

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM GESTÃO DE NEGÓCIOS
FINANCEIROS

Elisiane Ferreira dos Santos

O USO DE DERIVATIVOS EM EMPRESAS NO RS: ESTRATÉGIA
FINANCEIRA, HEDGE E ASPECTOS AMBIENTAIS

Porto Alegre

2011

Elisiane Ferreira dos Santos

**O USO DE DERIVATIVOS EM EMPRESAS NO RS: ESTRATÉGIA
FINANCEIRA, HEDGE E ASPECTOS AMBIENTAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao
Curso de Especialização em Gestão de Negócios
Financeiros da Universidade Federal do Rio Grande
do sul como requisito para a obtenção do título de
em Gestão de Negócios Financeiros.

Orientador: Dr Jairo Laser Procianoy

Tutor: Ricardo Grings

Porto Alegre

2011

Elisiane Ferreira dos Santos

**O USO DE DERIVATIVOS EM EMPRESAS NO RS: ESTRATÉGIA
FINANCEIRA, HEDGE E ASPECTOS AMBIENTAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao
Curso de Especialização em Gestão de Negócios
Financeiros da Universidade Federal do Rio Grande
do Sul como requisito para a obtenção do título de
especialista em Gestão de Negócios Financeiros.

Aprovado em de de 2011.

BANCA EXAMINADORA:

Prof.

Prof.

RESUMO

Com o crescimento do mercado financeiro, uma nova opção de aplicação e captação ganhou força e liquidez entre os agentes econômicos: o mercado de derivativos. Os derivativos são instrumentos financeiros cujos preços estão ligados a outro instrumento que lhes serve de referência, e que podem ser utilizados tanto para proteção (*hedge*) quanto para especulação nas operações de investimentos. Sabendo-se que a crise econômica mundial do segundo semestre de 2008 teve como cenário principal o risco sistêmico alastrado por contratos derivativos de instituições norte-americanas, o presente trabalho teve por objetivo analisar o comportamento investidor quanto ao uso ou não de operações de derivativos por empresas do Rio Grande do Sul, bem como procurou traçar um paralelo com pesquisas anteriores sobre o comportamento de outras empresas brasileiras nesse mercado. O período de antes e após a crise financeira de 2008 foi o diferencial deste estudo em relação a outras pesquisas. A metodologia aplicada incluiu a pesquisa *survey*, utilizando-se do questionário como instrumento de coleta de dados junto às empresas. Quanto aos resultados da amostra de empresas respondentes, destaca-se a natureza da propriedade privada nacional familiar e não-familiar e com atuação no ramo de comércio. Os derivativos de câmbio foram os mais utilizados, sobressaindo-se a atuação das grandes empresas nesse mercado. Uma das principais conclusões deste estudo é que a redução no uso dos derivativos por parte dos gestores gaúchos pode ter resultado do reflexo dos noticiários negativos envolvendo empresas especulativas nesse mercado.

Palavras-chave: Derivativos; Gestão de Risco; Empresas Gaúchas.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
1.1	PROBLEMA	8
1.2	JUSTIFICATIVA.....	10
1.3	OBJETIVOS.....	11
1.3.1	Objetivo Geral:	11
1.3.2	Objetivos Específicos:	11
2	DERIVATIVOS.....	12
2.1	CONCEITO DE DERIVATIVOS	12
2.2	EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE DERIVATIVOS.....	13
2.3	FINALIDADE DOS DERIVATIVOS.....	14
2.3.1	Hedge	15
2.3.2	Especulação	17
2.3.3	Arbitragem.....	19
2.4	DERIVATIVOS NAS EMPRESAS	20
2.5	TIPOS DE MERCADOS DERIVATIVOS	22
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	27
3.1	PLANO DE COLETA DE DADOS	28
3.2	INSTRUMENTO DE PESQUISA.....	28
4	RESULTADOS.....	31
4.1	QUALIFICAÇÃO DAS EMPRESAS E RESPONDENTES.....	31
4.2	UTILIZAÇÃO DE DERIVATIVOS	333
4.3	POLÍTICAS E TIPOS DE DERIVATIVOS UTILIZADOS.....	35
4.4	FINALIDADE DO USO DE DERIVATIVOS E A CRISE FINANCEIRA.....	399
4.5	ANÁLISE GERAL SOBRE O USO DE DERIVATIVOS	40
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	46
	ANEXO A - QUESTIONÁRIO.....	48

1 INTRODUÇÃO

Com a evolução do mercado financeiro, os derivativos passaram a ser uma opção alternativa de aplicação e captação de recursos por parte dos agentes econômicos com a intenção de obter um ganho financeiro nas suas operações de forma a compensar perdas em outras atividades econômicas. Variações bruscas nas taxas de juros e desvalorização cambial são exemplos de situações econômicas onde operações de derivativos são utilizadas por empresas, e demais participantes do mercado, de forma a gerir riscos (*hedge*) e proteger seus investimentos.

Outro fator importante no que tange aos derivativos é seu uso como forma de especulação financeira. A especulação pode ser entendida como uma carteira de ativos financeiros não cobertos por uma posição oposta num mercado de outra temporalidade, levando um agente econômico a assumir uma determinada exposição (risco) em relação ao patrimônio disponível. Trata-se de uma estratégia na qual o investidor pretende aumentar as possibilidades de rendimento de suas aplicações através de operações dos mercados de derivativos.

No Brasil, segundo uma pesquisa realizada em 2004, pelos professores Saito e Schiozer, com uma pequena amostra de empresas não-financeiras brasileiras, observou-se que os gestores usavam derivativos principalmente com o propósito de gerenciar riscos, e não com a finalidade de especulação.

Um derivativo é um contrato financeiro cujo valor é derivado do valor de um ou mais ativos subjacentes sobre os quais se negociam direitos e obrigações baseadas no referido ativo subjacente sem a transferência direta de propriedade. E foi a não transferência de propriedade

a principal característica dos derivativos que fez alastrar o risco decorrente das hipotecas de alto risco no mercado norte-americano, o chamado *subprime*, revelado com a crise financeira de 2008.

Baseadas em suas estratégias de gestão financeira, muitas empresas gaúchas que atuam com comércio exterior tomaram decisões financeiras em relação ao uso ou não de operações de derivativos nesse período antecedente e posterior ao cenário econômico de 2008. Essas decisões também desvendam um comportamento quanto à utilização do mercado de derivativos em relação às demais empresas brasileiras da pesquisa de Saito e Schiozer.

Deste modo, o presente trabalho procurou analisar as decisões de investimento quanto ao uso ou não de derivativos por uma amostra de empresas gaúchas, comparando este comportamento com pesquisas anteriores sobre o perfil de um grupo de determinadas empresas brasileiras. Um aspecto a ser considerado neste trabalho é o momento de aplicação da pesquisa, ou seja, foi analisado o comportamento investidor de empresas num período pós-crise financeira.

1.1 PROBLEMA

Nos últimos anos, os derivativos ganharam força e liquidez sendo responsáveis por boa parte do volume financeiro negociado em bolsas do mundo todo. Se esses mercados parassem de ser negociados, a economia mundial seria afetada, pois todo processo de negociação mundial está amparado em coberturas (*hedge*) contra riscos de preços e taxas de juros por meio de derivativos.

Em junho de 2008, o Banco de Compensações Internacionais (*Bank for International Settlements* - BIS) estimou que o mercado de derivativos atingiu um valor estimado de 1

quadrilhão de dólares. Ou seja, o valor em dívida e o poder de alavancagem financeira que esses contratos podem atingir são bastante elevados.

De acordo com Saito e Schiozer, se antes o movimento inesperado de preços ou flutuações macro-econômicas eram a explicação para resultados financeiros ruins no âmbito empresarial, atualmente, espera-se que os gestores das empresas sejam capazes de identificar e controlar tais riscos. E o uso de derivativos é uma das maneiras pelas quais esses gestores podem mitigá-los.

No Brasil, diante do contexto pré e pós-crise econômica de 2008, que atingiu grande parte do mercado financeiro internacional, muitas organizações utilizaram-se de estratégias de gestão de riscos por meio do uso de derivativos. Os casos de grandes organizações, como Sadia e Aracruz, destacaram-se, entretanto, porque as operações com derivativos cambiais levaram estas a terem perdas bilionárias. As empresas fizeram operações alavancadas em dólar, ou seja, venderam dólar barato com exposição superior ao fluxo de exportações. Com a desvalorização do real frente à moeda norte-americana, as mesmas tiveram que cobrir a diferença em montante superior ao patrimônio disponível.

E hoje, passados mais de dois anos dessa crise financeira, os derivativos continuam sendo uma alternativa de investimento e de gestão de riscos para muitas organizações, e inclusive para as empresas daqui do Rio Grande do Sul. Porém, quais aprendizados podem ser tirados desse tipo de situação econômica pelas empresas gaúchas? Houve mudanças em relação aos tipos de riscos protegidos ou ao comportamento de investimento no mercado de derivativos por essas empresas?

1.2 JUSTIFICATIVA

Como se sabe atualmente, o uso de derivativos com fins de especulação por algumas instituições norte-americanas, como o caso do banco *Lehman Brothers*, foi um dos fatores que levaram à eclosão da crise financeira nos Estados Unidos em 2008.

Contudo, para Saito e Schiozer (2007), quando a utilização de derivativos é feita com a finalidade de proteção contra riscos financeiros, o seu uso é coerente com as teorias de maximização de valor para o acionista. Segundo ainda os autores, a maioria dos estudos internacionais mostra a existência de uma economia de escala no uso de derivativos, ou seja, grandes empresas têm maior tendência a operar no mercado de derivativos. Estas avaliam os ganhos obtidos com o uso de derivativos menos os custos de manutenção de um programa de uso de derivativos. Este fato foi confirmado pela pesquisa de Saito e Schiozer, realizada em 2004, com determinado grupo de empresas brasileiras. Para o órgão americano *Government Accountability Office – GAO*, o uso de derivativos também permite uma redução no custo de financiamento das empresas pela alocação de recursos mais eficientes, assim como pela arbitragem na mudança de preços e taxas de mercado.

Inseridas nesse contexto, também estão empresas gaúchas que atuam no mercado internacional, por meio da exportação ou importação de produtos e, para protegerem suas receitas ou obrigações financeiras, veem nos derivativos um instrumento de proteção, como por exemplo, na oscilação do preço de uma ação, *commodity* ou taxa de câmbio, ou mesmo como um tipo de alavancagem para seus negócios.

Dessa forma, espera-se que este trabalho possa contribuir para os estudos acadêmicos da área de Finanças, especialmente a de Derivativos, assim como para as organizações que operam no mercado de derivativos. Além disso, conhecer e analisar o comportamento investidor de uma amostra de empresas do Rio Grande do Sul, as quais considerando o

ambiente econômico anterior e posterior a 2008 fizeram uso de operações com derivativos em suas estratégias de gestão financeira e de risco, e também àquelas que não atuaram nesse mercado.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral:

Analisar o comportamento investidor de empresas gaúchas quanto ao uso ou não de derivativos no período pós-crise, identificando semelhanças e diferenças em relação ao perfil demonstrado por empresas brasileiras em pesquisas anteriores.

1.3.2 Objetivos Específicos:

São objetivos específicos do trabalho:

- a) Identificar e caracterizar as empresas gaúchas que fazem uso de derivativos, analisando suas características e fundamentos básicos;
- b) Identificar os tipos de derivativos utilizados e a sofisticação de estratégias financeira e de *hedge* utilizadas por essas empresas;
- c) Comparar o uso de derivativos, determinando semelhanças e diferenças entre a aplicação em grandes empresas e as PME (pequenas e médias empresas);
- d) Avaliar mudanças de postura em relação ao uso de derivativos nas PME decorrentes da crise financeira e da repercussão das perdas geradas por empresas que fizeram uso de especulação com derivativos.

2 DERIVATIVOS

2.1 CONCEITO DE DERIVATIVOS

De acordo com Lima e Lopes (1999), derivativos são aqueles instrumentos financeiros que derivam ou dependem do valor de outro ativo e que, geralmente, caracterizam-se por serem contratos padronizados, negociados entre as partes em mercados secundários organizados ou contratos *ad hoc* entre os agentes.

Quando esses contratos são negociados em mercados de bolsa, estes devem seguir regras e normas definidas, daí os mesmos serem padronizados. Entretanto, quando são negociados em mercados de balcão, os participantes podem negociar diretamente entre si e com maior flexibilidade nos termos.

Para Niyama e Gomes (2000, p. 102):

O termo derivativo é relativamente recente, sendo usualmente definido como um instrumento financeiro (contrato) cujo valor deriva do preço ou performance de outro ativo, que pode ser um bem (ação ou mercadoria, tais como café, algodão, boi gordo), uma taxa de referência (dólar norte-americano ou Depósito Interfinanceiro – DI, por exemplo), ou índices (Bovespa, etc.).

Como poder ser observado, os derivativos são instrumentos financeiros cujos preços estão ligados a outro instrumento que lhes serve de referência. Eles representam a forma de negociar a oscilação de preços dos ativos, sem haver, necessariamente, a negociação física do bem ou da mercadoria.

2.2 EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE DERIVATIVOS

Para Castellano (2009), a história dos mercados futuros, que compõem o mercado de derivativos, remonta à Idade Média. Surgiram, originalmente, para atender às necessidades de produtores e comerciantes como forma destes solucionarem seus problemas provindos da característica temporal dos produtos agrícolas. Tanto o produtor quanto o comerciante não tinham como ter certeza do preço que iriam receber ou pagar, respectivamente, pelas mercadorias, pois em épocas de grande oferta, os produtos poderiam ser vendidos por preços baixos, ao contrário, em épocas de escassez, poderiam obter preços bem melhores. Devido ao risco de não obterem um preço satisfatório, tanto produtor como comerciante resolvem, antes da colheita, fazer um acordo e assegurar um preço para a produção esperada.

A soma das necessidades de proteção contra o risco de produtores e comerciantes promoveu a organização das bolsas de derivativos. Um local onde os negócios poderiam ser fechados de forma organizada, sistemática e garantida. Lozardo (1998) cita que o primeiro mercado organizado para entrega futura de *commodity* data do século XVII no Japão. No entanto, o primeiro mercado futuro organizado, nos moldes do que temos hoje, com apregoação de preços, garantias, etc., surgiu com a criação da *Chicago Board of Trade* (CBOT), em 1848. Àquela época, os negócios previam a entrega física do produto. Atualmente, a maioria dos contratos futuros tem liquidação apenas financeira.

No Brasil, conforme Lima e Lopes (1999, p. 15): “A primeira bolsa de *commodities* agrícolas surgiu em 1917, era chamada Bolsa de Mercadorias de São Paulo e não negociava contratos futuros”. Em 1983, surgiu a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF), na cidade do Rio de Janeiro. A Bolsa de Mercadorias & Futuros, a BM&F, foi criada em 1985, em São Paulo, e seu primeiro pregão foi em 31 de janeiro de 1986. Em 1997, a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF) fecham acordos para unirem suas

atividades operacionais com a finalidade de fortalecer o mercado nacional de *commodities* e consolidar a BM&F como o principal centro de negociação de derivativos do Mercosul.

2.3 FINALIDADE DOS DERIVATIVOS

A origem da criação e da enorme expansão dos mercados de derivativos financeiros deveu-se a busca de proteção contra a forte volatilidade das taxas de câmbio e de juro registrada desde o fim dos acordos de Bretton Woods. Segundo Farhi (1999), “essa volatilidade introduziu profundas mudanças no comportamento dos agentes econômicos ao tornar imperativa a formação de expectativas sobre a evolução de curto prazo das principais variáveis financeiras para a condução normal das atividades econômicas”. Com a existência dos mercados derivativos, os agentes passaram a poder cobrir seus riscos financeiros ao transferi-los para outros.

Assim, a expansão dos derivativos possibilita, à maior parte dos agentes econômicos, a realização de operações de cobertura de riscos sobre os mais variados tipos de ativos, reduzindo o impacto das incertezas geradas pela volatilidade dos principais indicadores financeiros. Entretanto, ao mesmo tempo, esses mercados podem ser o instrumento ideal para a especulação, ao permitir acesso, de maneira fácil e direta, aos mecanismos de alavancagem.

Com a ampliação e diversificação dos derivativos, a linha de distinção entre uma operação de *hedge* e uma de especulação é bastante tênue. Anteriormente à criação e extensão dos mercados de derivativos, essa diferença revelava-se na intenção que regia a operação de um investidor e, em alguns casos, no prazo em que este mantinha o ativo em carteira. Para Farhi (1999), a especulação era definida por um tempo mais curto de permanência dos títulos em carteira e pela expectativa de seu detentor de realizar um rápido ganho de capital,

enquanto que um investidor conservaria o título por um período maior e se interessaria pelo recebimento de dividendos, sendo esta uma atitude não-especulativa.

Na conjuntura atual, destaca-se a importância das diferenças conceituais entre *hedge*, especulação e arbitragem no momento em que suas conseqüências micro e macroeconômicas são distintas e, em certos contextos, podem ser até opostas.

2.3.1 Hedge

Conforme Farhi (1999), as operações de cobertura de riscos (*hedge*) consistem, essencialmente, em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista. A operação de cobertura de riscos de um produtor (no mercado de *commodities*) ou de um agente, por exemplo, que tenha posição comprada no mercado à vista é chamada de *hedge* de venda. O risco desse agente está na queda dos preços e, para proteger-se desse risco, o mesmo deve efetuar uma operação de venda nos mercados derivativos. No caso do transformador (também no mercado de *commodities*) ou de um agente com posição vendida no mercado à vista, a operação de cobertura é denominada de *hedge* de compra, pois seu risco é de uma alta dos preços contra o qual ele se protege assumindo uma posição comprada nos mercados de derivativos.

Visando fundamentar o conceito de *hedge*, Farhi (1999) cita ainda alguns tipos básicos de operações de *hedge*, os quais vêm complementar a ampla gama de derivativos disponíveis no mercado:

a) o *hedge* de custo de carregamento (*carrying charge hedging*) é realizado em conjunto com a manutenção de um estoque do ativo subjacente. Se este estoque não estiver coberto por uma venda futura (independente do derivativo empregado para tal), seu detentor busca tirar lucro da variação do nível absoluto de preços. Entretanto, no momento em que este estoque

estiver coberto por uma venda futura, seu detentor almeja o lucro da variação dos preços relativos entre o futuro e o presente, isto é, da variação da base.

b) o *hedge* seletivo é aquele decidido em função das expectativas da evolução dos níveis absolutos de preços. Os estoques somente são cobertos quando se espera uma queda dos preços, enquanto que as posições vendidas (*short*) são cobertas quando se tem expectativa de alta. Esta operação visa, basicamente, evitar a realização de perdas em momentos específicos.

c) o *hedge* por antecipação é aquele que não possui, no momento presente, um estoque de ativos ou um compromisso firmado de entrega como contraparte, porém deverá vir a tê-lo num momento futuro anterior ou equivalente ao vencimento do derivativo. Este tipo de operação é uma das que mais se aproxima de posições especulativas, pois no momento em que é realizada, não possui uma posição oposta no mercado à vista. Nos mercados de *commodities*, este *hedge* resulta de compras de derivativos por transformadores visando garantir necessidades posteriores de matéria-prima ou por vendas futuras efetuadas por produtores antes de sua produção. Já nos mercados de ativos financeiros, transforma-se em posições futuras compradas ou vendidas para garantir os preços dos ativos ou taxas (de câmbio ou de juros) que correspondem a fluxos financeiros futuros. O objetivo é tirar proveito dos preços atuais, quando se estima que eles deverão vir a evoluir desfavoravelmente.

d) as formas de *hedge* (tipo *portfólio insurance* ou *delta hedging*) visam estabelecer uma proporção ótima entre os derivativos vendidos e o estoque de ativos subjacentes em função da evolução de seus preços.

e) o *hedge* puro de aversão ao risco passou a ter uma maior aplicabilidade com o desenvolvimento do mercado de opções. As limitações da cobertura de riscos obtida com este tipo de *hedge* são um dos fatores originários da demanda por produtos opcionais de balcão cujo prêmio é mais baixo que nas opções tradicionais. Embora estas opções recentes possuam

coberturas mais restritas que as opções tradicionais, seus diversos mecanismos permitem-lhes adaptar-se melhor a uma demanda precisa de *hedge*.

No tocante às operações de *hedge*, algumas limitações devem ser observadas. Os riscos transferidos por meio do *hedge* continuam a existir. Estes são assumidos por outros participantes do mercado, em especial pelos especuladores. Através de uma operação de *hedge*, estes riscos deixam de estar concentrados e disseminam-se entre um número maior de participantes. No mercado de derivativos financeiros, a transferência de riscos possui um horizonte de tempo relativamente curto, e nos mercados organizados esses prazos máximos vão de 12 a 16 meses, embora a grande parte dos negócios concentre-se em prazos mais curtos.

2.3.2 Especulação

Conforme Keynes (1936), a especulação caracterizava-se como a atividade de antecipar a psicologia do mercado. Entretanto, a definição de especulação, que se tornou clássica e vem sendo aceita até os dias de hoje pelas mais variadas correntes da análise econômica, foi dada por Kaldor (1939): a compra (ou venda) de mercadorias tendo em vista a revenda (ou recompra) a uma data posterior quando o motivo para tal ação é antecipação de uma mudança nos preços em vigor e não uma vantagem resultante de seu uso ou uma transformação ou transferência de um mercado para outro. Esta definição dá ênfase na atuação baseada nas expectativas de alterações nos níveis de preços como componente específico da especulação.

Para Farhi (1999), a constituição de expectativas por parte dos agentes econômicos conduz, frequentemente, a uma atuação nos mercados financeiros à vista ou de derivativos. Porém, esta atuação baseada em expectativas não se limita a operações especulativas,

podendo constituir-se em *hedge*, seja ele seletivo, antecipatório ou de *carrying charge* ou ainda em arbitragem. As operações de *hedge* com base em expectativas de mudanças, seja nos níveis absolutos de preços, seja na sua relação temporal, são bem mais comuns e difundidas nos mercados financeiros do que as operações “puras” de aversão ao risco, as quais não implicam a formação de nenhum tipo de expectativa de preços devido ao seu automatismo.

Da mesma forma, as operações de arbitragem efetuadas entre o mercado à vista e os derivativos, entre diversos vencimentos de um mesmo derivativo, entre derivativos diferentes com o mesmo ativo subjacente, entre diversas praças, entre derivativos com ativos subjacentes diversos, mas correlatos, etc. presumem, fundamentalmente, a formação de um conceito sobre a relação normal entre preços, praças ou vencimentos, o qual é deduzido de seu comportamento passado. As operações são realizadas com a intenção de que, havendo eventuais distorções nesta relação, estas sejam rapidamente superadas.

Com essa visão, atuar de acordo com expectativas de mudanças de preços (absolutos ou relativos) deixou de ser uma característica exclusiva das operações de especulação. No entanto, em função de uma nova realidade, é necessário encontrar critérios de distinção entre a especulação e as outras operações realizadas nos mercados, pois como se verificou a formação de expectativas sobre mudanças de níveis de preços norteia a atuação da grande maioria dos *hedgers*, arbitragistas ou especuladores.

Nesse contexto, a especulação passa a ser considerada como posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato (FARHI, 1999). Através dessa definição, é possível estabelecer uma distinção entre as posições especulativas e as posições de *hedge* ou de arbitragem.

Com a criação dos mercados de derivativos financeiros e a sua generalização à grande parte dos ativos, o fato dessas posições serem mantidas líquidas e sem cobertura por uma posição oposta em outra temporalidade e no mesmo ativo ou num ativo correlato, caracteriza-as como especulativas. Já o fato de serem resultantes de uma expectativa relativa a preços permeia todos os tipos de operações realizadas nos mercados financeiros contemporâneos.

2.3.3 Arbitragem

Segundo Farhi (1999), as operações de arbitragem são compostas de duas pontas, tanto no mesmo ativo com temporalidade diferente (*cash and carry*), quanto em praças diferentes, envolvendo derivativos diferentes, ou ainda em ativos diversos, mas com um determinado grau de correlação nos movimentos de seus preços. Estas têm por finalidade aproveitar distorções nas relações dos preços. Entretanto, se uma das pontas é liquidada e a outra mantida em aberto, a operação torna-se especulativa.

O fato de uma parte das operações de arbitragem diferenciar-se claramente da especulação não implica, entretanto, que não possa resultar em muitos prejuízos. A relação habitual entre temporalidades, praças ou ativos diferentes baseados no comportamento passado das cotações é incerta, volátil e sujeita a diversos fatores aleatórios. Sendo assim, a realização de arbitragem depende da antecipação de que relações distorcidas voltarão, depois de um determinado tempo, a seu padrão normal.

Nos mercados de ativos financeiros e seus derivativos, a arbitragem adquiriu um peso extremamente importante. O impacto macroeconômico desse tipo de operação não pode ser subestimado, tendo em vista que a arbitragem transformou-se num dos principais veículos de unificação internacional dos preços de ativos financeiros de mesma natureza, de seu

ajustamento temporal e de correia de transmissão dos impactos sofridos num mercado para os outros.

2.4 DERIVATIVOS NAS EMPRESAS

Os derivativos podem ter um enorme impacto no bem-estar financeiro de uma empresa. Esse impacto pode ser tanto positivo quanto negativo. Dessa forma, a administração de riscos por meio de operações com derivativos torna-se uma função de autoconhecimento e honestidade. Se um usuário final souber por que claramente está usando derivativo, ele pode administrar com maior eficiência o *trade-off* entre risco e retorno.

O mercado financeiro tornou-se mais volátil desde que as taxas de câmbio foram liberadas em 1973. Taxas de juros e de câmbio flutuam mais rapidamente agora do que em qualquer outro período desde o *Crash* de 1929. Ao mesmo tempo, as margens de lucro das empresas foram comprimidas pela diminuição das barreiras comerciais e maior competição internacional. O resultado é que as empresas foram forçadas a lidar com seus riscos financeiros. E ao longo dos tempos, a experiência mostra que ignorar riscos inerentes a taxas de juros, moedas e *commodities*, pode prejudicar uma empresa tanto quanto o fracasso de um novo produto.

Os derivativos permitem às empresas reduzir seus riscos financeiros – transferindo esses riscos a alguém, geralmente um banco, disposto a assumi-los e gerenciá-los. Segundo Raimundo Silva (2009), as empresas que utilizam derivativos cresceram muito por que visualizam esses instrumentos financeiros não somente como produtos, mas também como ferramentas que transformam os riscos em ganhos da melhor forma possível. Atualmente, estas empresas usam derivativos e operações estruturadas de derivativos para:

- **Melhorar a taxa de rentabilidade:** Essa possibilidade se dá através das diversas formas de transformação de riscos em ganhos. Por exemplo, pela simples extensão dos vencimentos e *duration*, pelo uso de opções de compra e venda, ou também, pela eliminação ou aumento do fluxo de caixa de juros é possível melhorar esta taxa.

- **Minimizar ou proteger riscos específicos que existem em seus portfólios:** As empresas podem usar derivativos de moedas estrangeiras para proteger uma moeda local de um portfólio de papéis de moedas estrangeiras. Outro exemplo é o uso de taxas fixas para proteger um portfólio indexado a uma taxa flutuante. Em ambos os exemplos acima, o risco não foi eliminado totalmente, mas apenas transformado. Proteger uma carteira de moedas estrangeiras, por exemplo, através do uso do dólar faz com que o risco, que era anteriormente na flutuação negativa das moedas estrangeiras, passe a ser o da americana. O mesmo acontece com uma carteira de taxas flutuantes, que por meio do uso de uma taxa fixa, elimina o risco de flutuações nas taxas de curto prazo, porém agora, submete-a ao risco na mudança nas taxas fixas.

- **Alavancagem de um risco de mercado específico:** Os gestores de empresas podem obter visões precisas na mudança da forma da curva da taxa de rentabilidade ou nos movimentos das taxas estrangeiras. Além disso, os derivativos são instrumentos que, para usuários experientes, permitem a alavancagem de suas carteiras minimizando os riscos possíveis.

- **Criação de novas oportunidades de mercado:** Investidores de renda fixa podem diversificar suas carteiras ao incluírem, por exemplo, índices de bolsas ou *commodities*. Entretanto, as operações com derivativos podem possibilitar novas dimensões para os tradicionais riscos de mercado, uma vez que estas incorrem em riscos de volatilidade e correlação de mercados.

Como os derivativos podem ser mal utilizados, seja por ignorância, falta de entendimento ou dolo, gerando dessa forma aumento ao invés de diminuição dos riscos do usuário, as empresas devem tomar todo cuidado necessário para se utilizar deste instrumento.

2.5 TIPOS DE MERCADOS DERIVATIVOS

O que se denomina genericamente de derivativos compreende, na verdade, um conjunto de segmentos específicos de mercados, cada qual com sua lógica, características conceituais e operacionais, regras e critérios de formação de preço. Segundo a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), há quatro tipos de mercados derivativos: a termo, futuro, de opções e de swap.

a) Contrato a Termo:

Para Silva Neto (1998), o contrato a termo é uma promessa de compra e venda, com preço preestabelecido, onde o comprador se compromete a pagar um valor previamente acordado e contratado ao vendedor na data de entrega do bem. De outra parte, o vendedor se responsabiliza em entregar o bem no local, na quantidade e qualidade previamente ajustados.

O contrato a termo, também chamado de *forward*, não obriga que o vendedor possua o produto comercializado e, tampouco, que o comprador possua o dinheiro prometido no fechamento do contrato, e sim no ato da liquidação, gerando um risco para ambas as partes. Entretanto, com a criação de Câmaras de Compensação, houve uma diminuição desse risco tendo em vista que as câmaras tentam garantir a liquidação dos contratos. Niyama e Gomes (2000, p. 104) explicam que:

As operações podem ser realizadas em bolsa ou no mercado de balcão com diversas finalidades, dentre as quais a proteção contra riscos de oscilação de preço (*hedgers*),

especulação e captação/aplicação de recursos, mediante operações de compra e venda a termo, ou da combinação de operações a vista e a termo.

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 o uso da sigla NDF – *Non Deliverable Forward*.

Ao contrário dos contratos futuros, que são negociados em bolsa e padronizados, os contratos a termo são normalmente negociados no mercado de balcão e os detalhes dos contratos podem ser ajustados pelas contrapartes: volume, prazo e ativo objeto do contrato. Ou seja, os contratos a termo podem ser, dessa forma, adaptados às necessidades de cada participante.

Outra diferença importante entre mercados futuros e a termo é que neste último não há exigência de margem de garantia e não há marcação a mercado. Assim, não há fluxo de caixa entre as contrapartes durante o prazo 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. Porém, 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, o qual por sua vez terá um ajuste bruto positivo.

b) Contrato Futuro:

Possui características semelhantes a um contrato a termo, porém há uma padronização das bolsas de futuros, definindo quantidade, qualidade das mercadorias, data de vencimento e

local de entrega padronizados. Esta padronização facilita a formação de preços e implementa a liquidez, facilitando também a negociação. Esta facilidade decorre da não necessidade de entrega do produto ao comprador ou da compra ou da compra do mesmo. Para se liquidar um contrato de determinado produto, basta efetuar uma operação contrária à inicial, vender.

Os contratos futuros não possuem a mesma flexibilidade dos contratos a termo no que se refere à adaptação às necessidades do produtor ou do comprador. Se a quantidade de mercadorias desejada pelo comprador não for um múltiplo do lote negociável, este terá que optar entre comprar um lote a mais ou a menos. O mesmo acontece com a data em que o comprador deseja receber a mercadoria, se esta não estiver contemplada no contrato padrão, terá um período de defasagem.

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. Deste modo, eles anulam possíveis variações e impactos negativos de novas informações a serem divulgadas no período até a liquidação.

Niyama e Gomes (2000) explicam que embora o mercado futuro se assemelhe às operações a termo, diferencia-se daquele em virtude dos chamados “ajustes diários” (marcação a mercado - *mark to market*), que representam o nivelamento de todas as posições em aberto, ou seja, o pagamentos ou recebimento do valor correspondente pelo emissor. Neste caso, o contrato é liquidado financeiramente, sem a entrega física do ativo objeto. 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, a negociação de operações de futuros acontece 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.

Outra importante função do mercado futuro é servir como base para a 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).

c) Contrato de Opções:

Lima e Lopes (1999, p. 18) abordam que “os contratos de opções são modalidades mais recentes de operações nos mercados financeiros, sendo negociados a bem menos tempo que os contratos futuros”.

Os contratos de opções se dividem em opção de compra (*call*) e opção de venda (*put*). Tal como num contrato de seguro, o comprador deve pagar um prêmio ao vendedor. Segundo Niyama e França (2000, p. 111), “as opções de compra, (*call*) e de vendas (*put*) são contratos que conferem ao comprador (titular) o direito de, respectivamente, adquirir/vender o bem objeto do contrato ao preço fixado”. De acordo com os autores, por opção de venda, também denominada *put*, entende-se a operação representada por um contrato de opção, onde o titular pode vender o bem negociado objeto da operação, por um preço previamente contratado, se assim desejar fazê-lo.

No mercado de opções o titular, ou o comprador, tem um direito futuro sobre o ativo, porém não uma obrigação, pois já cumpriu sua parte no negócio pagando o prêmio. Entretanto, o vendedor possui uma obrigação futura caso o titular deseje exercer a opção de compra.

O direito de compra ou venda pode ser exercido até a data de vencimento ou somente na data de vencimento, diferenciando-se dois tipos de opções. Numa opção do tipo americana, o direito de compra ou venda do ativo-objeto poderá ser exercido até a data de vencimento. Para Leuthold e tal (1989), essa opção apresenta um valor intrínseco maior, quando o preço é mais baixo no exercício da *call* ou mais alto, no da *put*. Quanto ao tipo de opção europeia, o direito de compra ou venda somente poderá ser exercido na data de vencimento. Na Bovespa são admitidos os dois tipos de opções, americana e europeia.

d) Contrato de Swaps:

São contratos que determinam um fluxo de pagamentos entre as partes contratantes, em diversas datas futuras. Negocia-se a troca (em inglês, *swap*) do índice de rentabilidade entre dois ativos. Conforme Lima e Lopes (1999, p. 20), “é uma estratégia financeira em que dois agentes concordam em trocar fluxos futuros de fundos de uma maneira preestabelecida”. Esses fluxos podem se referir a moedas, taxas de juros ou a indexadores.

O swap, no entanto, implica certo risco. Variações inesperadas nos indexadores das dívidas podem eventualmente prejudicar um dos signatários do contrato. 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 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O processo de coleta e análise de dados para um estudo abrange teoria e realidade. Para isto, é preciso a utilização de métodos ou técnicas de pesquisa. A escolha do tipo de pesquisa e do instrumento de coleta e verificação das informações depende do estudo a ser realizado e da forma como se vai investigar a realidade, definindo-se assim a metodologia a ser aplicada.

A elaboração de um trabalho de conclusão envolve a exploração e análise de dados, o que pode ser feito utilizando-se a pesquisa quantitativa e/ou a pesquisa qualitativa. A pesquisa quantitativa é mais adequada para avaliação de resultados, sendo uma de suas formas de delineamento a pesquisa *survey*. Já a pesquisa qualitativa procura avaliar a efetividade das ações de um plano ou programa, sendo alguns de seus métodos o estudo de caso e a pesquisa-ação.

A pesquisa quantitativa pode ser efetivada utilizando-se os seguintes instrumentos de coleta de dados: entrevista, questionário, observação, testes, escalas, entre outros. Entretanto, para a pesquisa qualitativa pode-se utilizar como instrumentos de coleta de dados a entrevista em profundidade, observação participante, entrevista em grupo, documentos e histórias de vida.

Um fator relacionado à técnica de coleta de dados através de questionário é quanto ao tipo de questões que envolvem um trabalho de pesquisa. As questões podem ser fechadas, abertas, ou ainda, uma combinação das duas, dependendo estas da forma direta ou indireta exigido das respostas.

3.1 PLANO DE COLETA DE DADOS

A metodologia deste estudo incluiu a pesquisa *survey*, por meio da abordagem quantitativa, pois conforme Roesch (1999), esta possibilita ao pesquisador elaborar comparações, sumários e generalizações ao mesmo tempo em que enfatiza a utilização de dados padronizados. Também se utilizou da pesquisa exploratória, pois, de acordo com Roesch (1999, p. 131), “... se o propósito do projeto é explorar um tema que foi pouco estudado, utilizam-se pesquisas exploratórias”.

Para fins de atingir os objetivos do trabalho, escolheu-se, por conveniência, uma amostra de empresas do Rio Grande do Sul, situadas em sua maioria na região metropolitana de Porto Alegre. Estas empresas, devido aos seus respectivos ramos de atividades, poderiam ou não atuar no mercado de derivativos.

O instrumento de coleta de dados utilizado junto à amostra de empresas foi o questionário (anexo A). Na primeira quinzena do mês de setembro de 2011, os questionários foram enviados, via *e-mail*, para um total de 59 empresas. Dessas, 34 responderam, gerando uma taxa de resposta de 57,63%.

3.2 INSTRUMENTO DE PESQUISA

O instrumento de pesquisa enviado às empresas continha um total de trinta e três questões em sua maioria fechadas. Como forma de complementar e avaliar as informações coletadas, o questionário foi elaborado considerando algumas hipóteses.

Com base em estudos como o de Saito e Schiozer (2004), verificou-se uma tendência do mercado de derivativos ser mais utilizado por grandes empresas. O uso de derivativos exige um maior conhecimento de estratégias de gestão de riscos, bem como sobre o funcionamento do mercado financeiro como um todo. E para se ter pessoas capacitadas, e

programas para fazer tal análise do mercado, existe um custo de manutenção, que a maioria das PME não dispõem para investir. Dessa análise, chegou-se a primeira hipótese.

Hipótese 1: As PME não conhecem de forma aprofundada as funções de derivativos, com poucas empresas sendo usuária desse tipo de ferramenta.

Para uma organização possuir sofisticação em suas estratégias negociais, são necessários maiores investimentos em capital humano, técnicas e programas de gestão. Dado que os derivativos constituem um mercado bastante amplo e complexo, a utilização desses instrumentos exigirá um conhecimento técnico mais elaborado dos gestores. Examinando esse aspecto e considerando o estudo realizado com as empresas brasileiras, onde por razões econômicas a classe de risco mais gerenciada é a exposição à taxa de câmbio, formulou-se a segunda hipótese.

Hipótese 2: As PME têm baixa sofisticação de sua gestão financeira, sendo que, quando utilizada a ferramenta, centra-se basicamente em derivativos cambiais e tende a ser tanto mais utilizada quanto maior o conhecimento técnico do gestor.

Aspectos ligados à governança corporativa e transparência das empresas brasileiras, revelados na pesquisa de Saito e Schiozer (2004), revelou que os gestores estão mais interessados em gerenciar riscos ao utilizarem os derivativos do que fazer especulação. Assim, seguindo nessa linha, a terceira hipótese refere-se à finalidade do uso de derivativos pelas empresas do Rio Grande do Sul.

Hipótese 3: A atuação das empresas gaúchas no uso de derivativos se centra em proteção, não assumindo posições de especulação com objetivos de ganhos financeiros.

Os impactos da crise financeira de 2008 repercutiram no mundo inteiro e as notícias veiculadas na mídia fizeram dos derivativos o vilão da vez. No Brasil, grandes empresas tiveram perdas relevantes ao especular no mercado de derivativos. Sob essa ênfase, a quarta hipótese trata dos aspectos ambientais e sua influência no meio empresarial.

Hipótese 4: A crise financeira e as notícias envolvendo empresas especulativas que tiveram severas perdas, evidenciaram uma retração no uso de derivativos pelas empresas, que se deixam levar mais facilmente por noticiários (efeito manada).

Assim, por meio de pesquisas bibliográficas e da coleta de dados junto às empresas, procurou-se buscar informações relacionadas à área de estudo, tendo como propósito final obter as respostas aos objetivos deste trabalho.

4 RESULTADOS

Neste capítulo serão feitas as análises dos resultados da coleta de dados junto à amostra de trinta e quatro empresas gaúchas, conforme a tabela 1. A partir das informações obtidas foi possível fazer um estudo dos seus respectivos perfis de investimento, bem como comparar com o comportamento de outras empresas brasileiras. Os resultados dessas análises serão apresentados de acordo com os itens a seguir:

Ano	Nr. de Empresas que Receberam Questionário	Empresas Respondentes	Taxa de Resposta %	Usuárias de Derivativos %
2011	59	34	57,63	44,12

Tabela 1: Comparativo entre empresas respondentes e usuárias de derivativos

4.1 QUALIFICAÇÃO DAS EMPRESAS E RESPONDENTES

A análise dos resultados apresentados é sobre uma amostra de trinta e quatro empresas gaúchas sendo que destas, segundo a nova classificação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), sete são microempresas, três pequenas empresas, nove médias empresas, e quinze grandes empresas. A maioria das empresas tem como ramo principal de atividade o comércio, e vinte e quatro delas também importam/exportam algum tipo de produto ou mercadoria. Quanto ao segmento de micro e PME usuárias de derivativos, quatro empresas possuem faturamento bruto anual entre R\$ 16 e R\$ 90 milhões, ou seja, pela classificação do BNDES são médias empresas. Todas elas atuam

no ramo de comércio, entretanto, duas destas também possuem conjuntamente a atividade de indústria.

Da totalidade das dezenove micro e PME respondentes, destaca-se a natureza da propriedade sendo como privada nacional familiar, estando também o controle dos negócios com a família. Quinze respondentes eram do sexo masculino. A faixa etária predominante ficou entre 40 e 50 anos para doze empresas, e o nível de ensino superior foi citado por 47,37% dos respondentes, seguido por ensino médio, com 31,58%. A maioria deles (63,16%) informou já ter experiência profissional de mais de 10 anos, sendo que 52,63% já estão no atual cargo também a mais dez anos.

Em relação às grandes empresas, o tipo de propriedade e o perfil dos respondentes não ficaram muito diferentes das características apresentadas pelas micro e PME. Nove destas empresas citaram a natureza da propriedade como privada nacional não-familiar, estando o controle das ações da empresa em poder dos proprietários. Com referência aos respondentes, apenas dois eram do sexo feminino. A média das idades ficou em torno de 40 anos, e o grau de instrução mais citado foi o ensino superior com 46,67%, seguido por pós-graduação com 33,33%. Do total dos respondentes, 60% deles informaram possuir mais de 10 anos de experiência, estando no cargo atual por mais de seis anos.

Com base nesses dados, depreende-se que os principais dirigentes das grandes empresas, os quais possuem um grau de instrução a nível superior, são em maior número em relação aos gestores do segmento de micro e PME. Essa constatação leva a crer que a sofisticação na gestão financeira de uma empresa está relacionada ao conhecimento técnico do gestor, embasando assim a segunda hipótese desta pesquisa.

4.2 UTILIZAÇÃO DE DERIVATIVOS

Do total da amostra, quinze empresas declararam que já operaram no mercado de derivativos, estando entre estas nove grandes empresas. As demais estão no segmento de microempresa, pequenas e médias empresas (PME). Todas elas atuam no ramo de comércio e também possuem receitas com exportação de produtos, sendo que sete das grandes empresas afirmaram ter receitas com moeda estrangeira entre 10 a 15%, e o total do segmento de micro e PME entre 5 a 10%. O percentual das despesas e custos operacionais em moeda estrangeira ficou em torno de 10% para cinco grandes empresas e quatro PME.

Comparando o segmento de micro e PME usuárias de derivativos, o total de não usuárias é mais que o dobro, ou seja, 13 empresas, estando entre estas seis microempresas e sete PME. O percentual de receitas e com custos e despesas operacionais em moeda estrangeira não excedem a 10%. A justificativa para a decisão de não utilizar esse tipo de instrumento está relacionado aos fatores mais importantes citados por esse conjunto de empresas, dentre os quais: a percepção de operação de alto risco e possibilidade de perdas financeiras, dificuldade em estabelecer preços de derivativos, pouca exposição financeira e as exigências legais ou necessidade de tratamento contábil especial.

Quanto ao grupo das grandes empresas não usuárias de derivativos, o percentual de receitas e despesas operacionais em moeda estrangeira também não excedeu a 10%, característica essa semelhante ao segmento das micro e PME. Entretanto, os três fatores mais importantes para a decisão de não utilizar derivativos para quatro destas empresas foram: pouca exposição financeira ou a preços de *commodities*, percepção de operação de alto risco com possibilidades de perdas financeiras, e as exposições são gerenciadas mais eficientemente por outros meios.

Ainda em relação às micro e PME as quais não operam com derivativos, sete empresas citaram, dentre os efeitos mais importantes gerados pela crise de 2008/2009 em relação ao incentivo e disposição em operar nesse mercado, os seguintes: não impactou, pois a empresa nunca utilizou e não utilizará derivativos; reduziu, pois a empresa não utilizava derivativos antes, mas após a crise as probabilidades de passar a utilizar são menores; e não impactou porque a empresa tem *hedge* operacional e não vê necessidade de usar derivativos. Desse conjunto de empresas 84,62% mencionaram nunca terem operado com derivativos.

Comparado às três grandes empresas que nunca operaram com esses instrumentos, o núcleo das micro e PME que nunca utilizaram é mais que o triplo. Há diferenças também quanto aos efeitos gerados pela crise de 2008/2009 em relação ao incentivo e disposição em operar nesse mercado, citados por três grandes empresas: não impactou, pois quando necessário a empresa fará uso de derivativos para fazer *hedge* de suas operações; não impactou por que a empresa tem *hedge* operacional e não vê necessidade de usar derivativos; e aumentou, pois embora não utilize, a crise influenciou a que a empresa fique mais atenta à possibilidade de usar derivativos.

Fazendo uma análise da amostra das quinze empresas gaúchas usuárias de derivativos, conclui-se que o segmento de grandes empresas é o que mais opera com derivativos. Esses dados estão de acordo com a pesquisa de Saito e Schiozer (2004) com empresas brasileiras não-financeiras, a qual demonstra que o segmento de grandes empresas é o que mais utiliza operações de derivativos. Um dos motivos apontados pelos autores é a economia de escala no uso dessas operações comparado ao custo de se ter um programa de derivativos.

Um ponto em comum observado nesta amostra se refere à exposição cambial. Para 89,47% do conjunto das empresas não usuárias de derivativos o percentual de exposição à taxa cambial não excedeu a 10%. Fato esse confirmado também na pesquisa de Saito e Schiozer, os quais explicam que as empresas que usam derivativos são justamente aquelas

com maior exposição em moeda estrangeira. Dessa forma, os dados obtidos confirmam a primeira hipótese, a qual previa que as PME não conhecem de forma aprofundada as funções de derivativos, com poucas sendo usuária desse tipo de ferramenta.

4.3 POLÍTICAS E TIPOS DE DERIVATIVOS UTILIZADOS

Como consequência da crise econômica em 2008, muitas empresas optaram por zerar ou mesmo reduzir suas posições abertas em derivativos, evitando assim, maiores prejuízos com a disparidade cambial do dólar em relação ao real. Esse aspecto também foi observado com o público desta pesquisa, pois das quinze empresas que disseram fazer uso dos derivativos cambiais e de taxas de juros com o objetivo de se proteger da oscilação cambial, onze reduziram suas posições nesses instrumentos. Destaca-se, ainda, o fato de muitas dessas empresas serem exportadoras, ou seja, aquelas que mais sofrem o impacto de uma apreciação da taxa de câmbio de suas moedas nacionais.

Das seis empresas do segmento de micro e PME que afirmaram já ter feito uso de operações de derivativos, a maioria dos respondentes (83,33%) mencionou que houve uma redução no valor total dos contratos numa comparação entre o período anterior e posterior à crise financeira de 2008/2009. Como mostra a tabela 2, esse efeito também foi semelhante para a maior parte do conjunto das grandes empresas, pois apenas 33,33% destas responderam não ter havido redução no valor total das operações de derivativos. Essas informações levam a crer que a crise financeira e as notícias envolvendo empresas especulativas que tiveram severas perdas influenciaram essa redução no uso desses instrumentos, tornando verdadeira a quarta hipótese deste trabalho.

Valor dos Contratos no Período Anterior e Posterior à Crise Financeira 2008/2009	Aumentou	Reduziu	Permaneceu Constante
Micro e PME	–	5	1
Grandes Empresas	1	6	2

Tabela 2: Comparativo do uso de derivativos pelas empresas gaúchas

Em relação ao questionamento sobre a melhor prática que descreve a política da empresa quanto ao uso dos derivativos, oito grandes empresas informaram a atividade de gerenciamento centralizada em relação ao risco de câmbio. Inclusive 62,50% destas mencionaram fazer uso do cálculo do VAR (*value at risk*) para as respectivas operações. No segmento de micro e PME, cinco empresas também possuem gerenciamento de risco centralizado em câmbio, porém, devido provavelmente as poucas operações com derivativos, observou-se que o grupo não possui cálculo de VAR para carteiras de derivativos. Devido as grandes empresas serem as que mais utilizam o mercado de derivativos, o cálculo do VAR justifica uma maior sofisticação e controle no gerenciamento de risco dessas operações por parte desse segmento.

Com referência aos fatores que causam de forma moderada ou muita preocupação aos gestores gaúchos quanto ao uso de derivativos, 93,33% relataram o tratamento contábil, 73,33% o risco de mercado, e 60% mencionaram que também se preocupam com as exigências legais quanto ao uso dos derivativos. Estas preocupações também foram as três escolhidas como as mais relevantes quanto à utilização do mercado de derivativos para 53,33% das empresas. Esses dados se assemelham ao trabalho de Saito e Schiozer, tratamento contábil acima de 80% e risco de mercado entre 60 e 80%. A volatilidade do mercado brasileiro e as consequências da crise financeira de 2008 são algumas das explicações prováveis para os três maiores fatores de preocupação para os gestores gaúchos.

Já os tipos de derivativos mais utilizados dentre as empresas que afirmaram ser usuárias dessas operações, 86,67% utilizaram derivativos de câmbio e 13,33% derivativos de

taxas de juros (tabela 3). Na pesquisa de Saito e Schiozer, 97,6% das empresas utilizavam derivativos de câmbio, 83,3% derivativos de taxas de juros, 35,7% de *commodities* e 21,4% gerenciavam outras classes de riscos. A conclusão dos pesquisadores é que existem razões econômicas para que as exposições às taxas de câmbio e de juros sejam as mais gerenciadas com esses instrumentos no Brasil. Um dos motivos citados seria a elevada volatilidade dessas taxas, o que geralmente causa uma necessidade por proteção contra riscos advindos de variações abruptas na taxa de juros e câmbio. E dentre essas duas classes, conforme os autores, o risco cambial parece afetar, de maneira mais ampla, a todas as empresas, tanto nos resultados operacionais (uma vez que parte dos insumos e/ou da receita pode estar vinculada à moeda estrangeira) como por manterem dívida em moeda estrangeira.

De acordo com as constatações acima, ficou claro que, o fato de a maior parte das PME gaúchas possuírem receitas e custos operacionais suscetíveis ao risco da variação cambial faz com que os derivativos cambiais sejam os mais utilizados, sugerindo assim, a validade da segunda hipótese.

Tipos de Derivativos	Câmbio	Taxas de Juros	Commodities	Outros Tipos
Micro e PME	5	1	–	–
Grandes Empresas	8	1	–	–

Tabela 3: Tipos de derivativos mais usados pelas empresas gaúchas

Pela análise dos dados obtidos, ressalta-se que o conjunto das PME tem pouca atuação no mercado de derivativos. Assim, o prazo dos derivativos cambiais é o estritamente necessário para se ajustar ao vencimento do negócio original, ficando entre 90 e 180 dias para 50,0% destas empresas. Cinco gestores responderam “nunca” alterar os prazos dos hedges, dois somente “às vezes” alteram o tamanho dos hedges, e a totalidade deles afirmou “nunca”

assumir posições ativas em derivativos de câmbio. O portfólio de derivativos também é avaliado conforme o necessário para as atividades e negócios destas empresas.

Com referência às grandes empresas, somente três gestores confirmaram alterar prazos e tamanho dos hedges, mas nenhum afirmou assumir posição ativa em derivativos de câmbio. A média dos prazos das operações foi de 90 a 180 dias para 55,56% deste conjunto de empresas, e a frequência de avaliação do portfólio de derivativos mais citada foi “mensalmente”, com 44,44%. Comparado ao segmento das micro e PME, há semelhanças quanto ao prazo e frequência de alteração de prazos e/ou tamanho dos *hedges*.

Das seis micro e PME usuárias de derivativos, apenas duas responderem possuir uma política explícita e documentada sobre esses instrumentos, entretanto, a totalidade do grupo mencionou que o uso de derivativos é relatado ao proprietário ou principal gestor conforme o necessário. Depreende-se daí a questão da maioria das PME ter no proprietário da empresa também o papel do principal gestor. Do segmento de grandes empresas, cinco afirmaram possuir política explícita e documentada sobre o uso de derivativos, e quatro citaram que as atividades de operações com derivativos são relatadas de forma mensal ao principal gestor ou proprietário da empresa.

A falta de políticas explícitas e estratégias quanto à frequência com que é feita a avaliação do portfólio dessas operações, verificado nos resultados, vêm de encontro à afirmação de que as PME não conhecem de forma aprofundada as funções dos derivativos, tendo em consequência a baixa sofisticação de sua gestão financeira. Esta comprovação reafirma a primeira e segunda hipótese desta pesquisa.

4.4 FINALIDADE DO USO DE DERIVATIVOS E A CRISE FINANCEIRA

As empresas com atuação no mercado de derivativos foram unânimes ao responderem que esses instrumentos nunca foram efetivados com a intenção de ganhos financeiros, e sim, como forma de gerir riscos ligados aos seus investimentos, informação esta comparável ao perfil apresentado pelas empresas brasileiras pesquisadas por Saito e Schiozer. Segundo estes, uma das razões é que as empresas usuárias de operações de derivativos são justamente aquelas com maior exposição em moeda estrangeira. A frequência com que os prazos e tamanho dos hedges são alterados, ou mesmo a opção de não assumir ativamente posições em derivativos de câmbio, são argumentos que confirmam que o uso de derivativos tem o propósito maior de gerenciar riscos do que a especulação. Sob o exame desses dados, a terceira hipótese é confirmada.

No primeiro semestre de 2008, período em que o dólar sofreu intensa desvalorização em relação ao conjunto das moedas, contribuindo para a forte alta dos preços internacionais das *commodities*, expressos em dólar, muitas empresas haviam realizado operações de montantes elevados nos mercados de derivativos de câmbio, apostando que a moeda nacional não se depreciaria contra o dólar. Contudo, o aprofundamento da crise gerou fortes quedas dos preços das *commodities* e nova tendência de apreciação internacional do dólar. Foi nesse momento que os prejuízos das empresas provocados pelas apostas especulativas vieram à tona.

Quanto aos efeitos da crise de 2008/2009 e o noticiário envolvendo empresas com severas perdas financeiras em relação ao uso de derivativos, a pesquisa demonstrou que houve influência para as empresas gaúchas. Do ponto de vista econômico, um dos motivos mais destacados pelas empresas como determinante para uma retração no uso dos derivativos foi a apreciação do dólar em relação ao real e os respectivos custos financeiros.

Outro aspecto mencionado na pesquisa foi a preocupação com o comportamento dos investidores, e também com as novas exigências legais, como por exemplo, a deliberação nº 550 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essa deliberação passou a vigorar a partir de outubro de 2008, tem por objetivo garantir maior transparência sobre a exposição das companhias abertas a esses instrumentos financeiros e dar uma maior segurança ao investidor.

Com base nos principais motivos elencados pelas empresas, os quais exerceram influência em relação ao uso de derivativos, bem como pelo resultado de onze empresas terem reduzido suas posições nessas operações, reafirma-se a validade da quarta hipótese. Isso comprova que além dos efeitos econômicos oriundos da própria crise financeira, a forma como as notícias sobre esse evento é veiculada na mídia também exercem influência sobre os negócios e atividades no mundo empresarial.

4.5 ANÁLISE GERAL SOBRE O USO DE DERIVATIVOS

Numa síntese sobre os resultados desta pesquisa em relação aos objetivos do trabalho, identificam-se algumas características e fundamentos básicos relacionados às empresas usuárias de derivativos. A amostra abrangia tanto o segmento de micro e PME como também as grandes. De um modo geral, são empresas familiares, tendo os proprietários/dirigentes, em sua maioria, mais de dez anos de experiência profissional e já com algum tempo no cargo atual. A principal atividade é o comércio, entretanto, a maioria destas empresas também trabalha com a exportação de produtos e/ou mercadorias.

As operações mais utilizadas são os derivativos de câmbio, característica esta justificada em função das empresas possuírem receitas em moeda estrangeira e, assim, estarem sujeitas ao risco da variação cambial. O objetivo essencial citado por essas empresas para o uso de derivativos é fazer *hedge* de suas operações financeiras.

Em comparação com as micro e PME, as grandes empresas usuárias de derivativos são em maior número, porém, observa-se semelhanças quanto à melhor prática e ao grau de preocupação em relação ao uso de derivativos, ao tamanho e prazos dos *hedges*. As diferenças na aplicação se notam na estratégia adotada por mais da metade das grandes empresas no tocante ao cálculo de VAR, na política explícita e documentada sobre o uso de derivativos, bem como pela frequência de avaliação do portfólio de derivativos.

Dado o perfil de investimento apresentado pelo conjunto de empresas daqui do Rio Grande do Sul em relação às empresas não-financeiras da pesquisa de Saito e Schiozer, notou-se semelhanças quanto ao segmento de empresas que mais usa derivativos, fatores de preocupação dos gestores, tipos de derivativos mais usados e finalidade destes, entre outras. A maior diferença observada fica por conta da redução no uso de derivativos pelas empresas gaúchas, entretanto, há que se considerar o contexto econômico e temporal de aplicação de ambas as pesquisas.

Levando em consideração o período em que foi aplicada a presente pesquisa, ou seja, num momento posterior a uma crise econômica de abrangência mundial, verificou-se uma mudança significativa no comportamento investidor, tanto no segmento de micro e PME quanto das grandes empresas. Numa relação do período anterior e posterior à crise financeira de 2008/2009, o valor total dos contratos sofreu uma redução para 73,33% das empresas usuárias de derivativos, sendo que no conjunto de micro e PME apenas uma informou não ter havido redução.

E mesmo sabendo dos impactos negativos causados pela crise financeira de 2008, dentre os quais a apreciação da taxa cambial, retração da demanda interna e externa, perdas financeiras, e por outro lado a repercussão de notícias envolvendo empresas especulativas, essa mudança de postura pelas empresas é bastante relevante. Dado o período econômico vivenciado pelas empresas, a tendência esperada seria de aumento no uso de derivativos, já

que entre os principais objetivos desses instrumentos está o gerenciamento de riscos financeiros (*hedge*).

A partir das mudanças observadas nesse período pós-crise, depreende-se que o perfil investidor dessas empresas pesquisadas sofreu influência tanto dos impactos econômicos gerados pela crise quanto pelos noticiários negativos sobre a mesma, fazendo com que muitos empresários tomassem decisões precipitadas e seguissem o comportamento adotado pelo mercado financeiro em eventos como esse (efeito manada). Contudo, essa atitude vem demonstrar o pouco conhecimento das PME sobre as funções do mercado de derivativos, gestão de carteiras e de riscos. Além disso, é necessário aos principais executivos e proprietários de empresas terem um autoconhecimento desenvolvido para compreender e saber se posicionar em relação ao efeito manada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo analisar o comportamento investidor de empresas gaúchas quanto ao uso ou não de derivativos no período pós-crise, procurando também identificar semelhanças e diferenças em relação ao perfil demonstrado por empresas brasileiras em pesquisas anteriores, como a de Saito e Schiozer realizada em 2004.

O resultado do estudo foi feito sobre uma amostra de trinta e quatro empresas gaúchas, estando neste conjunto micro, PME e grandes empresas. Pela pesquisa, quinze empresas se declararam usuárias de derivativos, sendo que a proporção das grandes em relação às micro e PME é maior. Esse dado não está significativamente diferente do que foi verificado na pesquisa de Saito e Schiozer de que existe certa economia de escala em termos de custos operacionais para as grandes empresas usuárias de derivativos.

Em referência às classes de exposição mais gerenciadas com derivativos pelas empresas gaúchas destacaram-se a cambial seguida pelo risco de taxa de juros. As empresas que se declararam usuárias de derivativos são exatamente aquelas que possuem um percentual maior de receitas em moeda estrangeira e, conseqüentemente, estão mais suscetíveis à variação do real perante essas outras moedas. As demais empresas não usuárias de derivativos, além de perceberem esses instrumentos como de alto risco e com possibilidade de perdas financeiras, e talvez pela pouca exposição financeira visto pelo percentual de receita em moeda estrangeira, as mesmas não veem necessidade de operar no mercado de derivativos.

Outro ponto em comum com o que foi observado com as empresas brasileiras em pesquisa anterior, foi a utilização desse mercado pelos gestores gaúchos com o propósito de proteger a empresa de riscos e não com a finalidade de especulação. Provavelmente o pouco

volume de contratos negociados pelas empresas nesse mercado e a frequência com que os gestores demonstraram alterar prazos e/ou tamanho dos hedges, são critérios os quais demonstram a preocupação dos mesmos de que se trata de um mercado onde há riscos, existem exigências legais e tratamento contábil diferenciados aos quais os instrumentos de derivativos estão sujeitos.

De forma geral, a crise financeira de 2008 e seus efeitos no período pós-crise refletiram mudanças na postura das empresas gaúchas. A significativa redução no uso do mercado de derivativos por estas empresas foi uma diferença observada em relação ao comportamento demonstrado pelas empresas da pesquisa de Saito e Schiozer, porém, faz-se necessário ressaltar que o momento econômico e o período de aplicação das pesquisas eram outros. Reflexos da crise de 2008 como a apreciação da moeda americana frente ao real, custos financeiros, a imagem junto aos investidores perante a repercussão dos escândalos envolvendo empresas brasileiras que utilizaram os derivativos de câmbio com fins especulativos, e também as novas exigências legais, como a deliberação nº 550 da CVM, foram fatores que influenciaram essa alteração de comportamento.

Mesmo sabendo que os efeitos de uma crise podem causar impactos negativos aos negócios das empresas, a redução no uso dos derivativos por parte dos gestores gaúchos é uma decisão contrária ao que se esperaria para um momento como esse, justamente por se saber da importância dos derivativos na gestão de riscos financeiros. Aparentemente, a mudança de postura apresentada por estes gestores se deixou levar pelo comportamento da maioria dos investidores, que em ocasiões de crise financeira, entra em desespero e não toma decisões necessariamente conscientes do que é melhor para o negócio (efeito manada).

Com a realização do presente trabalho foi possível perceber a importância dos derivativos nas estratégias de redução de riscos financeiros pelas empresas, bem como o impacto gerado por eventos de crises econômicas no perfil investidor destas empresas.

Embora se saiba que estes instrumentos possibilitam melhorar a taxa de rentabilidade e proteger riscos específicos em operações financeiras, entre outros aspectos, a utilização do mercado de derivativos torna-se uma função de autoconhecimento, transparência e eficiência dos gestores de empresas.

Um dos principais limitadores deste trabalho é quanto ao número da amostra utilizada, tendo sido o conjunto de empresas escolhido por motivo de conveniência. Dessa forma, fica como sugestão para futuros trabalhos a aplicação deste instrumento de pesquisa com um melhor detalhamento dos motivos que levaram a haver essa significativa redução no uso de derivativos, sendo também aplicado a um maior número de empresas gaúchas, objetivando uma visão mais próxima da realidade destas empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BNDES. **Porte de empresa.** Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Navegacao_Suplementar/Perfil/porte.html> Acesso em: 18 set. 2011.

BRASIL. **Revista Exame.** 951.ed. São Paulo: 2009.

CASTELLANO, Murillo. **Gestão de riscos por meio de derivativos.** São Paulo: Atlas, 2009.

FARHI, Maryse. **Derivativos financeiros: *hedge*, especulação e arbitragem.** Disponível em: <http://www.iececon.net/arquivos/publicacoes_23_3961167024.pdf> Acesso em: 28 jun. 2011.

GOMES, Amaro L. Oliveira. **Contabilidade das instituições financeiras.** São Paulo: Atlas, 2000.

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

KALDOR, N. **Speculation and economic stability.** Review of Economic Studies, v.7, n. 1, 1939.

KEYNES, J. M. **General theory of employment, interest and money.** In: The Collected writings of John Maynard Keynes. London: MacMillan/St. Martin, 1936. v. 4.

LIMA, Iran Siqueira; LOPES, Alessandro Broedel. **Contabilidade e controle de operações com derivativos.** São Paulo: Pioneira, 1999. p. 13-20.

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

NYAMA, Jorge Katsumi; FRANÇA, José Antônio de. **Novos desafios da contabilidade**: contabilidade de derivativos – Mensuração e reconhecimentos de ganhos e perdas com opções. XVI Congresso Brasileiro de Contabilidade. Goiânia: 2000.

ROESCH, Sylvia Maria A. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**: Guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999. 301p.

SAITO, Richard; SCHIOZER, Rafael Felipe. **Uso de derivativos em empresas não-financeiras listadas em bolsa no Brasil**. R. Adm. v. 42, n.1. São Paulo: 2007. p. 97-107.

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

SILVA, Raimundo Nonato Seixas. **Derivativos e a Crise**. Artigo Científico para Conclusão de Curso de Especialização em Mercado Financeiro e Investimento. Faculdade Fortium. Brasília, 2009.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos**: Definições, Emprego e Risco. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1998. 27p.

ANEXO A - QUESTIONÁRIO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL - UFGS

Escola de Administração

Curso de Especialização em Negócios Financeiros (GNF – BB)

Modalidade à Distância – 2011/2

Prezado Sr.(a.),

O presente questionário fundamenta minha pesquisa para o meu trabalho de conclusão de curso no MBA – Gestão em Negócios Financeiros. Suas respostas me auxiliarão a “*analisar o comportamento investidor de empresas gaúchas quanto ao uso ou não de derivativos após a crise financeira de 2008*”.

Saliento que esta pesquisa é exclusivamente de cunho acadêmico, sendo que a sua identidade será preservada, bem como as informações aqui coletadas não serão utilizadas para outros fins que não o apresentado anteriormente, sendo mantidas anônimas e confidenciais.

Este questionário deve ser preenchido e pode ser devolvido até dia 12/09/2011 para o e-mail: elisianefs@ibest.com.br

Desde já, agradeço a sua participação!

PARTE 1 – Definição de Questionário

- I. A empresa usa derivativos?
 - () Sim
 - () Não

Obs.: Se na pergunta acima a resposta for “não”, responda a seguir as perguntas da Parte 2 e Parte 6. Porém, se a resposta acima for “sim”, responda as questões da Parte 3, 4, 5 e 6.

PARTE 2 – Não Usuárias de Derivativos

- II. Enumere os 3 fatores mais importantes para a decisão de não utilizar derivativos
- Percepção de operação de alto risco e possibilidade de perdas financeiras
 - Pouca exposição financeira ou a preços de commodities
 - As exposições são gerenciadas mais eficientemente por outros meios
 - Dificuldade em estabelecer preços de derivativos
 - Exigências legais (CVM, Bacen, etc) ou necessidade de tratamento contábil especial
 - Preocupação com as percepções sobre uso de derivativos por parte de investidores, órgãos reguladores e o público em geral
 - Os custos de se estabelecer e manter um programa de derivativos excedem os benefícios esperados
 - Não há disponibilidade na empresa de equipe profissional com condições de atuar com derivativos.
 - Outros
- III. Que percentagem de sua receita é em moeda estrangeira?
- 0 a 10%
 - 10 a 20%
 - 20 a 30%
 - 30 a 40%
 - 40 a 50%
 - mais de 50%
- IV. Que percentagem de seus custos e despesas operacionais são em moeda estrangeira
- 0 a 10%
 - 10 a 20%
 - 20 a 30%
 - 30 a 40%
 - 40 a 50%
 - mais de 50%
- V. A empresa já realizou, em algum momento no passado, operação com derivativos?
- Sim
 - Não
- VI. Classifique 3 fatores pelo seu grau de importância (enumerando de 1 a 3, pelo grau de importância) os efeitos gerados pela crise de 2008/2009 em relação ao incentivo e disposição de sua empresa em operar com derivativos
- Reduziu: a empresa utilizava antes e deixou de utilizar derivativos após a crise.
 - Reduziu: a empresa não utilizava derivativos antes, mas após a crise a probabilidade de passar a utilizar são menores.
 - Não impactou: a empresa nunca utilizou e não utilizará derivativos.
 - Não impactou: a empresa tem hedge operacional e não vê necessidade de usar derivativos.
 - Não impactou: quando necessário a empresa fará uso de derivativos para fazer hedge de suas operações.
 - Aumentou: embora ainda não utilize, a crise influenciou a que a empresa fique mais atenta à possibilidade de usar derivativos

VII. Você já operou com derivativos quando atuava em outra empresa?

- Sim
- Não
- Nunca trabalhei na área financeira de outra empresa

PARTE 3 – Usuárias de Derivativos

I. Com base no valor total dos contratos, comparando o período anterior e posterior a crise financeira de 2008/2009, o uso de derivativos na sua empresa:

- Aumentou
- Reduziu
- Permaneceu constante

II. Qual das práticas abaixo melhor descreve a política de sua empresa quanto ao uso de derivativos, para cada um dos tipos de risco descritos:

	Câmbio	Taxa	Commodities	Opções
Exposição não gerenciada com derivativos				
Atividades de gerenciamento de risco centralizadas				
Atividades de gerenciamento de risco descentralizadas, com coordenação centralizada				

Uma opção por coluna

III. Qual o seu grau de preocupação quanto ao uso de derivativos?

	Nenhum	Baixo	Moderado	Alto
a) Tratamento contábil				
b) Risco de crédito da contraparte na operação de				
c) Risco de mercado (risco sistêmico)				
d) Monitoramento e avaliação dos resultados do hedge				
e) Reação de analistas e investidores				
f) Exigências legais				
g) Liquidez no mercado secundário				

Uma opção por linha

IV. Selecione 3 itens de maior preocupação e numere de 1 a 3 os itens escolhidos de acordo com o seu grau de relevância, sendo 1 o mais relevante:

	Preocupação
a) Tratamento contábil	
b) Risco de crédito da contraparte na operação de	
c) Risco de mercado (risco sistêmico)	
d) Monitoramento e avaliação dos resultados do hedge	
e) Reação de analistas e investidores	
f) Exigências legais	
g) Liquidez no mercado secundário	

V. A empresa calcula o VAR (value at risk) para as carteiras de derivativos?

- Sim – para algumas carteiras
- Sim – para todas as carteiras

- () Não

VI. Sua empresa utiliza que tipo de derivativos?

Derivativos de Câmbio	
Derivativos de Taxas de Juros	
Derivativos de Commodities	
Outros Derivativos	

PARTE 4 – EXPOSIÇÃO A CÂMBIO

VII. Que percentagem da receita da empresa é em moeda estrangeira?

0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	>50%

VIII. Que percentagem das despesas e custos operacionais são em moeda estrangeira?

0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	40%	50%	>50%

IX. Com que frequência sua visão sobre o mercado o faz:

	nunca	às vezes	frequentemente
a) alterar os prazos dos hedges			
b) alterar o tamanho dos hedges			
c) assumir posições em derivativos de câmbio			

Uma opção por linha

X. Que percentagem (em valor) de seus derivativos de câmbio tem os seguintes prazos?

	< 90 dias	90 a 180	> 180
0%			
1% a			
25 a			
50 a			
75% a			

Uma opção por coluna – fechar 100%

PARTE 5 – INFORMAÇÕES GERAIS

XI. Sua empresa tem políticas explícitas e documentadas sobre o uso de derivativos?

- () Sim
- () Não

XII. Com que frequência as atividades de operação com derivativos são relatadas ao principal gestor ou proprietário da empresa?

- Mensalmente
- Trimestralmente
- Anualmente
- Conforme necessário: não há programação
- Outro

XIII. Com que frequência você avalia seu portfólio de derivativos?

- Diariamente
- Semanalmente
- Mensalmente
- Trimestralmente
- Anualmente
- Conforme necessário

XIV. A empresa já fez uso de derivativos com objetivos de ganhos financeiros (especulação)?

- Sim
- Não. Só fez uso de operações de derivativos com a finalidade de proteção (hedge)

XV. A crise de 2008 e as notícias envolvendo empresas especulativas que tiveram severas perdas financeiras influenciaram o uso de derivativos por parte da empresa?

- Sim – Por que?
-
- Não – Por que?

PARTE 6 – QUALIFICAÇÃO DA EMPRESA E RESPONDENTE

Agora, por gentileza, responda algumas perguntas sobre você e sua empresa, que proporcionarão informações gerais sobre a população que está respondendo a este questionário. Como nas perguntas anteriores, suas respostas serão utilizadas unicamente para atingir o propósito descrito no início deste questionário:

I. Qual é o faturamento anual de sua empresa?

- Até R\$ 2,4 milhões
- Entre R\$ 2,4 milhões e R\$ 16 milhões
- Entre R\$ 16 milhões e R\$ 90 milhões
- Entre R\$ 90 milhões e R\$ 300 milhões
- Maior que R\$ 300 milhões

II. Principal setor de atividade da sua empresa:

- Agricultura ou Reflorestamento
- Mineração ou Construção
- Comércio (Atacado ou Varejo)
- Indústria ou Manufatura

- Serviços Regulados
- Serviços Não-Regulados
- Bancos, Finanças ou Seguros
- Tecnologia (Software, Biotecnologia, etc.)

III. Natureza da propriedade ou do controle acionário de sua empresa:

- Privada Nacional Familiar
- Privada Nacional Não-Familiar
- Privada Multinacional ou Estrangeira
- Estatal

IV. Percentual de ações da sua empresa de propriedade dos seus principais executivos:

- 0%
- Entre 0% e 10%
- Entre 11% e 49%
- 50% ou mais

V. Qual o seu sexo:

- Masculino
- Feminino

VI. Qual sua idade? _____ anos.

VII. Qual o seu mais alto grau de instrução?

- Ensino Fundamental
- Ensino Médio
- Ensino Superior Incompleto
- Ensino Superior Completo
- Pós-Graduação, Especialização ou MBA
- Mestrado ou Doutorado

VIII. Quanto tempo total de experiência profissional o(a) Sr.(a.) possui? _____ anos.

IX. Há quanto tempo o(a) Sr.(a) está no atual cargo nesta empresa? _____ anos.

Responda as duas questões abaixo em uma escala de 1 a 5, sendo o número 5 o grau de maior relevância:

X. Qual a sua avaliação sobre a importância desta pesquisa para sua empresa?

1. () 2. () 3. () 4. () 5. ()

XI. Qual a sua avaliação sobre a dificuldade em responder este questionário?

1. () 2. () 3. () 4. () 5. ()