas no montante de R\$ 3.913 mil no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2008, e que as despesas financeiras somaram R\$ 11.357 mil e receitas financeiras R\$ 7.444 mil.

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2008

A explicação sobre os derivativos praticamente é a mesma do ITR encerrado em 30 de setembro de 2008. O valor dos derivativos em aberto em 31 de dezembro era de US\$ 68,1 milhões.

A Forjas Taurus reconheceu diretamente no patrimônio líquido o valor de R\$ 21.884 mil, correspondente às alterações no valor justo das operações de *hedge* de fluxo de caixa em aberto, líquido dos efeitos tributários, conforme quadro abaixo:

Perdas de instrumentos financeiros derivativos de <i>hedge</i> de fluxo de caixa em 2008				
	<u>Controladora</u>		<u>Consolidado</u>	
	<u>Resultado</u>	<u>Patrimônio Líquido</u>	<u>Resultado</u>	<u>Patrimônio Líquido</u>
Riscos cambiais – Valores líquido de impostos	<u>(12.752)</u>	<u>(21.884)</u>	<u>(12.752)</u>	<u>(21.884)</u>

Quadro 6 – Perdas com derivativos Forjas Taurus

Fonte: Dados econômico-financeiros Forjas Taurus

A empresa também apresenta uma Análise de Sensibilidade, de acordo com a Instrução da CVM. O cenário provável é o adotado pela companhia, o cenário A é com deterioração de 25% da variável de risco considerada e o B é com deterioração de 50%, conforme mostra o Quadro 7.

Operação	Risco	Controladora			Consolidado		
		Cenário provável	Cenário A	Cenário B	Cenário provável	Cenário A	Cenário B
Hedge	Derivativo (desvalorização do Real)	(38.345)	(75.115)	(114.903)	(38.345)	(75.115)	(114.903)
Exportações (US\$)	(desvalorização do Real)	33.157	65.778	101.205	33.157	65.778	101.205
Efeito líquido		<u>(5.188)</u>	<u>(9.337)</u>	<u>(13.698)</u>	<u>(5.188)</u>	<u>(9.337)</u>	<u>(13.698)</u>

Quadro 7 – Análise de sensibilidade Forjas Taurus

Fonte: Dados econômico-financeiros Forjas Taurus

ITR encerrado em 31 de março de 2009

A explicação sobre os derivativos praticamente é a mesma das demonstrações anteriores. O valor dos contratos em aberto soma US\$ 29,5 milhões.

A companhia informa ter reconhecido diretamente no patrimônio líquido o valor de R\$ 7.134 mil, correspondente às alterações no valor justo das operações de *hedge* de fluxo de caixa em aberto, líquido dos efeitos tributários, conforme Quadro 8 a seguir.

	Controladora		Consolidado	
	Resultado	Patrimônio Líquido	Resultado	Patrimônio Líquido
Riscos cambiais – Valores líquido de impostos	<u>(18.934)</u>	<u>(7.134)</u>	<u>(18.934)</u>	<u>(7.134)</u>

Quadro 8 – Perdas com derivativos Forjas Taurus

Fonte: ITR 31 mar 2009 Forjas Taurus

A empresa novamente também apresenta uma Análise de Sensibilidade, de acordo com a Instrução da CVM, conforme demonstra o Quadro 9 a seguir.

Operação	Risco	Controladora			Consolidado		
		Cenário provável	Cenário A	Cenário B	Cenário provável	Cenário A	Cenário B
Hedge	Derivativo (desvalorização do Real)	(12.204)	(28.773)	(45.848)	(12.204)	(28.773)	(45.848)
Exportações (US\$)	(desvalorização do Real)	14.516	34.584	55.160	14.516	34.584	55.160
Efeito líquido		<u>2.312</u>	<u>5.811</u>	<u>9.312</u>	<u>2.312</u>	<u>5.811</u>	<u>9.312</u>

Quadro 9 – Análise de sensibilidade Forjas Taurus

Fonte: ITR 31 mar 2009 Forjas Taurus

ITR encerrado em 30 de junho de 2009

As explicações qualitativas dadas pela companhia não se alteram. A Forjas Taurus informa que em 30 de junho de 2009 o valor justo das operações com derivativos representa um ativo no valor de R\$ 398 mil, contabilizado na rubrica outras contas a receber do ativo circulante. Porém no ano de 2009 a companhia relatou uma perda de R\$ 22.130 mil com instrumentos financeiros derivativos, conforme demonstrado no Quadro 10. Segundo a empresa os contratos em aberto nesta data somavam US\$ 31,6 milhões.

Resultado com instrumentos financeiros derivativos em 2009		
	Controladora	Consolidado
Riscos cambiais	<u>(22.139)</u>	<u>(22.139)</u>

Quadro 10 – Perdas com derivativos Forjas Taurus

Fonte: ITR 31 jun 2009 Forjas Taurus

A companhia também divulga a análise de sensibilidade, de acordo com a Instrução da CVM, como mostra o Quadro 11 a seguir.

Operação	Risco	Controladora			Consolidado		
		Cenário provável	Cenário A	Cenário B	Cenário provável	Cenário A	Cenário B
Hedge	Derivativo (desvalorização do Real)	398	(13.680)	(29.097)	398	(13.680)	(29.097)
Exportações (US\$)	(desvalorização do Real)	(1.565)	29.586	63.372	(1.565)	29.586	63.372
Efeito líquido		<u>(1.167)</u>	<u>15.906</u>	<u>34.275</u>	<u>(1.167)</u>	<u>15.906</u>	<u>34.275</u>

Quadro 11 – Análise de sensibilidade Forjas Taurus

Fonte: ITR 31 jun 2009 Forjas Taurus

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2009

As explicações dadas acerca dos derivativos não se alteram. A companhia informa que em 31 de dezembro de 2009 o valor justo das operações com derivativos apresenta um ativo no valor de R\$ 695 mil, conforme Quadro 12. Os contratos em aberto somavam US\$ 20 milhões.

Resultado com instrumentos financeiros derivativos em 2009			
	Controladora		
	Valor realizado	Valor provisionado	Saldo em 31/12/09
Varição cambial, líquida	(14.097)	695	(13.402)
Consolidado			
	Valor realizado	Valor provisionado	Saldo em 31/12/09
Varição cambial, líquida	(14.097)	695	(13.402)

Quadro 12 – Resultado com derivativos Forjas Taurus

Fonte: Dados econômico-financeiros 31 dez 2009 Forjas Taurus

A companhia também divulga, conforme mostra o Quadro 13, a análise de sensibilidade com o cenário provável e cenários de deterioração de 25% e 50% da variável considerada, de acordo com a Instrução da CVM.

Operação	Risco	Controladora			Consolidado		
		Cenário provável	Cenário A	Cenário B	Cenário provável	Cenário A	Cenário B
<i>Hedge</i>	Derivativo (desvalorização do Real)	695	(7.806)	(16.512)	695	(7.806)	(16.512)
Exportações (US\$)	(desvalorização do Real)	(845)	7.781	16.497	(845)	7.781	16.497
Efeito líquido		(150)	(25)	(15)	(150)	(25)	(15)

Quadro 13 – Análise de sensibilidade Forjas Taurus

Fonte: Dados econômico-financeiros 31 dez 2009 Forjas Taurus

6.2.1 Análise dos dados Forjas Taurus

Nas notas das demonstrações de 2007 a empresa não divulga nenhuma informação sobre derivativos, em 30 de junho de 2008 divulga somente o valor total dos contratos derivativos, US\$ 29 milhões, entre operações de compra e venda de moeda estrangeira, mas não há um maior detalhamento dessas operações, não possibilitando assim que o investidor possa avaliar a real situação da empresa.

Já no ITR encerrado em 30 de setembro de 2008, quando a deliberação 550 já estava em vigor, a empresa apresenta toda sua política de riscos de mercado, declarando que não faz aplicações com o propósito de especulação, mas sim somente para o *hedge* de suas operações. A Taurus, da mesma forma que a Celulose Irani também afirma utilizar a política de *hedge* natural, casando ativos e passivos indexados à variação cambial. A empresa não divulga o quadro de sensibilidade.

A partir das demonstrações de 2008, a empresa começa a divulgar as perdas e ganhos com as operações de derivativos, neste caso somente perdas foram

apuradas, divulga também os vencimentos e valores dos contratos de derivativos em aberto e um quadro com a análise de sensibilidade.

A Taurus não divulga os nomes dos instrumentos derivativos que opera e tampouco o valor justo, mas as explicações nos levam a crer que são contratos de NDF (*Non-deliverable Forwards*), a empresa vende dólar futuro através de contratos de NDF para proteger suas exportações e também compra dólar futuro para proteger seus empréstimos e financiamentos em moeda estrangeira, também não está explícito se a empresa opera no mercado de balcão ou em bolsa organizada. Além disso, a empresa também afirma que se utiliza do *hedge* natural para proteger seu fluxo de caixa e que também não opera com derivativos com o propósito de especulação.

6.3 GRENDENE

A Grendene é uma empresa produtora de calçados sintéticos. A empresa é detentora de marcas como Melissa, Rider, Grendha, Ipanema Gisele Bündchen, Ipanema, Grendene Kids e Grendene Baby e Ilhabela.

As ações da Grendene são negociadas no Novo Mercado da BM&F Bovespa, sob o código GRND3.

A seguir, na tabela 3 estão os principais indicadores da Grendene:

Tabela 3 – Indicadores Grendene

ANO	2009	2008	2007
RECEITA BRUTA (em R\$ milhões)	1.819,4	1.576,0	1.515,0
RECEITA MERCADO EXTERNO (em R\$ milhões)	355,0	355,0	249,0
LUCRO BRUTO	655,5	599,2	587,7

Fonte: Dados Econômico-Financeiros Grendene

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2007

A companhia informa que as operações de *hedge* são feitas a partir da contratação de operações de venda e compra de dólar futuro na BM&F de São Paulo, cujo objetivo é maximizar o preço de cotação do dólar dos produtos exportados. Não há outras operações que possam ser interpretadas como instrumentos derivativos. Até 31 de dezembro de 2007 a companhia registrou um ganho de R\$ 25.387 mil (R\$ 19.569 mil em 2006) líquido dos custos, com essas operações. Não há maiores informações.

ITR encerrado em 30 de junho de 2008

O texto não se altera. Até 30 de junho de 2008 a companhia registrou um ganho de R\$13.739 mil (R\$14.955 mil em 30 de junho de 2007) líquido dos custos, com as operações de *hedge* na BM&F.

ITR encerrado em 30 de setembro de 2008

Neste ITR a companhia trata dos principais riscos a que esta exposta, risco de crédito, risco de câmbio e risco de taxa de juros.

Com relação ao risco de câmbio, que é o principal estudo desse trabalho, a companhia informa que utiliza instrumentos financeiros derivativos com a finalidade específica de *hedge* cujo portfólio consiste basicamente em contratos de vendas e compras a termo – *NDF*, e que todas as operações de derivativos são realizadas

com bancos de primeira linha, registradas na CETIP S.A. – Balcão Organizados de Ativos e Derivativos. Neste ITR é mencionado que a Grendene não permite a utilização de instrumentos financeiros derivativos com propósito de especulação.

A companhia divulga sua exposição aos derivativos, conforme demonstrado no Quadro 14.

Descrição	Valor de Referência (nacional)		Valor Justo		Efeito acumulado (período)				
	Moeda	30/09/08	30/06/08	Moeda	30/09/08	30/06/08	Moeda	30/09/08	30/06/08
Com vencimento em 2008									
Contrato a Termo (NDF):									
Posição Vendida									
Moeda estrangeira	US\$	79.750	56.250	R\$	(6.276)	114	R\$	(6.276)	114
Contrato de Swap									
Vencimentos taxas Pré x Pós IT10	R\$	50.000	50.000	R\$	202	284	R\$	202	284

Quadro 14 – Exposição aos derivativos Grendene

Fonte: ITR 30 set 2009 Grendene

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2008

A empresa informa que tem operações de *hedge* cambial, e que a estratégia de contratação destas operações tem como objetivo a proteção das receitas de vendas e ativos financeiros da companhia e de suas controladas sujeitas à exposição cambial. Informa também que estes instrumentos são utilizados com a finalidade específica de proteção, cujo portfólio consiste, na venda de dólares dos Estados Unidos futuro, mediante contratos de NDF (*Non-deliverable forwards*).

A companhia detalha melhor suas operações com derivativos, informando os limites máximos de exposição cambial líquida, que são compostos de: (i) saldos bancários em moeda estrangeira mantidos no exterior; (ii) aplicações financeiras mantidas no exterior; (iii) saldo de contas a receber de câmbios a contratar; (iv) projeções de exportações de até 90 dias, menos (v) saldos de fornecedores mantidos em moeda estrangeira e (vi) importações em andamento. A empres

informa que estes riscos são monitorados diariamente e administrados através de controles internos, que visam demonstrar os limites de exposição e adequá-los a política de gestão de riscos da companhia.

Da mesma forma que nas demonstrações anteriores a Grendene afirma não utilizar instrumentos financeiros derivativos exóticos com propósito de especulação.

A empresa também detalha as garantias exigidas por essas operações e divulga a sua exposição, conforme demonstrada no Quadro 15 a seguir.

Descrição	Valor de Referência (notional)			Valor Justo			Efeito acumulado (exercício)		
	Moeda	31/12/2008	31/12/2007	Moeda	31/12/2008	31/12/2007	Moeda	31/12/2008	31/12/2007
Contratos Futuros:									
Compromissos de Venda (NDF)									
Posição Vendida									
Moeda Estrangeira									
	US\$	98.500	55.000	R\$	232.279	97.453	R\$	7.600	518
Total	US\$	98.500	55.000	R\$	232.279	97.453	R\$	7.600	518

Quadro 15 – Exposição aos derivativos Grendene

Fonte: Dados econômico-financeiros 31 dez 2008 Grendene

Atendendo a deliberação e a instrução da CVM, a empresa divulga a análise de sensibilidade com três cenários, conforme Quadro 16.

OPERAÇÃO	Moeda	31/12/2008	Valor de Referência	
			Cotação do dólar em 31/12/2008	Valor em R\$
Cenário Provável				
<u>Compromissos de Venda (NDF)</u>				
Posição Vendida	US\$	98.500	R\$ 2,3370	R\$ 230.195
Cenário Possível - 25%				
<u>Compromissos de Venda (NDF)</u>				
Posição Vendida	US\$	98.500	R\$ 2,9213	R\$ 287.748
Cenário Remoto - 50%				
<u>Compromissos de Venda (NDF)</u>				
Posição Vendida	US\$	98.500	R\$ 3,5055	R\$ 345.292
				R\$ (115.097)

Quadro 16 – Análise de sensibilidade Grendene

Fonte: Dados econômico-financeiros 31 dez 2008 Grendene

ITR encerrado em 31 de março de 2009

O texto não se altera, a companhia se utiliza das mesmas informações divulgadas no demonstrativo anterior. A Grendene divulga sua a exposição aos derivativos conforme demonstrado no Quadro 17.

Descrição	Valor de Referência (nominal)			Valor Justo			Efeito acumulado (exercício)		
	Moeda	31/03/2009	31/12/2008	Moeda	31/03/2009	31/12/2008	Moeda	31/03/2009	31/12/2008
Contratos Futuros:									
Compromissos de Venda (NDF)									
Posição Vendida									
Moeda Estrangeira									
	US\$	61.250	98.500	R\$	143.858	232.279	R\$	1.486	7.600
Total	US\$	61.250	98.500	R\$	143.858	232.279	R\$	1.486	7.600

Quadro 17 – Exposição aos derivativos Grendene

Fonte: ITR 31 mar 2009 Grendene

Divulga também um quadro com análise de sensibilidade com três cenários, conforme Quadro 18 a seguir.

OPERAÇÃO	Moeda	Valor de Referência		
		31/03/2009	Cotação do dólar em 31/03/2009	Valor em R\$
Cenário Provável				
<u>Compromissos de Venda (NDF)</u>				
Posição Vendida	US\$	61.250	R\$ 2,3152	141.806
Cenário Possível - 25%				
<u>Compromissos de Venda (NDF)</u>				
Posição Vendida	US\$	61.250	R\$ 2,8940	177.258 (35.452)
Cenário Remoto - 50%				
<u>Compromissos de Venda (NDF)</u>				
Posição Vendida	US\$	61.250	R\$ 3,4728	212.709 (70.903)

Quadro 18 – Análise de sensibilidade Grendene

Fonte: ITR 31 mar 2009 Grendene

ITR encerrado em 30 de junho de 2009

O texto não se altera, a companhia se utiliza das mesmas informações divulgadas no demonstrativo anterior. A Grendene divulga sua exposição, conforme Quadro 19.

Descrição	Valor de Referência (notional)			Valor Justo			Saldos a Receber/Pagar		
	Moeda	30/06/2009	31/03/2009	Moeda	30/06/2009	31/03/2009	Moeda	30/06/2009	31/03/2009
Contratos Futuros:									
Compromissos de Venda (NDF)									
Posição Vendida									
Moeda Estrangeira									
	US\$	43.250	61.250	R\$	85.490	143.858	R\$	260	1.486
Total	US\$	43.250	61.250	R\$	85.490	143.858	R\$	260	1.486

Quadro 19 – Exposição aos derivativos Grendene

Fonte: ITR 30 jun 2009 Grendene

Divulga também um quadro com análise de sensibilidade com três cenários, como demonstrado no Quadro 20.

OPERAÇÃO	Moeda	30/06/2009	Valor de Referência	
			Cotação do dólar em 30/06/2009	Valor em R\$
Cenário Provável				
Compromissos de Venda (NDF)				
Posição Vendida	US\$	43.250	R\$ 1,9766	85.490
Cenário Possível - 25%				
Compromissos de Venda (NDF)				
Posição Vendida	US\$	43.250	R\$ 2,4708	106.862 (21.372)
Cenário Remoto - 50%				
Compromissos de Venda (NDF)				
Posição Vendida	US\$	43.250	R\$ 2,9650	128.236 (42.746)

Quadro 20 – Análise de sensibilidade Grendene

Fonte: ITR 30 jun 2009 Grendene

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2009

O texto não se altera, a companhia se utiliza das mesmas informações divulgadas no demonstrativo anterior. A Grendene divulga sua exposição da empresa, como demonstrado no Quadro 21 a seguir.

Descrição	Valor de Referência (notional)			Valor Justo			Saldo a Receber (Pagar)		
	Moeda	31/12/09	31/12/08	Moeda	31/12/09	31/12/08	Moeda	31/12/09	31/12/08
Contratos Futuros:									
Compromissos de Venda (NDF)									
Posição Vendida									
Moeda Estrangeira									
	US\$	67.500	98.500	R\$	118.367	232.279	R\$	(19)	7.800
Total	US\$	67.500	98.500	R\$	118.367	232.279	R\$	(19)	7.800

Quadro 21 – Exposição aos derivativos Grendene

Fonte: Dados econômico-financeiros 2009 Grendene

Divulga também um quadro com análise de sensibilidade com três cenários, conforme Quadro 22.

OPERAÇÃO	Moeda	Valor de Referência		
		31/12/09	Cotação do dólar em 31/12/09	Valor em R\$
Cenário Provável				
<u>Compromissos de Venda (NDF)</u>				
Posição Vendida	US\$	67.500	R\$ 1,7536	118.367
Cenário Possível - 25%				
<u>Compromissos de Venda (NDF)</u>				
Posição Vendida	US\$	67.500	R\$ 2,1920	147.960 (29.593)
Cenário Remoto - 50%				
<u>Compromissos de Venda (NDF)</u>				
Posição Vendida	US\$	67.500	R\$ 2,6304	177.552 (59.185)

Quadro 22 – Análise de sensibilidade Grendene

Fonte: Dados econômico-financeiros 2009 Grendene

6.3.1 Análise dos dados Grendene

A Grendene em suas notas as demonstrações de 2007 e no ITR de 30 de junho de 2008 declara que tem operações de *hedge* na bolsa de valores de São Paulo e que obteve ganhos expressivos com estas operações. Não há maiores detalhes.

Já no ITR de 30 de setembro de 2008, quando a deliberação entrou em vigor, a Grendene detalha sua política de riscos. Esclarece que utiliza basicamente contratos de NDF para proteger as suas receitas de exportação e que utiliza os derivativos somente para *hedge*, nunca com o objetivo de especulação. A empresa divulga um quadro detalhando sua exposição aos derivativos, incluindo o valor notional, valor justo e o efeito acumulado no período. Não divulga a análise de sensibilidade.

A política de gestão de riscos da Grendene é ainda melhor explicada nas notas a partir das demonstrações de 2008, muitas informações estão disponíveis aos investidores de forma bem clara, os valores dos contratos são divulgados e é feita também a análise de sensibilidade, tanto para os contratos de NDF quanto para os de *swap* de taxas de juros. Falta somente a divulgação das perdas ou ganhos do período.

A Grendene informa que tem como política usar basicamente contratos de NDF para se proteger das variações cambiais, grande parte de suas receitas vem da exportação, a empresa declara não ter nenhum tipo de financiamento ou empréstimo indexado a moeda estrangeira, e que portanto os contratos em aberto se referem à venda de dólar futuro, todas as operações de NDF são efetuadas junto à BM&F através de corretoras especializadas, realizadas sem margemento. A empresa informa que possui aplicações financeiras e investimentos no exterior que se constituem um *hedge* natural. A companhia informa também que a administração proíbe a utilização de derivativos exóticos e a especulação com esses instrumentos financeiros.

6.4 MARCOPOLO

A companhia tem por objeto a fabricação e comércio de ônibus, veículos automotores, carrocerias, peças, máquinas agrícolas e industriais, importação e exportação, podendo ainda participar de outras sociedades.

A Marcopolo está no segmento Nível 2 de Governança Corporativa da BM&F Bovespa e suas ações são negociadas sob os códigos POMO3 e POMO4. Na Tabela 4 é apresentado um resumo dos principais indicadores de desempenho da Marcopolo.

Tabela 4 – Indicadores Marcopolo

ANO	2009	2008	2007
RECEITA BRUTA (em R\$ milhões)	2.554,4	3.024,2	2.467,0
RECEITA MERCADO EXTERNO (em R\$ milhões)	964,5	978,8	869,9
LUCRO BRUTO	395,8	474,1	342,5

Fonte: Dados econômico-financeiros Marcopolo

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2007

A companhia informa que a administração dos instrumentos financeiros é efetuada por meio de estratégias operacionais, visando liquidez, rentabilidade e segurança e que não aplica em derivativos ou quaisquer outros ativos de risco em caráter especulativo.

A política de gestão de riscos informada pela Marcopolo é a eliminação dos riscos de mercado, evitando assumir posições expostas a flutuações de valores de mercado e operando apenas instrumentos que permitam controles de riscos. A maior parte dos contratos de derivativos informados é com operações de *swap*.

Segundo a companhia os contratos futuros de dólar da BM&F são utilizados como instrumentos para *hedge* de taxas de financiamentos.

Em 31 de dezembro de 2007, a companhia declarava possuir operações de *forward* no Brasil no montante de US\$ 127.911 mil, com vencimentos entre janeiro de 2008 a agosto de 2008, com taxa de dólar pré-fixada entre R\$ 1,8118 (em reais um) e R\$ 2,0854 (em reais um), e operações de *forward* na África do Sul no montante de US\$ 17.134 mil, com vencimentos entre janeiro de 2008 a maio de 2008, com taxa de dólar pré-fixada entre Rande \$ 6,6348 (em rande um) e Rande \$ 7,4667 (em rande um).

A Marcopolo também menciona nestas demonstrações que Administração tem adotado a política de manter *hedge* natural com a manutenção de ativos vinculados suscetíveis também, à variação cambial, como estratégia para prevenção e redução dos efeitos da flutuação da taxa de câmbio.

ITR encerrado em 30 de junho de 2008

O texto não se altera. Em 30 de junho de 2008 a empresa informa que possuía operações de *forward* no Brasil no montante de US\$ 47.079 mil, com vencimentos entre julho de 2008 a dezembro de 2008, com taxa de dólar pré-fixada entre R\$ 1,6490 (em reais um) e R\$ 1,8362 (em reais um) e operações de *forward* na África do Sul no montante de US\$ 18.169 mil, com vencimentos entre julho de 2008 a dezembro de 2008, com taxa de dólar pré-fixada entre Rande \$ 7,6566 (em rande um) e Rande \$ 8,4922 (em rande um).

ITR encerrado em 30 de setembro de 2008

Permanece o texto anterior, mas a companhia divulga mais dados acerca dos derivativos. Em 30 de setembro de 2008 a empresa declarou possuir operações a termo de dólares sem entrega “*Non Deliverable Forwards*” (*NDF*) no Brasil no montante de US\$ 115.081 mil, com vencimentos entre outubro de 2008 a junho de 2009, com taxa de dólar pré-fixada entre R\$ 1,5570 (em reais um) e R\$ 1,9650 (em reais um) e operações de “*forward*” na África do Sul no montante de US\$ 15.856 mil, com vencimentos entre outubro de 2008 a fevereiro de 2009, com taxa de dólar pré-fixada entre Rande \$ 7,2500 (em rande um) e Rande \$ 8,1500 (em rande um).

A companhia divulga uma estimativa do valor de mercado da posição com os contratos de *NDFs* e *Forward*, conforme demonstrado no Quadro 23 a seguir.

Descrição	Valor de referência (nacional)		Valor de mercado		Efeito acumulado (período atual)	
					Valor a receber/ (recebido)	Valor a pagar/ (pago)
	30/09/08	30/06/08	30/09/08	30/06/08	30/09/08	30/06/08
Contratos a termo	-	-	-	-	-	-
Posição comprada	-	-	-	-	-	-
Posição vendida	26.033	8.919	24.999	8.582	3.448	-
Outros	-	-	-	-	-	-

Quadro 23 – Posição de contratos derivativos Marcopolo

Fonte: ITR 30 set 2008 Marcopolo

O texto referente à estratégia para prevenção e redução dos efeitos da flutuação da taxa de câmbio muda neste ITR, a companhia informa que a administração tem adotado a política de manter posições passivas de empréstimos e *forwards* com a posição de ativos também suscetíveis a variação cambial.

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2008

A companhia volta a divulgar que a estratégia para prevenção a redução dos efeitos da flutuação da taxa de câmbio é manter *hedge* natural com a manutenção de ativos vinculados suscetíveis também à variação cambial.

A companhia divulga um quadro com uma estimativa do valor de mercado da posição com os contratos de *NDFs* e *Forward*, desta vez inclui suas controladas Ciferal e Masa.

	Valor nacional	Valor de mercado		Valores a receber / a pagar		Ganhos / perdas realizados	
		2008	2008	2007	2008	2007	2008
Marcopolo							
Moeda estrangeira	US\$ 61.984	(32.047)	8.136	(32.047)	8.136	(40.190)	50.793
Taxa base (pós)	2.3370						
Ciferal							
Moeda estrangeira	US\$ 1.038	(656)	35	(656)	35	255	190
Taxa base (pós)	2.3370						
Masa							
Moeda estrangeira	US\$ 29.056	(6.770)	(188)	(6.770)	(188)	(10.133)	(1.472)
Taxa base (pós)	2.3370						

Quadro 24 – Posição de contratos derivativos Marcopolo

Fonte: Dados econômico-financeiros 2008 Marcopolo

A companhia divulga ainda a exposição por moeda, como demonstrado no Quadro 25.

Moedas	2008			
	Contas a receber	Fornecedores	Empréstimos	Forwards
Dólares americanos	404.676	179.951	215.814	80.740
Pesos argentinos	12.505	1.182	2.268	
Rúpias indianas	3.387	6.516	23.306	
Randes sul-africanos	18.777	3.569	6.850	
Euros	13.667	19.081	10.488	
Pesos colombianos	11.298	6.643	25.692	
	<u>464.310</u>	<u>216.942</u>	<u>284.418</u>	<u>80.740</u>

Quadro 25 – Exposição por moeda Marcopolo

Fonte: Dados econômico-financeiros 2008

A Marcopolo divulga pela primeira vez a análise de sensibilidade de acordo com a instrução de CVM, com três cenários possíveis, conforme Quadro 26.

Premissas	Efeitos das contas sobre o resultado	Cenário Provável		
		(Cenário I)	Cenário II	Cenário III
CDI		11,8%	10,5%	14%
TJLP		7,0%	6,0%	7,5%
Taxa Cambial - US\$		2,4538	2,2201	2,6875
Líbor		1,75%	1,50%	2,50%
Custo do ACC Deságio		7,0%	5,0%	9,0%
	Aplicações financeiras	33.822	18.630	51.034
	Relações interfinanceiras	43.126	39.376	45.001
	Empréstimos e financiamentos	(84.735)	(42.817)	(125.029)
	Forwards	(4.009)	3.927	(11.946)
	Contas a receber subtraído do contas a pagar	6.730	(6.644)	20.103
		<u>(5.066)</u>	<u>12.472</u>	<u>(20.837)</u>

Quadro 26 – Análise de sensibilidade Marcopolo

Fonte: Dados econômico-financeiros 2008 Marcopolo

ITR encerrado 31 de março de 2009

O texto não se altera. A companhia divulga a posição dos contratos em aberto, como demonstrado no Quadro 27.

	Valor nacional	Valor de mercado		Valores a receber / a pagar		Ganhos / perdas realizados	
		31/03/09	31/03/09	31/12/08	31/03/09	31/12/08	31/03/09
Marcopolo							
Moeda estrangeira	US\$ 24.087	(7.654)	(32.047)	(7.654)	(32.047)	1.401	10.880
Taxa base (pós)	2.3144						
Ciferal							
Moeda estrangeira			(656)		(656)	92	759
Taxa base (pós)							
Masa							
Moeda estrangeira	US\$ 22.917	(5.031)	(6.770)	(5.031)	(6.770)	72	(368)
Taxa base (pós)	2.3144						

Quadro 27 – Posição de contratos derivativos Marcopolo

Fonte: ITR 31 mar 2009 Marcopolo

A empresa ainda detalha seus ativos e passivos por moeda, conforme Quadro 28 a seguir.

31/03/09				
Moedas	Contas a receber	Fornecedores	Empréstimos	Forwards
Dólares americanos	354.118	155.222	254.971	108.876
Pesos argentinos	10.658	2.509	1.817	
Rúpias indianas	3.815	28.302	21.143	
Randes sul-africanos	10.404	755		
Euros	9.060	15.859	5.892	
Pesos colombianos	12.831	5.390	16.976	
	<u>400.886</u>	<u>208.037</u>	<u>300.799</u>	<u>108.876</u>

Quadro 28 – Exposição por moeda Marcopolo

Fonte: ITR 31 mar 2009 Marcopolo

E faz uma análise de sensibilidade com três possíveis cenários, conforme Quadro 29.

Premissas	Efeitos das contas sobre o resultado	Cenário Provável (Cenário I)	Cenário II	Cenário III
CDI		10,5%	9,5%	13,0%
TJLP		6,5%	6,0%	7,0%
Taxa Cambial – US\$		2.4310	2.1994	2.6625
Líbor		1,75%	1,50%	2,30%
Custo do ACC Deságio		6,0%	5,0%	8,0%
	Aplicações financeiras	24.685	22.333	30.562
	Relações interfinanceiras	48.403	46.386	50.420
	Empréstimos e financiamentos	(72.902)	(51.652)	(107.025)
	Forwards	434	322	(442)
	Contas a receber subtraído do contas a pagar	<u>7.257</u>	<u>(7.157)</u>	<u>21.666</u>
		<u>7.877</u>	<u>10.232</u>	<u>(4.819)</u>

Quadro 29 – Análise de sensibilidade Marcopolo

Fonte: ITR 31 mar 2009 Marcopolo

ITR encerrado em 30 de junho de 2009

O texto não se altera. A companhia divulga a posição dos contratos em aberto, conforme Quadro 30.

	Valor nacional	Valor de mercado		Valores a receber / a pagar		Ganhos / perdas realizados	
		30/06/09	30/06/09	31/03/09	30/06/09	31/03/09	30/06/09
Marcopolo							
Moeda estrangeira	US\$ 17.000	536	(7.654)	536	(7.654)	8.838	31.760
Taxa base (pós)	1.9508						
Ciferal							
Moeda estrangeira						92	1.301
Taxa base (pós)							
Masa							
Moeda estrangeira	US\$ 24.855	(4.314)	(5.031)	(4.314)	(5.031)	(1.269)	(736)
Taxa base (pós)	1.9508						

Quadro 30 – Posição de contratos derivativos Marcopolo

Fonte: ITR 31 jun 2009 Marcopolo

A empresa detalha seus ativos e passivos por moeda, conforme Quadro 31.

Moedas	30/06/09			
	Contas a receber	Fornecedores	Empréstimos	Forwards
Dólares americanos	212.065	95.275	196.244	81.650
Pesos argentinos	7.309	2.915	660	
Rúpias indianas	6.789	23.121	5.617	
Randes sul-africanos	12.228		49	
Euros	6.745	13.685	5.257	
Pesos colombianos	10.925	895	12.765	
	<u>256.061</u>	<u>135.891</u>	<u>220.592</u>	<u>81.650</u>

Quadro 31 – Exposição por moeda Marcopolo

Fonte: ITR 31 jun 2009 Marcopolo

E faz uma análise de sensibilidade com três possíveis cenários, como demonstrado no Quadro 32.

Premissas	Efeitos das contas sobre o resultado	Cenário Provável		
		(Cenário I)	Cenário II	Cenário III
CDI		8,6%	8,1%	9,1%
TJLP		6,0%	6,0%	6,5%
Taxa Cambial – US\$		2.0492	1.8540	2.2443
Libor		1,50%	1,25%	2,15%
Custo do ACC Deságio		4,5%	4,0%	5,5%
	Aplicações financeiras	24.001	22.609	25.393
	Relações interfinanceiras	47.066	47.066	49.523
	Empréstimos e financiamentos	(62.636)	(42.330)	(86.022)
	Forwards	(3.812)	(5.346)	(2.279)
	Contas a receber subtraído do contas a pagar	5.890	(5.795)	17.571
		<u>10.509</u>	<u>16.204</u>	<u>4.186</u>

Quadro 32 – Análise de sensibilidade Marcopolo

Fonte: ITR 31 jun 2009 Marcopolo

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2009

O texto não de altera. A Marcopolo divulga com mais detalhamento sua posição de contratos de *NDFs* e *Forwards* (Quadro 33).

Empresa	Contraparte	Posição	Valor nominal - milhares de dólares norte-americanos		Valor de mercado				Valores a receber/a pagar		
			Inicial	Final	31 de dezembro 2009	31 de dezembro 2009	31 de dezembro 2008	1º de janeiro 2008	31 de dezembro 2009	31 de dezembro 2008	1º de janeiro 2008
Marcopolo	BBA	Venda	13.07.09	22.02.10	712	218	(688)		218	(688)	
	Bradesco	Venda	26.08.09	25.05.10	16.400	404	(806)		404	(806)	
	Brasil	Venda	13.07.09	25.05.10	41.001	3.574	(10.189)		3.574	(10.189)	
	Citibank	Venda	16.10.09	25.05.09	7.280	48	(5.004)		48	(5.004)	
	HSBC	Venda	13.07.09	14.06.10	11.703	984	(4.856)		984	(4.856)	
	Real	Venda	08.06.08	02.07.09			(1.483)			(1.483)	
	Santander	Venda	08.08.08	03.06.09			(6.662)			(6.662)	
	Unibanco	Venda	04.09.08	26.02.09			(1.732)			(1.732)	
	Votorantim	Venda	19.09.08	07.04.09			(607)			(607)	
	BRA	Venda	10.08.07	28.07.08				388			388
	Brasil	Venda	26.07.07	19.06.08				1.906			1.906
	Citibank	Venda	07.08.07	23.07.08				1.850			1.850
	HSBC	Venda	10.08.07	15.05.08				1.219			1.219
	Santander	Venda	26.07.07	11.06.08				1.478			1.478
Unibanco	Venda	15.08.07	12.02.08				750			750	
Ciferal	Brasil	Venda	30.09.08	07.02.09			(656)			(656)	
	Brasil	Venda	18.12.07	06.05.08				35			35
Masa	ABSA	Compra	24.07.09	12.07.10	20.607	(1.558)	(2.984)		(1.558)	(2.984)	
	Citibank	Compra	07.07.08	18.05.10	29.543	(4.956)			(4.956)		
	NEDSBANK	Compra	13.07.08	12.07.10	9.977	(360)	(3.788)		(360)	(3.788)	
Total					<u>137.203</u>	<u>(1.678)</u>	<u>(39.473)</u>	<u>7.626</u>	<u>(1.678)</u>	<u>(39.473)</u>	<u>7.626</u>

Quadro 33 – Posição de contratos derivativos Marcopolo

Fonte: Dados econômico-financeiros 2009

A empresa também divulga pela primeira vez nas notas explicativas os ganhos e perdas com as operações de derivativos no período, conforme demonstrado no Quadro 34.

Empresa	Ganhos/perdas realizados	
	2009	2008
Marcopolo	18.463	(40.190)
Ciferal	(52)	255
Masa	(8.132)	(10.133)

Quadro 34 – Ganhos ou perdas com derivativos Marcopolo

Fonte: Dados econômico-financeiros 2009 Marcopolo

A empresa detalha seus ativos e passivos por moeda (Quadro 35).

Moedas	31 de dezembro 2009			
	Contas a receber	Fornecedores	Empréstimos	Forwards(*)
Dólares americanos	182.388	77.521	139.551	134.143
Pesos argentinos	5.761	1.865	336	
Rúpias indianas	7.854	29.202	27.997	
Randes sul-africanos	35.844	9.132	26.062	104.644
Euros	3.340	1.072	14.283	
Libra egípcia	6.252	20.544		
Pesos colombianos	6.314	5.081	19.139	
	<u>247.753</u>	<u>144.417</u>	<u>227.368</u>	<u>238.787</u>

Quadro 35 – Exposição por moeda Marcopolo

Fonte: Dados econômico-financeiros 2009 Marcopolo

E faz uma análise de sensibilidade com três possíveis cenários, conforme Quadro 36.

Premissas	Efeitos das contas sobre o resultado	Cenário provável (Cenário I)	(Cenário II)	(Cenário III)
CDI - %		0,50	11,88	14,25
TJLP - %		6,0	7,5	9,0
Taxa cambial - US\$		1,8000	2,2500	2,7000
LIBOR - %		1,00	1,25	1,50
Custo do ACC deságio - %		2,50	3,13	3,75
	Aplicações financeiras	46.732	58.415	70.088
	Relações interfinanceiras	73.162	86.250	99.337
	Empréstimos e financiamentos	(87.329)	(138.108)	(188.973)
	Forwards	(3.118)	(10.748)	(18.373)
	Contas a receber subtraído do contas a pagar	6.250	53.440	100.630
		<u>35.697</u>	<u>49.251</u>	<u>62.719</u>

Quadro 36 – Análise de sensibilidade Marcopolo

Fonte: Dados econômico-financeiros 2009 Marcopolo

6.4.1 Análise dos dados Marcopolo

A companhia divulga desde as demonstrações de 2007 que não opera com derivativos com o propósito de especulação e sim para eliminar os riscos de mercado. A maior parte dos contratos em aberto divulgados são *swaps* negociados na BM&F, a outra parte são contratos futuros de dólar também negociados em BM&F, a companhia não divulga o valor desses contratos de *swaps*. Divulga apenas o valor dos contratos de *forwards* em aberto no Brasil e na África do Sul, possivelmente esses contratos são negociados em balcão.

A Marcopolo ainda esclarece que usa a estratégia de manter o *hedge* natural das suas operações.

Já no ITR de junho de 2008 pode-se notar uma grande redução nos contratos de *forward* no Brasil, de US\$ 127.911 mil para US\$ 47.079 mil.

No ITR de setembro de 2008, quando a deliberação entrou em vigor, a companhia divulga um maior volume de informações acerca dos derivativos, os contratos de NDFs (“*Non Deliverable Forwards*”) aumentam novamente, para US\$ 115.081 mil. Não divulga a análise de sensibilidade.

Nas demonstrações de 2008 a empresa faz pela primeira vez uma análise de sensibilidade, com três cenários, um cenário provável e dois possíveis, a Marcopolo

diferentemente das outras empresas escolhe um cenário de queda na variável de risco considerada e outro de alta nessa variável, enquanto a CVM instrui a adotar um cenário de 25% e outro de 50% de deterioração na variável considerada. Nessa demonstração a companhia também divulga pela primeira vez a exposição por moeda, dando uma maior transparência para que os investidores possam tomar decisões.

Nos ITRs de 2009 a empresa adota as mesmas informações qualitativas.

Nas demonstrações de 2009 a empresa adota um maior detalhamento de seus contratos derivativos em aberto, mostrando a contraparte desses contratos, ou seja, quais bancos, a data inicial e final dos contratos, valor nominal, valor de mercado e valores a receber ou a pagar. Pode-se destacar também a mudança na análise de sensibilidade, nessa demonstração a companhia adota o critério de deterioração de 25% e 50% da variável de risco considerada, exatamente como a CVM exige.

A Marcopolo informa que tem grande parte de suas receitas provenientes de exportação, em média 42%, a empresa adota a política de manter o *hedge* natural, tendo fornecedores a pagar e empréstimos em moeda estrangeira, além disso, usa basicamente contratos de NDF para proteger sua posição, nunca com o propósito de especulação, esses contratos são feitos em balcão, sem margem de garantia.

6.5 RANDON

O grupo Randon atua nos segmentos de implementos para o transporte rodoviário, ferroviário e fora de estrada, bem como autopeças e serviços. O grupo é formado por nove empresas, sendo a Randon S.A. Implementos e Participações a empresa controladora e oito controladas diretas: Fras-le S.A., Randon Argentina S.A., Randon Veículos Ltda., Randon Consórcios Ltda., Master Sistemas Automotivos Ltda., Jost Brasil Sistemas Automotivos Ltda., Suspensys Sistemas Automotivos Ltda. e Castertech Tecnologia e Fundação Ltda

A Randon está no segmento Nível 1 de Governança Corporativa da BM&F Bovespa e suas ações são negociadas sob os códigos RAPT3 e RAPT4. Na Tabela 5 são demonstrados os principais indicadores de desempenho da Randon.

Tabela 5 – Indicadores Randon

ANO	2009	2008	2007
RECEITA BRUTA (em R\$ milhões)	3.700,0	4.600,0	3.600,0
RECEITA MERCADO EXTERNO (US\$ milhões)	164,0	285,0	235,0
LUCRO BRUTO	578,2	833,7	671,1

Fonte: Dados Econômico-Financeiros Randon

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2007

A empresa informa que tem como política a eliminação de riscos de mercado, utilizando-se assim dos derivativos, cuja maior parte dos contratos é com operações de *swap*, contratos a termo e opções, todas registradas na BM&F e envolvendo taxas prefixadas. Os contratos futuros de dólar da BM&F são utilizados, principalmente, como instrumentos para *hedge* de taxas de financiamentos.

A Randon também menciona nestas demonstrações que administração tem adotado a política de manter *hedge* natural com a manutenção de ativos vinculados suscetíveis também, à variação cambial, como estratégia para prevenção e redução dos efeitos da flutuação da taxa de câmbio. A empresa detalha as operações de *swap*, conforme Quadro 37.

Empresa	Taxa ativa	Taxa passiva	Receitas financeiras	Despesas financeiras
Controladora	Varição cambial + Libor + 4,3% a 4,7% a.a. ou apenas variação cambial	Varição cambial ou 100% do CDI (-) 5,3% a.a. a (-) 3,5% a.a.	<u>2.100</u>	<u>4.438</u>
Consolidado	Varição cambial + Libor + 4,3% a 4,7% a.a. ou apenas variação cambial	Varição cambial ou 100% do CDI (-) 5,3% a.a. a (-) 3,5% a.a.	<u>12.723</u>	<u>5.440</u>

Quadro 37 – Detalhamento de contratos derivativos Randon

Fonte: Dados econômico-financeiros 2007 Randon

Além disso, a empresa informa que contratou operações financeiras de derivativos, na classificação de opções, na modalidade de *swap* com arrependimento, também conhecida como “*Zero Cost Collar*” e que o total dessas destas operações em aberto em 31 de dezembro de 2007 atingem o montante de US\$ 39 milhões (US\$ 81 milhões no consolidado).

ITR encerrado em 30 de junho de 2008

A empresa esclarece que administração dos instrumentos financeiros é efetuada por meio de estratégias operacionais, visando liquidez, rentabilidade e segurança; que a política de controle consiste em acompanhamento permanente das taxas contratadas versus as vigentes no mercado e que a companhia e suas controladas não efetuam aplicações de caráter especulativo, em derivativos ou quaisquer outros ativos de risco. O restante do texto não se altera. No Quadro 38 são detalhados os contratos de *swaps*.

Empresa	Taxa ativa	Taxa passiva	Receitas financeiras	Despesas financeiras
Controladora	Varição cambial + Libor + 4,3% a 4,7% a.a. ou apenas variação cambial	Varição cambial ou 100% do CDI (-) 5,3% a.a. a (-) 3,5% a.a.	<u>6.891</u>	<u>1.412</u>
Consolidado	Varição cambial + Libor + 4,3% a 4,7% a.a. ou apenas variação cambial	Varição cambial ou 100% do CDI (-) 5,3% a.a. a (-) 3,5% a.a.	<u>15.006</u>	<u>1.518</u>

Quadro 38 – Detalhamento de contratos derivativos Randon

Fonte: ITR 30 jun 2008 Randon

Com relação às opções, na modalidade de *swap* com arrependimento, ou “*Zero Cost Collar*”, o montante atingiu US\$ 23,5 milhões (US\$ 53,6 milhões no consolidado) em 30 de junho de 2008.

ITR encerrado em 30 de setembro de 2008

A Randon fornece maiores detalhes sobre sua gestão de riscos.

A companhia informa possuir Política de Proteção Cambial, escrita pelo Comitê de Planejamento e Finanças e avalizada pela Diretoria Executiva. O objetivo da política é uniformizar os procedimentos entre a Companhia e suas controladas, definir responsabilidades e limites nas operações que envolvam proteção cambial, reduzindo os efeitos cambiais sobre o fluxo de divisas em moeda estrangeira projetado pelo fluxo de caixa, sem fins especulativos.

A empresa informa que é tomado por base o fluxo de caixa em moeda estrangeira projetado mensalmente sempre para os doze meses seguintes, com base nas projeções do Plano Estratégico, ou na expectativa atualizada de cada empresa. Os instrumentos utilizados são conservadores e previamente aprovados pelo mesmo comitê. Nas operações contratadas os instrumentos são *Non Deliverable Forward (NDF)* e *Zero Cost Collar*. A taxa a ser perseguida deve ser

igual ou superior à prevista no Plano Anual de Negócios (Orçamento) das empresas. Todas as operações são controladas pela Diretoria Financeira da Companhia Controladora e informadas ao Comitê Executivo.

A empresa detalha cada de uma das operações contratadas de derivativos, bem como seu valor de referência e vencimentos.

Controladora:										
Descrição	Valor de Referência Ncional – em milhares de US\$		Valor de Referência Ncional – em milhares de R\$		Saldo Contábil		Valor Justo – em milhares de R\$ - (crédito) / débito		Efeito Acumulado em 2008 – em milhares de R\$ (crédito) / débito	
	30/9/2008	30/6/2008	30/9/2008	30/6/2008	30/9/2008	30/6/2008	30/9/2008	30/6/2008	Valor recebido	Valor pago
Zero Cost Collar	11.250	22.250	19.536	39.867	-	-	(988)	4.647	(7.479)	-
NDF	10.550	6.050	17.158	10.028	(2.323)	189	(3.037)	323	(1.355)	-
Swap	(1.337)	(1.958)	(2.619)	(3.158)	(3.492)	(5.512)	(3.353)	(5.406)	-	5.509
Total	20.463	26.342	34.075	46.737	(5.815)	(5.323)	(7.378)	(436)	(8.834)	5.509

Quadro 39 – Exposição aos derivativos Randon

Fonte: ITR 30 set 2008 Randon

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2008

Além de repetir as informações anteriores, a Randon complementa a nota referente aos derivativos com a informação de que contrata operações com derivativos para proteger aproximadamente 60% da sua exposição estimada em moeda estrangeira. A companhia e suas controladas usam contratos de *forward* para proteger seus riscos de moeda (riscos cambiais) em sua maioria com vencimento inferior a um ano em relação à data do balanço. Informa que não há operações em aberto nas modalidades “*zero cost collar*” e *swap* em sua posição de 31 de dezembro de 2008.

A posição da companhia em 31 de dezembro de 2008 está demonstrada no Quadro 40.

Controladora:

Descrição / Contraparte	Valor de Referência Nacional - em milhares de US\$		Valor de Referência Nacional - em milhares de R\$		Valor Justo - em milhares de R\$ - (crédito) / débito		Valor de Custo - em milhares de R\$ - (crédito) / débito		Efeito Acumulado em 2008 - em milhares de R\$ (crédito) / débito		Efeito Acumulado em 2007 - em milhares de R\$ (crédito) / débito	
	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	Valor recebido	Valor pago	Valor recebido	Valor pago
	Zero Cost Collar	-	36.000	-	67.297	-	3.565	-	-	7.258	(5.038)	1.294
Banco Santander	-	32.000	-	59.200	-	2.486	-	-	4.886	(1.671)	895	-
Banco Itau BBA	-	4.000	-	8.017	-	1.079	-	-	2.372	-	399	-
Uaiبانكو	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(480)	-	-
Banco do Brasil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(2.887)	-	-
NDF	9.300	6.000	14.988	10.648	(5.811)	79	(5.811)	-	1.285	-	-	-
Banco Santander	9.300	6.000	14.988	10.648	(5.811)	79	(5.811)	-	239	-	-	-
Uaiبانكو	-	-	-	-	-	-	-	-	421	-	-	-
Banco do Brasil	-	-	-	-	-	-	-	-	578	-	-	-
HSBC	-	-	-	-	-	-	-	-	47	-	-	-
Swap	-	(3.928)	-	(11.625)	-	(9.836)	-	(9.836)	-	(10.132)	-	(8.868)
Banco Itau BBA	-	(3.928)	-	(11.625)	-	(9.836)	-	(9.836)	-	(10.132)	-	(8.868)
Total	9.300	38.072	14.988	66.320	(5.811)	(6.192)	(5.811)	(9.836)	8.543	(15.170)	1.294	(8.868)

Quadro 40 – Posição de contratos derivativos Randon

Fonte: Dados econômico-financeiros 2008 Randon

A empresa também divulga os ganhos e perdas com as operações de derivativos, conforme Quadro 41.

	Controladora		Consolidado	
	2008	2007	2008	2007
Operações de proteção				
Receitas financeiras:				
Receitas de operações de <i>swap</i>	897	2.019	897	2.019
Ganhos com operações de NDF e Collar	9.550	81	16.264	10.704
Despesas financeiras:				
Despesas de operações de <i>swap</i>	(1.194)	(4.823)	(1.194)	(5.706)
Perdas com operações de NDF e Collar	(15.499)	-	(44.777)	(778)
	<u>(6.246)</u>	<u>(2.723)</u>	<u>(28.810)</u>	<u>6.239</u>

Quadro 41 – Ganhos ou perdas com derivativos Randon

Fonte: Dados econômico-financeiros 2008 Randon

Atendendo a regulamentação da CVM, a Randon faz uma análise de sensibilidade de variações da moeda estrangeira, com três cenários distintos (Quadro 42).

Operação	Risco	Controladora		
		Cenário provável	Cenário A	Cenário B
Non Deliverable Forward – NDF (derivativos)	Alta do US\$	(5.955)	(4.093)	(8.126)
Outros Instrumentos Financeiros (não derivativos)	Variação na taxa do dólar americano	17.647	22.058	26.470

Quadro 42 – Análise de sensibilidade Randon

Fonte: Dados econômico-financeiros 2008 Randon

ITR encerrado em 31 de março de 2009

A companhia informa que contrata operações com derivativos para proteger aproximadamente 37% da sua exposição estimada em moeda estrangeira do saldo credor denominado em uma moeda estrangeira. A companhia e suas controladas usam contratos de *forward* para proteger seus riscos de moeda em sua maioria com vencimento inferior a um ano em relação à data do balanço.

A empresa menciona somente ter operações de *NDF* em aberto, não possui operações de *swap* tampouco *zero cost collar*. No Quadro 43 é demonstrada a posição de contratos da Randon em março de 2009.

Descrição/Portador	Valor de Referência Ncional - em milhares de US\$		Valor de Referência Ncional - em milhares de R\$		Saldo Contábil		Valor Justo - em milhares de R\$ crédito/débito		Efeito Acumulado no 1º tri 2009 - em milhares de R\$ crédito/débito		Efeito Acumulado no 1º tri 2008 - em milhares de R\$ crédito/débito	
	31/03/2009	31/12/2008	31/03/2009	31/12/2008	31/03/2009	31/12/2008	31/03/2009	31/12/2008	Valor recebido	Valor pago	Valor recebido	Valor pago
Zero Cost Collar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.629	-
Banco Santander											1.234	
Banco Itaú BBA											395	
NDF	4.500	9.300	7.129	14.998	(2.647)	(5.811)	(2.647)	(5.811)	-	(2.654)	661	-
Banco Santander	4.500	9.300	7.129	14.998	(2.647)	(5.811)	(2.647)	(5.811)		(2.654)	240	
Unibanco											421	

Quadro 43 – Posição de contratos derivativos Randon

Fonte: ITR 31 mar 2009 Randon

No Quadro 44 são demonstradas as receitas e despesas geradas pelas operações de derivativos.

	Controladora		Consolidado	
	31/03/2009	31/03/2008	31/03/2009	31/03/2008
Operações de proteção				
Receitas financeiras:				
Receitas de operações de <i>swap</i>	-	2.123	-	2.123
Ganhos com operações de NDF e Collar	1.056	1.168	4.831	4.438
Despesas financeiras:				
Despesas de operações de <i>swap</i>	-	(450)	-	(450)
Perdas com operações de NDF e Collar	(547)	(331)	(3.041)	(437)
	<u>509</u>	<u>2.510</u>	<u>1.790</u>	<u>5.674</u>

Quadro 44 – Ganhos ou perdas com derivativos Randon

Fonte: ITR 31 mar 2009 Randon

A empresa também faz a análise de sensibilidade com três possíveis cenários para a variável de risco considerada, conforme Instrução da CVM (Quadro 45).

Operação	Risco	Controladora		
		Cenário Provável	Cenário A	Cenário B
Non Deliverable Forward	Alta na taxa do dólar americano	(2.709)	(1.995)	(3.991)

Quadro 45 – Análise de sensibilidade Randon

Fonte: ITR 31 mar 2009 Randon

ITR encerrado em 30 de junho de 2009

O texto não se altera, no Quadro 46 é apresentada a posição dos contratos da controladora em 30 de junho de 2009.

Descrição/Portador	Valor de Referência Nacional - em milhares de US\$		Valor de Referência Nacional - em milhares de R\$		Saldo Contábil		Valor Justo - em milhares de R\$ crédito/débito		Efeito Acumulado no 1º tri 2009 - em milhares de R\$ crédito/débito		Efeito Acumulado no 2º tri 2009 - em milhares de R\$ crédito/débito	
	31/03/2009	30/06/2009	31/03/2009	30/06/2009	31/03/2009	30/06/2009	31/03/2009	30/06/2009	Valor recebido	Valor pago	Valor recebido	Valor pago
Zero Cost Collar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Santander												
Banco Itaú BBA												
NDF	4.500	3.000	7.129	4.753	(2.647)	(594)	(2.647)	(594)	-	(2.654)	-	(3.150)
Banco Santander	4.500	3.000	7.129	4.753	(2.647)	(594)	(2.647)	(594)	-	(2.654)	-	(3.150)
Unibanco												

Quadro 46 – Posição de contratos derivativos Randon

Fonte: ITR 30 jun 2009 Randon

A empresa divulga as receitas e despesas do período, demonstradas no Quadro 47.

	Controladora		Consolidado	
	30/06/2009	30/06/2008	30/06/2009	30/06/2008
Operações de proteção				
Receitas financeiras:				
Receitas de operações de <i>swap</i>	-	5.096	-	5.096
Ganhos com operações de NDF	2.620	1.795	17.436	9.910
Despesas financeiras:				
Despesas de operações de <i>swap</i>	-	(1.081)	-	(1.081)
Perdas com operações de NDF	(547)	(331)	(3.697)	(437)
	<u>2.073</u>	<u>5.479</u>	<u>13.739</u>	<u>13.488</u>

Quadro 47 – Ganhos ou perdas com derivativos Randon

Fonte: ITR 30 jun 2009 Randon

Divulga também a análise de sensibilidade, como demonstra o Quadro 48 a seguir.

Operações	Risco	Controladora		
		Cenário Provável	Cenário A	Cenário B
Non Deliverable Forward	Alta na taxa do dólar americano	(594)	(1.345)	(2.690)
Operações	Risco	Consolidado		
		Cenário Provável	Cenário A	Cenário B
Non Deliverable Forward	Alta na taxa do dólar americano	(3.006)	(13.207)	(24.289)

Quadro 48 – Análise de sensibilidade Randon

Fonte: ITR 30 jun 2009 Randon

Demonstrações Financeiras Anuais encerradas 31 de dezembro de 2009

A companhia informa que contrata operações com derivativos para proteger aproximadamente 7% da sua exposição estimada em moeda estrangeira do saldo credor denominado em uma moeda estrangeira. O restante do texto não se altera.

A exposição aos derivativos da companhia no final de 2009 era a demonstrada no Quadro 49 a seguir.

Controladora:													
Descrição / Contraparte	Valor de Referência Nacional – em milhares de US\$		Valor de Referência Nacional – em milhares de R\$		Valor Justo – em milhares de R\$ - (crédito) / débito		Valor de Custo – em milhares de R\$ - (crédito) / débito		Efeito Acumulado em 2009 – em milhares de R\$ (crédito) / débito		Efeito Acumulado em 2008 – em milhares de R\$ (crédito) / débito		
	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	Valor recebido	Valor pago	Valor recebido	Valor pago	
	Zero Cost Collar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.258	(5.038)
Banco Santander	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.886	(1.671)	
Banco Itau BSA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.372	-	
Unibanco	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(480)	
Banco do Brasil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(2.887)	
NDF	-	9.300	-	14.968	-	(5.811)	-	(5.811)	87	(3.278)	1.285	-	
Banco Santander	-	9.300	-	14.968	-	(5.811)	-	(5.811)	87	(3.278)	239	-	
Unibanco	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	421	-	
Banco do Brasil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	578	-	
HSBC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	47	-	
SWAP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(10.132)	
Banco Itau BSA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(10.132)	
Total	-	9.300	-	14.968	-	(5.811)	-	(5.811)	87	(3.278)	8.543	(15.170)	

Quadro 49 – Posição de contratos derivativos Randon

Fonte: Dados econômico-financeiros 2009 Randon

A controladora não tinha operações de derivativos em aberto no final de 2009, no consolidado o valor em aberto era de US\$ 6 milhões. As receitas e despesas auferidas em 2009 estão apresentadas no Quadro 50.

	Controladora		Consolidado	
	2009	2008	2009	2008
Operações de proteção				
Receitas financeiras:				
Receitas de operações de swap	-	897	-	897
Ganhos com operações de NDF e Collar	3.200	9.550	21.829	16.264
Despesas financeiras:				
Despesas de operações de swap	-	(1.194)	-	(1.194)
Perdas com operações de NDF e Collar	(563)	(15.499)	(3.856)	(44.777)
	(2.637)	(6.246)	(17.973)	(28.810)

Quadro 50 – Ganhos ou perdas com derivativos Randon

Fonte: Dados econômico-financeiros 2009 Randon

De acordo com a instrução da CVM a Randon faz uma análise de sensibilidade conforme demonstrado do Quadro 51.

Operação	Risco	Controladora		
		Cenário provável	Cenário A	Cenário B
Outros Instrumentos Financeiros (não derivativos)	Variação na taxa do dólar americano	9.145	11.431	13.717
Operação	Risco	Consolidado		
		Cenário provável	Cenário A	Cenário B
Non Deliverable Forward – NDF (derivativos)	Alta do US\$	(22)	(2.714)	(5.248)
Outros Instrumentos Financeiros (não derivativos)	Variação na taxa do dólar americano	(72.025)	(90.031)	(108.037)

Quadro 51 – Análise de sensibilidade Randon

Fonte: Dados econômico-financeiros 2009 Randon

6.5.1 Análise dos dados Randon

As informações qualitativas sobre a política de riscos da Randon são semelhantes às da Marcopolo, a companhia divulga desde as demonstrações de 2007 que não opera com derivativos com o propósito de especulação e sim para eliminar os riscos de mercado, a maior parte dos contratos de derivativos é com operações de *swap*, contratos a termo e opções, todas registradas na BM&F e envolvendo taxas prefixadas. A companhia também adota a política de manter o *hedge* natural das suas operações, casando ativos atrelados à variação cambial com empréstimos e financiamentos também atrelados a variação cambial. Além dos derivativos tradicionais a Randon tinha em 2007 um derivativo mais exótico chamado de “*Zero Cost Collar*”, cujo montante em aberto era de US\$ 39 milhões.

Já em junho de 2008 o valor em aberto dessa operação caiu para US\$ 23,5 milhões.

É a após a deliberação 550 da CVM entrar em vigor que a companhia começa divulgar com maior transparência a sua política de gestão de riscos, inclusive os contratos de derivativos de dólar e de euros e respectivos vencimentos. O derivativo exótico chamado de “*Zero Cost Collar*” caiu para o montante de US\$ 11,5 milhões em setembro de 2008.

Nas demonstrações de 2008 a companhia já não tem mais operações de “*Zero Cost Collar*” e *swaps* em aberto, somente contratos de NDF no montante de US\$ 9,3 milhões. A companhia faz pela primeira vez a análise de sensibilidade de acordo com a instrução da CVM.

Já na última demonstração analisada, a Randon não mais tinha operações de derivativos em aberto na controladora, somente no consolidado, cujo valor era US\$ 6 milhões.

A Randon possivelmente é a empresa que divulga suas políticas de gestão de riscos com maior transparência dentre as companhias analisadas.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo verificar se houve mudanças na divulgação das políticas de risco de uma amostra de empresas com capital aberto, após a deliberação nº 550 da CVM, este trabalho buscou também analisar se as informações divulgadas eram claras e de fácil entendimento para os usuários das demonstrações financeiras.

Para a realização do estudo, foi escolhida uma amostra, de forma aleatória, constituída por 5 empresas gaúchas de capital aberto: Celulose Irani, Forjas Taurus, Grendene, Marcopolo e Randon. Para as análises dos dados foram consultadas as Informações Trimestrais - ITR e Demonstrações Financeiras antes e depois da divulgação da deliberação.

A deliberação nº 550 da CVM entrou em vigor em 17 de outubro de 2008, aplicando-se aos ITRs encerrados a partir de 30 de setembro de 2008, inclusive. Esta deliberação entrou em vigor logo após a divulgação de enormes prejuízos por parte de grandes empresas brasileiras com os derivativos cambiais, e teve por objetivo garantir que os investidores tivessem uma melhor condição de analisar a exposição das companhias aos derivativos.

Foi feita uma análise das políticas de riscos das empresas, com o foco nos derivativos cambiais, constatou-se como ponto em comum nas empresas analisadas a adoção da política de *hedge* natural, que de acordo com Eiteman (2002, p. 174) é eficiente na eliminação da exposição quando o fluxo de caixa é relativamente constante e previsível por um certo período.

Outro ponto em comum a ressaltar é que todas as empresas analisadas alegaram usar o mercado de derivativos como forma de proteção e nunca com o objetivo de especulação.

Verificou-se que as empresas da amostra não divulgavam de uma forma transparente a sua política de gestão de riscos anteriormente a deliberação 550 da CVM, após a norma entrar em vigor viu-se nas notas explicativas um maior

detalhamento das políticas, tanto dos dados qualitativos quanto dos quantitativos, mas ainda faltava a análise de sensibilidade, que começou a fazer parte das demonstrações a partir do final do ano de 2008. No Anexo A deste trabalho tem-se um Quadro Resumo com as exigências da CVM e o cumprimento ou não por parte das companhias analisadas.

Pôde-se verificar também que os tipos de derivativos mais utilizados eram o NDF (*Non Deliverable Forward*) – 4 das 5 empresas o utilizavam, e o *swap* cambial – 3 das 5 empresas o utilizavam, apenas uma empresa se utilizava de um derivativo exótico chamado *Zero Cost Collar*.

Outro ponto observado foi que após a divulgação da deliberação, as empresas foram reduzindo suas exposições aos derivativos, seja pelo efeito da norma, pelas perdas com estas operações ou pela política mais avessa ao risco da companhia. A Celulose Irani e a Randon divulgaram posições de contratos zeradas no final de 2009, ou seja, divulgaram não efetuar *hedge* das suas exposições. Vale ressaltar que a Grendene e a Marcopolo foram reduzindo o valor dos contratos em aberto até 2009 quando houve um aumento do valor desses contratos.

Durante a realização do presente trabalho foi possível perceber o importante papel de um regulador de mercado, no caso a CVM. Impondo uma nova norma a Comissão de Valores Mobiliários auxilia tanto os investidores que podem ter mais segurança nas suas tomadas de decisão, quanto as próprias companhias que passam a ser mais cautelosas em relação as suas políticas de gestão de riscos já que são obrigadas a divulgá-las de uma forma transparente.

Por fim, foi possível verificar as mudanças nas políticas de gestão de riscos da amostra após a divulgação da deliberação 550 da CVM. Fica como sugestão para futuros trabalhos a inclusão de um maior número de empresas na amostra, com o objetivo de se obter melhor aproximação da realidade das empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

ADVFN, **Histórico do câmbio.** Disponível em <<http://br.advfn.com/p.php?pid=forexqkchart&btn=updatecharts&qkbtn=&qksymbol=FX%3ABRLUSD&curcode1=USD&curcode2=BRL&updatecharts=COTA%C3%87%C3%83O>>. Acesso em junho de 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro.** São Paulo: Editora Atlas, 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Câmbio e Capitais Estrangeiros.** Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?CAMBIO>>, acesso em 1º de novembro de 2009.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Triennial Central Bank Survey,** Foreign exchange and derivatives market activity in 2007. Disponível em <<http://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf?noframes=1>>, acesso em 02 de novembro de 2009.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos Deuses: A Fascinante História do Risco.** 2ª Edição. São Paulo: Editora Campus, 1997.

BM&F BOVESPA. **Empresas listadas.** Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>, acesso em abril de 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Consulta de documentos de companhias abertas.** Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>>, acesso em abril de 2010.

EITEMAN, David K.. **Administração financeira internacional.** 9. ed. Porto Alegre: Bookman, 2002.

FIESP. **Volatilidade cambial.** Disponível em <http://www.fiesp.com.br/derex/analise_comex/pdf/propostas%20para%20conter%20a%20volatilidade%20cambial%20do%20brasil.pdf>. Acesso em junho de 2010.

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

Janeiro: Qualitymark, 2002.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HARTUNG, Douglas S. **Negócios Internacionais**. Rio de Janeiro: Qualimark, 2002.

HULL. John C.. **Introduction to Futures & Options Markets**. 2 ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995.

LOZARDO, Ernesto. **Derivativos no Brasil** São Paulo: BMF, 1998.

MADURA, Jeff. **Finanças corporativas internacionais**. São Paulo : Cengage Learning, 2009.

NIERO, Nelson. Perdas de patrimônio vão a US\$ 750 bilhões nos EUA. **Valor Econômico**, 26 junho 2009. Disponível em <http://www.valoronline.com.br/?impresso/caderno_a/83/5641654/perdas-de-patrimonio-vaio-a-us-750-bilhoes-nos-eua&scrollX=0&scrollY=228&tamFonte=>>. Acesso em maio 2010.

OLIVEIRA, G. C.; MAIA, G.; MARIANO, J. O sistema de Bretton Woods e a dinâmica do sistema monetário internacional contemporâneo. **Pesquisa & Debate**. São Paulo, v. 19, n. 2, 2008. Disponível em <http://www.pucsp.br/pos/ecopol/downloads/pesquisa_debate/05_24_07_def.pdf.>> Acesso em setembro de 2009.

PERON, André. **Entenda a crise econômica, com um pouco de economês!** Santa Catarina, 2009. Disponível em <<http://www.clicrbs.com.br/pdf/7045481.pdf>>. Acesso em junho de 2010.

REUTERS, FMI eleva previsão de PIB mundial. **O Globo**, 08 julho 2010. Disponível em <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2010/07/08/fmi-eleva-previsao-de-pib-mundial-alerta-sobre-europa-917096171.asp>> Acesso em julho de 2010.

ROESCH, Sylvia M. A. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração: Guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso**. 3ª Edição. São Paulo: Atlas, 2007.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D, **Princípios de Administração Financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SECURATO, José Roberto (Coord.). **Cálculo Financeiro das Tesourarias**. 2 ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance: 2005.

SILVA, Lauro de Araújo. **Derivativos: Definições, Emprego e Risco**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SOUZA, Luís Fabiano. **Análise de instrumentos de *hedge* utilizados no mercado cambial: Um estudo com base nas práticas do Banco Santander**. Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Administração. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2008.

ANEXO A – QUADRO RESUMO

Exigência CVM	CELULOSE IRANI	FORJAS TAURUS	GRENDENE	MARCOPOLO	RANDON
I - política de utilização de instrumentos financeiros derivativos		X	X	X	X
II - objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos	X	X	X	X	X
III - riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado,	X	X	X	X	X
IV - valor justo de todos os instrumentos financeiros derivativos contratados e os critérios de determinação aplicados na apuração desse valor justo	X	X	X	X	X
V - valores registrados em contas de ativo e passivo, se for o caso, segregados por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado	X		X		X
VI - valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, mercado de negociação ou de registro dos instrumentos e faixas de vencimentos	X				X
VII - ganhos e perdas no período	X	X		X	X
VIII - valores e efeito no resultado do período e no patrimônio líquido		X			
IX - principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial (<i>hedge</i>) de fluxo de caixa, destacados os prazos	X	X			X
X - valor e tipo de margens dadas em garantia			X		X

Legenda

X – Cumpriu com a exigência da Deliberação 550 da CVM.

ANEXO B – DELIBERAÇÃO Nº 550 CVM

DELIBERAÇÃO CVM Nº 550, DE 17 DE OUTUBRO DE 2008

Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros derivativos em nota explicativa às informações trimestrais – ITR.

A **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, com fundamento nos §§ 3º e 5º do art. 177 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, combinado com os incisos I, II e IV do § 1º do art. 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, DELIBEROU:

Art. 1º As companhias abertas devem divulgar, **em nota explicativa específica**, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial.

§ 1º As notas explicativas de que trata o **caput** devem ser verdadeiras, completas e consistentes.

§ 2º As notas explicativas de que trata o **caput** devem ser escritas em linguagem clara, objetiva e concisa.

§ 3º As notas explicativas de que trata o **caput** devem permitir aos usuários avaliarem a relevância dos derivativos para a posição financeira e os resultados da companhia, bem como a natureza e extensão dos riscos associados a tais instrumentos.

§ 4º Sempre que possível as informações quantitativas da nota explicativa de que trata o **caput** devem ser apresentadas em forma de tabela observando, no que for aplicável, o modelo constante do Anexo I.

§ 5º Devem ser divulgados, ainda, quaisquer outros dados necessários para que os usuários das informações trimestrais tenham condições de avaliar as informações quantitativas divulgadas.

Art. 2º Para fins desta Deliberação, são considerados instrumentos financeiros derivativos quaisquer contratos que gerem ativos e passivos financeiros para suas partes, independente do mercado em que sejam negociados ou registrados ou da forma de realização, desde que possuam concomitantemente as seguintes características:

I - o seu valor se altera em resposta às mudanças numa taxa de juros específica, preço de um instrumento financeiro, preço de uma **commodity**, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, classificação de crédito (**rating**), índice de crédito, ou outra variável, por vezes denominada “ativo subjacente”, desde que, no caso de uma variável não financeira, a variável não seja específica a uma das partes do contrato;

II - não é necessário qualquer desembolso inicial ou o desembolso inicial é menor do que seria exigido para outros tipos de contratos nos quais seria esperada uma resposta semelhante às mudanças nos fatores de mercado; e

III - seja liquidado numa data futura.

Parágrafo único. Sem prejuízo da definição contida neste artigo, são considerados instrumentos financeiros derivativos os contratos a termo, **swaps**, opções, futuros, **swaptions**, **swaps** com opção de arrependimento, opções flexíveis, derivativos embutidos em outros produtos, operações estruturadas com derivativos, derivativos exóticos e todas as demais operações com derivativos, independente da forma como sejam contratados.

Art. 3º A nota explicativa referida no art. 1º deve conter, no mínimo, as seguintes informações:

I - política de utilização de instrumentos financeiros derivativos;

II - objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (**hedge**);

III - riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos;

IV - valor justo de todos os instrumentos financeiros derivativos contratados e os critérios de determinação, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração desse valor justo;

V - valores registrados em contas de ativo e passivo, se for o caso, segregados por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, separando inclusive aqueles com o objetivo de proteção patrimonial (**hedge**) daqueles com outros propósitos;

VI - valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, mercado de negociação ou de registro dos instrumentos e faixas de vencimentos, destacados os valores de referência (nacional), justo e em risco da carteira;

VII - ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos, identificando aqueles registrados em cada conta do resultado e, se for o caso, no patrimônio líquido;

VIII - valores e efeito no resultado do período e no patrimônio líquido, se for o caso, de operações que deixaram de ser qualificadas para a contabilidade de operações de proteção patrimonial (**hedge**);

IX - principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial (**hedge**) de fluxo de caixa, destacados os prazos para o impacto financeiro previsto; e

X - valor e tipo de margens dadas em garantia.

Parágrafo único. Para os efeitos deste artigo, valor justo é o montante pelo qual um ativo poderia ser trocado, ou um passivo poderia ser liquidado, entre partes independentes, com conhecimento do negócio e com vontade de realizá-lo, em uma transação em que não há favorecidos.

Art. 4º As companhias abertas, em complemento ao disposto no art. 3º, são incentivadas a divulgar quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, cujo exemplo consta do Anexo II, para todas as operações com instrumentos financeiros derivativos que exponham a companhia a riscos oriundos de variação cambial, juros ou quaisquer outras fontes de exposição.

§ 1º O quadro demonstrativo de análise de sensibilidade de que trata o **caput** deve ser elaborado e divulgado na seguinte ordem:

I - identificar os riscos que podem gerar prejuízos materiais para a companhia em suas operações com instrumentos financeiros derivativos, bem como os instrumentos financeiros derivativos originadores desses riscos;

II - definir 3 (três) cenários que, caso ocorram, podem gerar resultados adversos para a companhia;

III - estimar o impacto dos cenários definidos no fluxo de caixa da companhia; e

IV - elaborar o demonstrativo de análise de sensibilidade em forma de tabela, considerando os instrumentos financeiros derivativos relevantes, e os riscos selecionados, em linhas, e os cenários definidos, em colunas.

§ 2º Na definição dos cenários de que trata o inciso II do § 1º devem ser, necessariamente, utilizadas:

I - uma situação considerada provável pela administração;

II - uma situação considerada possível pela administração, com deterioração de, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) na variável de risco considerada; e

III - uma situação de estresse considerada remota pela administração, com deterioração de, pelo menos, 50% na variável de risco considerada.

Art. 5º As companhias abertas que já tenham divulgado as suas Informações Trimestrais relativas ao 3º trimestre de 2008 na data de publicação desta Deliberação, ou que venham a divulgá-las até 24 de outubro de 2008 sem observância do disposto nesta Deliberação, devem refazer a nota explicativa e reapresentar suas informações trimestrais relativas ao 3º trimestre de 2008 até 14 de novembro de 2008, na forma estabelecida por esta Deliberação.

Art. 6º Esta Deliberação entra em vigor na data de sua publicação, aplicando-se às Informações Trimestrais - ITR referentes aos trimestres encerrados a partir de 30 de setembro de 2008, inclusive, na forma do art. 5º.

Original assinado por

MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA

Presidente

ANEXO C – INSTRUÇÃO Nº 475 CVM

INSTRUÇÃO CVM Nº 475, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2008

Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, e sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade. Revoga a Instrução CVM nº 235, de 23 de março de 1995.

A **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 16 de dezembro de 2008, com fundamento nos §§ 3º e 5º do art. 177 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, combinado com os incisos I, II e IV do § 1º do art. 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, APROVOU a seguinte Instrução:

Art. 1º As companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial.

§ 1º As notas explicativas de que trata o **caput** devem ser verdadeiras, completas e consistentes.

§ 2º As notas explicativas de que trata o **caput** devem ser escritas em linguagem clara, objetiva e concisa.

§ 3º As notas explicativas de que trata o **caput** devem permitir aos usuários avaliarem a relevância dos instrumentos financeiros, especialmente os instrumentos financeiros derivativos para a posição financeira e os resultados da companhia, bem como a natureza e extensão dos riscos associados a tais instrumentos.

§ 4º As informações quantitativas da nota explicativa de que trata o **caput** devem ser apresentadas em forma de tabela observando, no que for aplicável, o exemplo constante do Anexo I.

§ 5º A tabela de apresentação das informações quantitativas de que trata o § 4º deve segregar instrumentos financeiros derivativos especulativos daqueles destinados à proteção de exposição a riscos (**hedge**).

§ 6º Devem ser divulgados quaisquer outros dados necessários para que os usuários das demonstrações financeiras tenham condições de avaliar as informações quantitativas.

Art. 2º Esta Instrução utiliza as definições de instrumentos financeiros, de derivativos, de **hedge** e de valor justo previstas no Pronunciamento CPC 14 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação.

Parágrafo único. Sem prejuízo das definições referidas no **caput**, são considerados instrumentos financeiros derivativos os contratos a termo, **swaps**, opções, futuros, **swaptions**, **swaps** com opção de arrependimento, opções flexíveis, derivativos embutidos em outros produtos, operações estruturadas com derivativos, derivativos exóticos e todas as demais operações com derivativos, independente da forma como sejam contratados.

Art. 3º As companhias abertas, em complemento ao disposto no item 59 do CPC 14 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação, devem divulgar quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, para cada tipo de risco de mercado considerado relevante pela administração, originado por instrumentos financeiros, ao qual a entidade esteja exposta na data de encerramento de cada período, incluídas todas as operações com instrumentos financeiros derivativos, cujo exemplo consta do Anexo II.

§ 1º O quadro demonstrativo de análise de sensibilidade de que trata o **caput** deve ser divulgado e elaborado da seguinte forma:

I - identificar os tipos de risco que podem gerar prejuízos materiais para a companhia, incluídas as operações com instrumentos financeiros derivativos originadoras desses riscos;

II – discriminar os métodos e premissas usadas na preparação da análise de sensibilidade;

III - definir o cenário mais provável, na avaliação da administração, além de 2 (dois) cenários que, caso ocorram, possam gerar resultados adversos para a companhia;

IV - estimar o impacto dos cenários definidos no valor justo dos instrumentos financeiros operados pela companhia; e

V - elaborar o demonstrativo de análise de sensibilidade em forma de tabela, considerando os instrumentos financeiros relevantes, inclusive os derivativos, e os riscos selecionados, em linhas, e os cenários definidos, em colunas.

§ 2º Na definição dos cenários de que trata o inciso III do § 1º devem ser, necessariamente, utilizadas:

I - uma situação considerada provável pela administração e referenciada por fonte externa independente (ex.: preços de contratos futuros negociados em bolsas de valores e ou mercadorias e futuros);

II - uma situação, com deterioração de, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) na variável de risco considerada; e

III - uma situação, com deterioração de, pelo menos, 50% na variável de risco considerada.

Art. 4º Para as operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas com finalidade de **hedge**, a companhia deve divulgar o objeto (o elemento sendo protegido) e o instrumento financeiro derivativo de proteção em linhas separadas do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, de modo a informar sobre a exposição líquida da companhia, em cada um dos três cenários mencionados no art. 3º, § 2º.

Parágrafo único. A companhia deve indicar como procedeu à contabilização dos derivativos designados com a finalidade de hedge, em conformidade com o disposto no Pronunciamento CPC 14 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação.

Art. 5º Revoga-se a Instrução CVM nº 235, de 23 de março de 1995.

Art. 6º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

Original assinado por

MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA

Presidente