

# Incentivo Perverso das Reservas Internacionais: O Caso das Empresas Exportadoras Brasileiras

Werther Vervloet<sup>1</sup>

Márcio Garcia<sup>2</sup>

[wertherv@gmail.com](mailto:wertherv@gmail.com)

[mgarcia@econ.puc-rio.br](mailto:mgarcia@econ.puc-rio.br)

## Resumo:

Entre 1º de setembro e 31 de dezembro de 2008, o real depreciou-se 42% frente ao dólar. Normalmente, tal depreciação cambial seria motivo de grande felicidade para exportadores. Entretanto, descobriu-se *a posteriori* que diversas empresas exportadoras, inclusive algumas muito grandes, sofreram enormes perdas financeiras com a apreciação do dólar. Analisamos os problemas relacionados a derivativos cambiais enfrentados por empresas exportadoras brasileiras no segundo semestre de 2008. Além de uma descrição dos casos mais relevantes e do derivativo financeiro que causou grande parte desses problemas, também são apresentadas evidências de que essas empresas sofreram grandes perdas por estar usando esses derivativos como instrumento de especulação e não de *hedge*. O caso brasileiro—apenas um dentre muitos nos quais firmas exportadoras em mercados emergentes passaram do ponto de *hedge* de sua exposição natural longa em divisas estrangeiras para exposição vendidas (short) em divisas—mostra que os benefícios da acumulação de reservas internacionais podem ser muito reduzidos pelos incentivos perversos que se geram ao setor privado. Recomendam-se medidas de regulação prudencial para firmas não financeiras.

**Palavras-chave:** Reservas Internacionais, Derivativos, Hedge Financeiro, Exportação.

**JEL:** F41, G01, G15, G32, 34, G38.

## Abstract:

Starting with Lehman Brother's demise in September 2008, the Brazilian real fell 42% vis-à-vis the US dollar. Such large exchange rate depreciation would typically cheer exporters up. However, it was later found that many export firms, including multi-billion dollar ones, had suffered large financial losses. These capital losses came not from garden variety currency mismatches, but from complex derivative products. We analyze the problems created by this misuse of derivatives by export companies in Brazil in 2008. Besides a careful description of the most relevant cases and of the derivative that caused the problems, we also present evidence that the derivative was not used as a hedge, but as a speculative instrument. The Brazilian case—just one among many where export firms in emerging markets sold USD short much beyond the point necessary to hedge their USD revenues—shows that the benefits of international reserves accumulation by the government may be jeopardized by perverse incentives generated to the private sector. We discuss and recommend a few prudential regulation measures.

**Keywords:** International Reserves, Derivatives, Financial Hedge, Export Firms.

**JEL:** F41, G01, G15, G32, 34, G38.

---

<sup>1</sup> Departamento de Economia, PUC-Rio.

<sup>2</sup> Departamento de Economia, PUC-Rio.

## Introdução

Em setembro de 2008 agravou-se violentamente a crise global que havia eclodido em 2007. Enquanto ao redor do mundo a crise atingia de maneira direta, e certamente destrutiva, o setor financeiro, no Brasil, não havíamos, até então, presenciado efeitos tão graves nesse setor.

Para surpresa de muitos, o último trimestre de 2008 no Brasil foi marcado pelo fato inusitado de um número considerável de grandes empresas exportadoras terem sofrido graves prejuízos no mercado de derivativos cambiais, justamente quando o real se depreciou. Ainda não existem números oficiais sobre o total agregado dessas perdas, mas estimativas informais do governo mencionam algo na casa de 40 bilhões de Reais de prejuízos e por volta de 200 empresas envolvidas (Reuters [2008]).

Esse fato é curioso, pois o normal é que empresas exportadoras lucrem com depreciações cambiais. Afinal, exportadoras geralmente possuem seus custos em moeda local e receitas em moeda estrangeira, o que provê um *hedge* natural contra depreciações do real frente ao dólar. Dessa maneira, a motivação inicial deste trabalho é investigar o que ocorreu com essas empresas. A justificativa dada pela maior parte dos envolvidos era que buscavam proteger suas receitas em moeda estrangeira da crescente apreciação do Real e que com a repentina depreciação sofrida pela moeda, as perdas seriam uma consequência natural.

Isso soa estranho, uma empresa que buscava apenas proteger o poder de compra em reais de sua receita em moeda estrangeira certamente não deveria estar tão exposta assim a flutuações cambiais, mesmo que inesperadas. Fato que levanta a possibilidade de que essas empresas estivessem, na verdade, utilizando derivativos cambiais para fins especulativos. Nesse sentido, é ainda necessário atentar para o tipo de derivativo que vinha sendo utilizado, algo bem diferente do que seria esperado em uma operação de *hedge* convencional, como veremos ao longo do artigo.

Assim sendo, este trabalho busca verificar o que ocorreu com tais empresas, mostrando tão detalhadamente quanto possível os acontecimentos e buscando evidências para entender se as empresas estavam apenas se protegendo ou se especularam no mercado cambial.

A Seção 1 visa dar uma noção geral quanto à situação das economias mundial e brasileira no período anterior à crise, buscando dar ao leitor noção das expectativas vigentes no momento da decisão sobre a contratação dos derivativos cambiais que vieram, posteriormente, a causar as pesadas perdas. A Seção 2 contém uma descrição detalhada do produto exótico utilizado pelas empresas em questão e simulações de seu desempenho em dois cenários reais. Além disso, nessa seção encontra-se uma descrição dos casos mais emblemáticos dessa pequena crise da qual tratamos. A Seção 3 trata da discussão *hedge* contra especulação financeira. Por fim, a Seção 4 conclui, propondo

algumas medidas que devem ser incorporadas ao arcabouço de regulação prudencial para evitar a repetição de situações semelhantes no futuro.

## **Seção 1 – Os Cenários Econômicos Brasileiro e Mundial Pré-Crise**

O objetivo desta seção é mostrar um panorama geral de como se comportou a economia no Brasil e no mundo durante os últimos anos. Esse exercício se mostra valioso, pois ajuda os leitores a terem uma idéia da percepção que os tomadores de decisão nas empresas estudadas tinham no momento em que decidiram montar suas operações com derivativos cambiais que redundaram em elevados prejuízos.

A expressão que melhor define a situação econômica que o mundo vivia é “The Great Moderation” (A Grande Moderação). Esse período é definido por grande estabilidade econômica, durante a qual ocorreu notável crescimento da economia mundial, com juros baixos e inflação sob controle. Apresentaremos abaixo as principais estatísticas relevantes para caracterizar o estado da economia mundial, segundo o relatório do FMI “World Economic Outlook” (WEO – Perspectivas Econômicas Mundiais). Em seguida, serão expostos os principais dados sobre a economia brasileira.

### **A situação mundial no período**

Uma boa maneira de entender como era encarada a situação da economia em um determinado período, e o que era esperado para o futuro, é olhar para as previsões para períodos à frente naquele determinado momento. Na tabela 1<sup>3</sup>, encontram-se os principais dados que foram apresentados nas edições de 2007, 2008 e 2009 do World Economic Outlook na tentativa de caracterizar, em alguma medida, a percepção que os agentes tinham sobre a economia e seu rumo durante os anos que seguiriam.

As projeções contidas na tabela nos dão idéia do grande otimismo que existia naquele momento. Como visto na tabela, o FMI esperava, a princípio, para os anos de 2007 e 2008, que a tendência de crescimento com baixa inflação se mantivesse, concomitantemente com o crescimento do comércio global. Vemos que esse clima de otimismo se manteve também nos relatórios de 2007 e até mesmo em 2008. Aqui vale ressaltar que esse otimismo existia apesar da intensidade que vinha ganhando a crise no mercado imobiliário norte americano, que havia iniciado em meados de 2007.

---

<sup>3</sup> Os valores da tabela 1 estão em variações percentuais, ela nos dá os valores projetados em cada relatório para as variáveis escolhidas para os anos de 2007, 2008 e 2009. Os campos preenchidos com “-” são aqueles para os quais não havia informação em um determinado relatório.

Tabela 1 - Projeções para Economia Mundial

Projeções	Abril 07	Outubro 07	Abril 08	Outubro 08	Uptade – Janeiro 2009	Real
<b>2007</b>						
<b>Produto Mundial</b>	4,9	5,2	-	-	-	5,2
<i>Economias Avançadas</i>	2,5	2,5	-	-	-	2,7
<i>Economias Emergentes</i>	7,5	8,1	-	-	-	8,3
<b>Comércio Mundial (bens e serviços)</b>	7	6,6	-	-	-	7,2
<b>Preços ao Consumidor</b>						
<i>Economias Avançadas</i>	1,8	2,1	-	-	-	2,1
<i>Economias Emergentes</i>	5,4	5,9	-	-	-	6,4
<b>2008</b>						
<b>Produto Mundial</b>	4,9	4,9	3,7	2,9	-	3,4
<i>Economias Avançadas</i>	2,7	2,2	1,3	1,5	-	1
<i>Economias Emergentes</i>	7,1	7,4	6,7	6,9	-	6,3
<b>Comércio Mundial (bens e serviços)</b>	7,4	6,7	5,6	4,9	-	4,1
<b>Preços ao Consumidor</b>						
<i>Economias Avançadas</i>	2,1	2	2,6	3,6	-	3,5
<i>Economias Emergentes</i>	4,9	5,3	7,4	9,4	-	9,2
<b>2009</b>						
<b>Produto Mundial</b>	-	-	3,8	3	0,5	-
<i>Economias Avançadas</i>	-	-	1,3	0,5	-2	-
<i>Economias Emergentes</i>	-	-	6,6	6,1	3,3	-
<b>Comércio Mundial (bens e serviços)</b>	-	-	5,8	4,1	-2,8	-
<b>Preços ao Consumidor</b>						
<i>Economias Avançadas</i>	-	-	2	2	0,3	-
<i>Economias Emergentes</i>	-	-	5,7	7,8	5,8	-

Fonte: FMI

Em 2008, apesar de uma certa piora nas previsões, vemos que elas não foram da magnitude esperada, dado o tamanho que a crise tinha atingido naquele momento.

Vale ressaltar que em Março de 2008, o *Bear Stearns*, quinto maior banco de investimentos dos EUA até então, foi virtualmente à falência e teve que ser vendido para o *JPMorgan Chase* por US\$ 2 por ação. Além disso, no dia 15 de setembro de 2008, o quarto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, o *Lehman Brothers*, pediu concordata. Para muitos, esse é o marco inicial da grande crise financeira que se espalhou por todo o mundo gerando graves danos até a presente data. Mesmo assim, a impressão que fica é que os relatórios do WEO de 2008 falharam em levar em conta esses importantes fatos em suas previsões.

Já no mini-relatório lançado em janeiro de 2009 essa situação muda radicalmente, como podemos conferir na tabela 1. Agora nota-se claramente que o ajuste negativo foi bem mais relevante em todas as variáveis observadas. Chama a atenção a previsão para o crescimento do produto mundial projetado para 2009 que, caso concretizado, assumiria seu menor valor nas últimas décadas.

Por meio desse exercício podemos perceber que até outubro de 2008, vigia ainda certo otimismo em relação ao desempenho futuro da economia mundial, apesar da crise que crescia rapidamente. Isso pode ajudar a entender por que alguns agentes acabaram se expondo demais a certos riscos.

## A Situação Brasileira

No Brasil a situação também era de euforia. Experimentando um crescimento médio de 3,93% ao ano no período entre os anos de 2003 a 2008, sendo acima de 5% nos dois últimos anos do período, a economia brasileira via um crescimento acima do que havia se habituado durante o final da década de 90 e começo dos anos 2000.

Somando-se a esse forte crescimento vinha a progressiva queda da taxa Selic, que passou da casa de 25% ao ano no começo de 2003 para aproximadamente 12% ao ano no final de 2008. Importante notar que essa queda na taxa Selic veio acompanhada, também, de uma queda na taxa de inflação. Observando o IPCA acumulado de 12 meses, vê-se que de 15,84% ao ano no começo de 2003 ele foi para 5,9% ao ano no final de 2008.

Outro aspecto importante era a persistente e acentuada tendência de apreciação do Real frente ao dólar no período analisado. Da casa de 3,50 reais por dólar no início de 2003, a taxa de câmbio chegou a atingir menos 1,60 reais por dólar em julho de 2008.

O consenso geral na economia era de que essa tendência se manteria. Segundo pesquisas de opinião de mercado do Banco Central do Brasil, a expectativa do mercado até setembro era de que a taxa de câmbio fecharia o ano de 2008 na casa de R\$1,60 por

dólar. Além disso, vale citar a volatilidade cambial, tanto observada, quanto implícita, fortemente deprimida também até setembro de 2008, que conjuntamente com o exposto acima, contribui para que se gerasse a crença de que uma virada muito significativa na tendência cambial era muito improvável.

Outros fatores, também deveras importantes, como o grande acúmulo de reservas em moeda estrangeira a partir do ano de 2006 e o bom desempenho que o setor exportador brasileiro, ajudaram a criar a ilusão de que o Brasil havia criado uma certa resistência a crises externas e dificilmente viria a ter problemas com sua moeda.

Aqui vale citar, também, a crença no “*decoupling*” que ganhava força nesse período. A idéia era que alguns países em desenvolvimento, entre eles especialmente os *BRIC*'s, tinham adquirido uma significativa independência em relação às economias desenvolvidas e seriam menos afetados por crises como a que estava ocorrendo. O debate em torno do “*decoupling*”, ou descolamento, foi intenso. Como podemos ver, por exemplo, em *The Economist* (2008), a crença de que os países emergentes conseguiriam passar pelo período de crise sem grandes perdas para seu crescimento era forte. Esse é um dos fatores que ajudou a solidificar a ilusão de estabilidade que permeava os mercados emergentes.

Tudo isso certamente levou grande parte dos agentes a abraçar a idéia de que tudo estava indo bem demais e a situação não poderia se deteriorar muito rapidamente, fato que pode tê-los levado a tomar riscos em excesso, gerando todos os problemas que serão vistos a seguir.

## Seção 2 – O caso das Empresas

No dia 25/09/2008 a Sadia, por meio de seu Diretor de Relações com os investidores, lançou um comunicado oficial relacionado às grandes variações cambiais que vinham ocorrendo nas semanas anteriores e como eles afetaram a empresa. A notícia ali contida pegou grande parte do mercado de surpresa.

A nota dava conta da liquidação de diversos derivativos cambiais que a empresa possuía e que, devido à grande valorização da moeda norte-americana, haviam se tornado uma bomba relógio na mão da empresa. De acordo com a própria nota, o resultado final da operação foi um prejuízo de 760 milhões de reais.

O anúncio da Sadia abriu o caminho para que diversas outras empresas lançassem comunicados semelhantes, informando seus acionistas sobre grandes prejuízos decorrentes de operações com derivativos cambiais. Entre essas empresas, podemos destacar a Aracruz Celulose, o Grupo Votorantim, a Santelisa Vale e diversas outras empresas de médio e grande porte.

Problemas com derivativos não são novidades. Ao longo da história dos derivativos no mundo existem diversos relatos de instituições que apostaram alto em derivativos e acabaram sofrendo grandes prejuízos. O interessante no caso em questão é que o

problema não ocorreu em instituições bancárias, ou mesmo do ramo financeiro em geral. As empresas mais afetadas por essa grande valorização do dólar foram grandes empresas exportadoras. Empresas essas que normalmente deveriam se beneficiar com depreciações da moeda local e que deveriam ter nos derivativos cambiais aliados na busca por proteção de suas receitas em moedas estrangeiras contra grandes variações da moeda doméstica.

O observado, porém, foi justamente o oposto. Apostando na continuidade da tendência de apreciação do Real, empresas exportadoras envolveram-se com derivativos cambiais exóticos (especialmente aqueles denominados *target forward*, que serão explicados com maiores detalhes a seguir) que lhes proveriam pingues lucros caso o Real continuasse se apreciando junto ao dólar, mas lhes imporiam pesadíssimas perdas caso esse cenário se revertesse, como acabou ocorrendo.

A situação foi tão grave e generalizada que estimativas não oficiais do BNDES, como podemos ver em Reuters (2008) dão conta de que duzentas grandes e médias empresas tenham sido afetadas pela desvalorização cambial por estarem envolvidas com esse produto e seus derivados. Como podemos ver em BIS (2009), existem estimativas que dizem que as perdas de empresas brasileiras com derivativos cambiais podem chegar a US\$ 25 bilhões.

A seguir, apresentaremos uma breve descrição do produto que grande parte dessas empresas comprou, com algumas pequenas diferenças entre cada uma, acompanhada de uma breve discussão sobre os casos que tiveram maior destaque na mídia<sup>1</sup>.

## O Produto Financeiro

O produto que tantos prejuízos causou às empresas exportadoras é conhecido como *Target Accrual Range Note* (TARN) ou *Target Accrual Range Forward* (TARF). O produto funcionava, basicamente, da seguinte forma.

As partes envolvidas acordavam uma taxa de câmbio pela qual as empresas venderiam seus dólares a cada mês (*Strike*). Caso o câmbio se apreciasse de forma a ficar abaixo do *Strike* combinado, a empresa poderia vender uma quantidade  $a$  de dólares para a instituição financeira por esse valor. Caso o câmbio se depreciasse, indo parar acima do *Strike*, a empresa teria que vender uma quantidade  $2a$  de dólares à instituição financeira, à taxa de câmbio combinada (*Strike*). Ou seja, em um cenário desfavorável (real depreciado) a empresa se veria obrigada a vender, a baixo preço, quantidade de dólares duas vezes maior do que compraria no cenário favorável, produzindo potenciais grandes perdas.

Além disso, esses produtos costumavam ter um limite máximo de lucro acumulado via vendas de dólar para as empresas, enquanto a recíproca não era válida para a instituição financeira. Ou seja, em um estado favorável (real apreciado), a empresa teria o direito de vender os dólares ao preço estabelecido até que atingisse o valor de lucro limite estipulado nos contratos; ao atingir esse valor, o produto estaria finalizado. Ou seja, o

ganho máximo é limitado. Já no ambiente desfavorável (real depreciado), a empresa se veria obrigada a vender os dólares para a instituição financeira durante os 12 meses de vigência do produto, sem limite de perda para a empresa. Abaixo segue uma simulação feita com valores reais de um contrato que era oferecido às empresas no começo de 2008 por um grande banco internacional. Essa simulação é baseada em uma simulação encontrada na proposta do banco. Os valores da taxa de câmbio (PTAX) utilizados são os valores observados.

Simulando o Target Forward	
Valor Inferior	US\$ 10 milhões
Valor Superior	US\$ 20 milhões
Strike	1,8
Lucro Máx	0,6
Taxa de Câmbio em vigor	1,68
Início	29/02/2008

Mês	PTAX	Dif	Acumulado
31/03/2008	1,7491	0,0509	0,0509
30/04/2008	1,6872	0,1128	0,1637
30/05/2008	1,6294	0,1706	0,3343
30/06/2008	1,5919	0,2081	0,5424
31/07/2008	1,5667	0,2333	0,6
29/08/2008	1,6344	0,1656	-
30/09/2008	1,9143	-0,1143	-
31/10/2008	2,1153	-0,3153	-
28/11/2008	2,3331	-0,5331	-
31/12/2008	2,337	-0,537	-
30/01/2009	2,3162	-0,5162	-
27/02/2009			

Pode-se observar que as empresas que compraram o produto sob essas condições obtiveram lucro, e o produto acabou quando o lucro acumulado por dólar vendido chegou a 60 centavos no mês de julho. Os ganhos da empresa nessa operação seriam de 6 milhões de reais. Esse caso ilustra bem a atratividade do produto para aqueles que acreditavam na contínua valorização do real.

Suponhamos que ao término do produto acima, essa mesma empresa resolvesse renovar o produto sob as mesmas condições anteriores. Podemos ver abaixo que a situação já se tornaria bem mais complicada para a empresa. Vale ressaltar que, a princípio, o *strike* escolhido seria muito benéfico para a empresa e pouco para o banco, dado que naquele período do ano a PTAX vinha variando em torno de R\$1,60. O curioso é que mesmo que o produto fosse vendido com esse *strike* pouco plausível na época, as empresas que o tivessem adquirido entrariam numa má situação, como veremos a seguir.

Simulando o Target Forward	
Valor Inferior	US\$ 10 milhões
Valor Superior	US\$ 20 milhões
Strike	1,8
Lucro Máx	0,6
Início	31/07/2008

Mês	PTAX	Dif	Lucro Acu.	Prejuízo Acu.
29/08/2008	1,6344	0,1656	0,1656	
30/09/2008	1,9143	-0,1143		-0,1143
31/10/2008	2,1153	-0,3153		-0,4296
28/11/2008	2,3331	-0,5331		-0,9627
31/12/2008	2,337	-0,537		-1,4997
30/01/2009	2,3162	-0,5162		-2,0159
27/02/2009	2,3784	-0,5784		-2,5943
31/03/2009	2,3152	-0,5152		-3,1095
30/04/2009	2,1783	-0,3783		-3,4878
29/05/2009	1,973	-0,173		-3,6608



30/06/2009	N/A	N/A	N/A	N/A
31/07/2009	N/A	N/A	N/A	N/A

Fazendo as contas como se a empresa vendesse 10 milhões de dólares quando a taxa de câmbio estivesse abaixo do strike e 20 milhões quando estivesse acima, chegamos a um número na casa de 355 milhões de reais de prejuízo no período estudado. Ou seja, com 10 meses desse novo contrato, a contratante já teria acumulado enormes perdas e seguiria completamente exposta durante mais 2 meses. Esse segundo exercício hipotético deixa bem claro os riscos associados a esse produto. Os eventuais ganhos são mínimos em face ao grande prejuízo decorrente de violentas variações cambiais no sentido errado.

Resta, então, a indagação se esse produto era o mais recomendável para uma empresa buscando proteção cambial. Não parece ser o caso. Uma empresa que possua receitas em moeda estrangeira e queira protegê-las de apreciações na moeda local, deveria, idealmente, ter em sua carteira opções de venda de divisas ou então vender contratos futuros de dólar, em volume compatível com suas receitas cambiais, jamais lançar opções de compra de dólar em volume muito maior do que suas receitas cambiais beneficiando a instituição financeira, como ocorre com os derivativos anteriormente descritos.

Na descrição dos produtos acima, vimos que eles possuíam essa faceta. Enquanto a taxa de câmbio estivesse abaixo do *strike*, as empresas poderiam vender seus dólares por um valor maior previamente acordado. Porém, essas vendas eram limitadas. Ou seja, o produto oferecia proteção parcial e apenas enquanto os ganhos da empresa estivessem abaixo de um determinado *cap*.

Além disso, existia o outro lado do produto, quando a taxa de câmbio estivesse acima do *strike*, nesse caso o produto se comportava como se a empresa tivesse vendido opções de compra às instituições financeiras, o que é completamente contrário à noção de *hedge* cambial, pois deixava a empresa exposta a depreciações na taxa de câmbio. Somando-se a isso o fato de que a empresa tinha que vender quantidades dobradas de dólares a empresa e a não existência de limites nessa situação, vemos que dificilmente esse produto seria recomendável a uma empresa buscando apenas proteção.

## O Caso da Sadia

A Sadia S.A. é uma empresa gigante brasileira do ramo alimentício, sendo a líder de mercado em todos os setores em que atua e uma das maiores empresas exportadoras do Brasil. No ano de 2007, sua receita operacional foi na casa de 9,8 bilhões de reais<sup>4</sup>, dos quais 46% foram provenientes de exportações.

---

<sup>4</sup> Aproximadamente US\$ 5,5 bilhões

O ano de 2008 foi operacionalmente muito bom para a Sadia. Nos três primeiros trimestres do ano sua receita operacional havia acumulado 8,6 bilhões de reais. No quarto trimestre de 2008, como esperado, a Sadia apresentou um bom resultado operacional. A Receita Operacional cresceu 18% em relação ao mesmo período de 2007 e um total de 23% se compararmos os dois anos inteiros. Além disso, o ano de 2008 viu a Sadia aumentar seu *market share* em todos os mercados em que a empresa atua.

Enquanto dentro de sua seara de atuação a Sadia vinha desempenhando seu papel da maneira esperada por seus acionistas, aproveitando as oportunidades de crescimento e expandindo seus negócios, na área financeira a empresa cometeu uma série de equívocos que lhe causou muitos prejuízos.

No dia 25 de setembro de 2008, após uma desvalorização média de 16% do real em frente ao dólar em um período de dois meses, a Sadia lançou por meio de seu Departamento de Relacionamento com o Investidor a seguinte nota:

*“A Diretoria Financeira realizou operações no mercado financeiro relacionadas à variação do dólar dos Estados Unidos em relação ao Real em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da Companhia expostas à variação cambial.*

*[...]*

*Diante da severidade da crise internacional agravada na última semana e da alta volatilidade da cotação da moeda norte-americana, que ocorreu muito rapidamente, o Conselho de Administração, tomando conhecimento da realização de referidas operações, determinou o reenquadramento da exposição aos padrões de riscos e limites estabelecidos no âmbito das políticas financeira e de câmbio da Companhia.*

*[...]*

*Neste sentido, a Companhia decidiu liquidar antecipadamente determinadas operações financeiras, o que ocasionou perdas de cerca de R\$ 760.000.000,00<sup>5</sup>.”*

Essa notícia pegou grande parte do mercado de surpresa, fato que refletiu nas ações da empresa; seu valor de mercado chegou a cair de 8 bilhões de reais, antes do anúncio, para 4,5 bilhões após anúncio<sup>6</sup>. Não se esperava que uma empresa exportadora do ramo de alimentos estivesse assim tão exposta a esse tipo de variação cambial.

A tabela abaixo, extraída do relatório de desempenho da companhia relativo ao terceiro trimestre de 2008, ajuda a entender melhor parte das perdas anunciadas. Ela nos mostra os produtos que a empresa possuía em sua carteira, bem como sua quantidade, e quanto cada um contribuiu para a perda anunciada.

**Tabela 2 – Perdas por Exposição Cambial Realizadas**

Instuição	Notional - US\$ mil			Valor da Perda	
	Non deliverable Forward (compra)	Target Forward (venda)	Compra de opção de compra	US\$ mil	R\$ mil

<sup>5</sup> Aproximadamente US\$ 426 milhões.

<sup>6</sup> Seu valor caiu em dólares de aproximadamente US\$ 4,340 bilhões para US\$ 2,440 bilhões.

Instituição Financeira A	500.000	865.000	700.000	-221.936	-424.851
Instituição Financeira B	216.666	365.000	400.000	-62.500	-119.645
	<b>716.666</b>	<b>1.230.000</b>	<b>1.100.000</b>	<b>-284.436</b>	<b>-544.496</b>

Fonte: Relatório de Resultados da empresa relativo ao terceiro trimestre de 2008

O restante das perdas está ligado a negociações mais complexas com bancos estrangeiros e que foram pouco detalhadas no relatório. Esse relatório trazia ainda informações mais alarmantes, que mostravam que a exposição da empresa às variações cambiais ainda era grande e poderia causar mais prejuízos ao longo de 2009 (dada a periodicidade estendida de alguns desses produtos, como visto acima). A tabela abaixo mostra a exposição cambial da empresa em 30 de setembro de 2008.

Tabela 3 – Exposição Cambial em 30 de setembro de 2008

	Consolidado			
	30/09/2008			
	Notional		Taxa Média	Valor Justo
	Original	Exposto		
US\$ mil	US\$ mil	R\$/US\$	R\$ mil	
<i>Contratos futuros de dólar</i>				
Non Deliverable Forward	317.500	317.500	1,96	-6.549
Target Forward	2.286.666	4.518.333	1,77	-755.478
Venda de opções de compra US\$	1.531.667	1.531.667	1,84	-144.002
<b>Posição Vendida de US\$</b>	<b>4.135.833</b>	<b>6.367.500</b>	<b>5,57</b>	<b>-906.029</b>
Non Deliverable Forward	2.508.333	2.508.333	1,88	111.764
Target Forward	473.333	473.333	1,78	82.300
Compra de opções de compra US\$	1.021.667	1.021.667	1,81	74.770
<b>Posição Comprada de US\$</b>	<b>4.003.333</b>	<b>4.003.333</b>	<b>5,47</b>	<b>268.834</b>
<b>Posição Líquida de US\$</b>	<b>132.500</b>	<b>2.364.167</b>		<b>-1.174.863</b>

Fonte: Relatório de Resultados da empresa relativo ao terceiro trimestre de 2008

Após as grandes perdas relacionadas como o uso de derivativos cambiais, a Sadia reduziu com sucesso sua exposição cambial, como informado em nota divulgada no dia 01 de dezembro de 2008.

Os danos à instituição, porém, foram muito além de perdas puramente financeiras. Em termos de governança a Sadia S.A. tornou-se referência negativa. Apesar de possuir em seu estatuto políticas de controle de risco, o caso em questão demonstrou que na prática essas não eram aplicadas, fato que levou com que o preço das ações da empresa despencasse após o anúncio das perdas. Processos contra a empresa, até mesmo na arena internacional, por parte dos acionistas começaram a aparecer tão logo a situação se tornou pública. A responsabilidade sobre o acontecido recaiu sobre o diretor financeiro da empresa, Adriano Ferreira, que foi destituído de seu cargo e assumiu seus erros.

Posteriormente, no dia 19/05/2009, foi anunciada a intenção por ambas as partes em que ocorra uma fusão entre a Sadia e a Perdigão, outra grande empresa do setor alimentício. Grandes rivais, a história da Sadia e Perdigão foi marcada por constantes boatos relacionados à vontade que a primeira demonstrava em adquirir a segunda. Em julho de 2006 uma tentativa de compra hostil ocorreu, mas não foi finalizada. Juntas ambas as empresas formarão a Brasil Foods, que será a terceira maior empresa exportadora do país (R\$ 10 bilhões em exportações por ano) e terá um faturamento anual estimado por volta de R\$ 22 bilhões. Estima-se que mais de 60% da nova empresa irá para os acionistas da Perdigão, enquanto os acionistas da Sadia ficarão com o restante, como visto em Folha de São Paulo (2009 a).

Como podemos ver em Folha de São Paulo (2009 b), a fragilidade financeira gerada pelas perdas com os derivativos cambiais foi fundamental para que o negócio ocorresse. Sempre tida como maior, mais eficiente e rentável que a Perdigão, faria pouco sentido para a Sadia aceitar uma fusão nesses moldes caso estivesse financeiramente saudável. Fato esse corroborado por diversas tentativas por parte da empresa em se recuperar por outros meios, seja negociando com bancos, tentando tomar empréstimos junto ao BNDES ou até mesmo vendendo parte de seus ativos não financeiros. Não obtendo sucesso por outros meios, o que restou a Sadia foi aceitar a fusão com sua maior rival.

## O Caso da Aracruz Celulose

A Aracruz Celulose é outra grande empresa exportadora brasileira. É considerada a maior produtora de celulose de eucalipto do mundo. Aproximadamente 90% de suas receitas no ano de 2007 foram provenientes de exportações. Por ter suas receitas tão dependentes de exportações, em 2008 a Aracruz Celulose experimentou uma pequena queda em seu faturamento causada pela queda dos preços da celulose no mercado internacional, bem como uma queda na demanda por seus produtos.

Poucas horas após o anúncio da Sadia, a Aracruz também lançou uma nota dizendo que havia cometido alguns excessos no mercado de derivativos cambiais e que com a alta volatilidade apresentada pelo dólar agora teria de lidar com isso. A princípio, não se falou em números, apenas que um consultor externo iria apurar a magnitude dos números em questão.

Algum tempo depois, no dia dois de outubro, a empresa lançou um novo comunicado dizendo que foi apurado um *fair value* negativo de aproximadamente 1,95 bilhão de reais relativo às suas operações com derivativos cambiais, mas que esse prejuízo não seria imediatamente realizado e seria suavizado ao longo do tempo. A tabela abaixo extraída do relatório da empresa relativo ao terceiro trimestre de 2008 ilustra a situação, e a compara com o segundo trimestre do mesmo ano.

Porém, no dia quatro de novembro, por meio de outro comunicado, a empresa relatou ter chegado a um acordo com os bancos que eram sua contraparte na operação para

reduzir sua exposição cambial em 97%, realizando perdas na ordem de 2,13 bilhões<sup>7</sup> de reais.

**Tabela 4 – Exposição ao Câmbio Aracruz Celulose**

Milhões	3T08		2T08	
	Nocional (US\$)	"Fair Value" (R\$)	Nocional (US\$)	"Fair Value" (R\$)
<b>Contratos de dólar futuro</b>				
Sell Target Forward	-360	-1692	-220	26
Operação Casada Pré-Pagamento de exportação	-200	-257	-50	-6
<b>Subtotal</b>	-560	-1949	-270	20
NDF - Non deliverable Forward	-80	-21	-140	6
Compra Dólar Futuro	538	-	-	-
<b>Total</b>	-102	-1969	-410	26
<b>Contratos de Swap de Juros:</b>				
TJLP X US\$	-173	3	-357	94
CDI X US\$	-52	6	-62	18
<b>Total</b>	-225	9	-419	112

**Fonte: Relatório de Resultados relativo ao terceiro trimestre de 2008**

O diretor financeiro da empresa, Isac Zagury, renunciou de seu cargo antes mesmo das informações tornarem-se públicas. Mas ao contrário de seu colega da Sadia, ele não saiu silencioso, assumindo toda culpa. Em entrevista ao Portal Exame disse:

“Tudo o que se passava na área financeira era informado mensalmente ao comitê financeiro, que tinha a incumbência de manter o conselho de administração a par”, diz. “Não se viu nada anormal porque não era uma situação anormal. O conselho aprovava a política financeira da empresa. Não houve exposição excessiva a riscos”. A diretoria da empresa nega saber que operações desse tipo vinham ocorrendo e insiste em culpar seu ex-Diretor Financeiro e outros funcionários pelos prejuízos sofridos.

Assim como a Sadia, a Aracruz também enfrenta processos judiciais por parte de seus acionistas, tanto nacionais como internacionais, que culpam a diretoria da empresa por não seguir a política de risco existente e querem reaver suas perdas.

## Outros Casos

<sup>7</sup> Aproximadamente US\$ 1,03 bilhões

Os exemplos de empresas envolvidas com problemas semelhantes são muitos. Como dito anteriormente, estimativas do BNDES davam conta que mais de 200 empresas de médio e grande sofriam de exposição excessiva a volatilidade cambial.

Dessas, podemos citar imediatamente o Grupo Votorantim que teve perdas acumuladas de 2,2 bilhões de reais espalhadas por diversas das empresas que o compõe. Assim como as empresas citadas acima, o Grupo enfrenta diversos problemas decorrentes desse fato, chegando até a vender sua participação na CPFL para o Grupo Camargo Correa, um de seus rivais, a fim de se capitalizar e recompor seu caixa.

Outro caso relevante que ganhou atenção na mídia foi o do Grupo Santelisa Vale, que perdeu 630 milhões de reais em suas operações com derivativos e mergulhou em uma severa crise financeira após isso.

Além das empresas supracitadas, muitas empresas de médio porte, não necessariamente do setor exportador, tiveram problemas com derivativos. Exemplo disso é a rede de lojas de móveis Tok & Stok que buscava se proteger contra variações cambiais sobre empréstimos que havia tomado em dólar e acabou sofrendo prejuízos de 55 milhões de reais. Aqui vale citar que essa empresa não é exportadora, não possuindo receitas em dólares. Os grandes prejuízos sofridos são clara evidência de que suas operações com *hedge* foram montadas de maneira equivocada se o objetivo era puramente proteção, pois acabou aumentando seu risco natural e não o diminuindo. A empresa agora processa o banco que montou essas operações, alegando que o mesmo lhe vendeu um produto diferente do que era necessário.

Os casos são muitos, e a grande maioria não ganhou destaque na mídia, tornando difícil qualquer estimativa sobre o total de perdas que ocorreram nesse tipo de operação. A única coisa que se pode extrair disso é que um número alarmante de grandes empresas se expôs muito a variações cambiais, apostando no contínuo fortalecimento do real, e agora estão pagando um amargo preço por isso.

### **Seção 3 – Especulação ou *Hedge*?**

É de se esperar que uma crise mundial do tamanho e intensidade como essa que surgiu durante o ano de 2007 e se agravou a partir do quarto trimestre de 2008 tivesse graves efeitos em diversos setores da economia de um país como o Brasil. Olhando para o setor exportador, em especial, vemos diversas maneiras de como ele pode ser afetado por um fato como esse.

A começar pelo fato de que a crise atingiu de maneira mais grave as economias mais desenvolvidas, que geralmente possuem grande demanda por importações, especialmente pelos produtos que um país como o Brasil costuma exportar. Ou seja, quando essas economias mergulham em crises, é de se esperar que sua demanda por

importações se reduza, afetando diretamente o desempenho de empresas exportadores sediadas em países dos quais são parceiros comerciais.

Além disso, existe o problema referente ao canal de crédito. Empresas exportadoras na América Latina costumam recorrer com certa frequência a empréstimos no exterior, como mostrado por Bleakley e Cowan (2002), dado que sua captação no mercado internacional costuma ser a taxas mais favoráveis com prazos mais longos, além de que parte de sua receita é atrelada a moedas estrangeiras, facilitando o pagamento de suas obrigações e reduzindo seus riscos cambiais.

Porém, uma das características marcantes de crises como a atual é a grande contração da liquidez internacional, especialmente para investimento em países em desenvolvimento, fato que certamente prejudica a capacidade dessas empresas de financiar seus projetos de investimento de maneira ótima, o que acaba reduzindo seu crescimento e diminuindo seu valor.

Há, é claro, a possibilidade de essas empresas não conseguirem honrar seus compromissos em moeda estrangeira, dependendo do tamanho e intensidade da desvalorização cambial e do descasamento entre sua renda e suas obrigações na moeda estrangeira.

Além dos canais supracitados, existem muitos outros diretos e indiretos que podem afetar uma empresa exportadora em um cenário como o analisado. Porém, eles não são o principal foco de interesse aqui. Como vimos na seção anterior, olhamos para outro problema, algo até então inesperado. Com a explosão da crise e seu efeito na taxa de câmbio brasileira, algumas empresas do setor exportador viram instrumentos que deveriam ser usados para sua proteção se tornaram seus inimigos, trazendo grandes prejuízos e instabilidade para as mesmas.

Allayannis e Weston (2001) fazem um estudo de sobre a relação *hedging* e valor de firmas nos EUA. Uma de suas conclusões é que firmas com exposição cambial que usam instrumentos de *hedge* para reduzir a volatilidade de seu fluxo de caixa têm em média maior valor do que firmas que não usam. Ou seja, indo contra a tradicional teoria de finanças que diz que para o investidor é indiferente se uma firma faz *hedge* ou não, dado que ele mesmo pode fazê-lo em sua própria carteira, há evidência empírica de que firmas podem possuir ganhos de escala em relação a um investidor comum ao adotar esse tipo de prática, fato que acaba tornando esse tipo de instrumento valioso para as firmas.

Geczy *et al* (1997) tentam explicar porque isso ocorre. De acordo com eles, firmas que usam derivativos cambiais para *hedge* conseguem afrouxar sua restrição de liquidez, eliminando eventuais descasamentos que possam existir entre suas receitas, despesas e obrigações financeiras, reduzindo seu risco cambial e, assim, podendo aproveitar melhor suas oportunidades de investimento.

A pergunta que resta então é: Como uma prática que em princípio deveria ser benéfica para as empresas pode se tornar algo tão ruim? *A priori* existem duas linhas de resposta. Ou o *hedge* foi feito de maneira equivocada não conseguindo eliminar o risco cambial ao qual a empresa estava exposta, ou a empresa estava usando os derivativos cambiais para especular e não para se proteger, assumindo, assim, os riscos inerentes de tal atividade e aumentando sua exposição cambial ao invés de diminuí-la. Embora não tenha conseguido encontrar meios de mostrar estatisticamente que tais empresas estariam especulando, pois isso envolveria obter acesso a informações confidenciais dos contratos negociados pelas mesmas, existem vários indícios que apontam nesse sentido.

É certo que existia espaço para que essas empresas fizessem *hedge* na direção em que fizeram. Tendo seus custos em real e boa parte de sua receita em dólar, essas empresas ao assumirem posição vendida em dólares estavam protegendo suas receitas contra uma valorização da primeira moeda frente à segunda, algo aceitável e esperado de uma grande empresa exportadora. Em um cenário estável, o produto por elas escolhido desempenharia de maneira eficiente essa função.

Porém, com a rápida desvalorização da taxa de câmbio e o enorme valor das perdas sofridas por essas empresas por consequência, surge um argumento favorável à hipótese de especulação. A possibilidade de ocorrerem perdas de tal magnitude certamente não é compatível com o intuito de proteção de um *hedge*, o fato dessas empresas terem uma exposição tão grande já indica que esse produto provavelmente não era o mais indicado para se montar um esquema com o intuito de resguardar suas receitas.

Além disso, foi muito elevado o número de empresas envolvidas em problemas com esses derivativos cambiais. Como dito em seções anteriores, estimativas do BNDES dão conta que 200 empresas de médio e grande porte estariam enfrentando esse tipo de dificuldade. E não se trata de um tipo empresa pouco habituada em lidar com o mercado cambial. Trata-se de grandes empresas exportadoras, que há anos tem grande parte de sua receita em moeda estrangeira e certamente possuem profissionais qualificados cuidando de suas finanças. Desse modo, é difícil acreditar que, por coincidência, diversas grandes empresas exportadoras tenham cometido erros e se exposto sem saber a riscos cambiais elevados.

Caballero e Krishnamurthy (2005) demonstram via um modelo teórico que a crença de que o governo de um país emergente irá defender sua moeda contra fortes depreciações cambiais pode fazer com que os agentes alterem suas decisões *ex-ante* e contratem menos seguro que o necessário para uma determinada situação, se expondo mais a riscos do que exporiam normalmente.

Muito embora o modelo de Caballero e Krishnamurthy (2005) não se aplique diretamente a esta situação por não levar em conta o uso de derivativos com motivo de especulação, a idéia básica é a mesma. Devido à boa situação tanto da economia brasileira quanto da economia mundial, o contínuo fortalecimento do Real com baixa volatilidade e à crença que o Banco Central usaria suas enormes reservas para defender a moeda contra desvalorizações muito intensas, algumas empresas exportadoras



acabaram inferindo erroneamente que a probabilidade de ocorrer uma forte depreciação do real era muito baixa e tomaram mais risco do que deveriam em relação a sua exposição em alguns dos cenários possíveis.

Esse fato se torna emblemático quando olhamos para as simulações dos produtos *Target Forward* feitas na Seção 2. Claramente, ao contratar esse tipo de produto as empresas estavam cientes de que estariam se expondo de maneira gritante caso houvesse reversão da taxa de câmbio e, mesmo assim, optaram por ele em detrimento de derivativos mais tradicionais, e seguros, como os Swaps Cambiais os quais, de acordo com Oliveira (2004), costumava ser o tipo de derivativo mais utilizado para fins de *hedge* no Brasil.

Muito embora não seja de acesso público o preço pelo qual esse tipo de produto era vendido às empresas, é aceitável imaginar que ele se apresentasse como uma opção mais barata em relação aos outros tipos de derivativos existentes no mercado, dada sua enorme popularidade entre as empresas e também devido ao fator de risco nele contido para seus compradores.

Os *Target Forward* eram produtos lucrativos e passíveis de *hedge* para as instituições financeiras que os ofereciam e se apresentava como uma opção mais barata que os derivativos tradicionais que geralmente eram utilizados na proteção de fluxos de caixa em moeda estrangeira para as empresas. Essas, acreditando na continuidade do cenário econômico favorável, se envolveram com esse tipo de produto visando se aproveitar de seu preço mais baixo para obter ganhos adicionais e assumindo os riscos embutidos neles.

Ou seja, dadas suas crenças em um determinado cenário e a possível existência de um seguro implícito por parte do governo, as empresas decidiram comprar um produto mais barato, assumindo assim um risco muito maior do que seria razoável de se esperar em uma operação de *hedge*.

A consequência disso tudo é que uma situação que já seria desfavorável para essas empresas, devido às reduções no consumo e comércio internacionais, redução da oferta de crédito, fuga de capital estrangeiro investido no país e tantos outros problemas relacionados, se tornou ainda pior devido às grandes perdas observadas no mercado de derivativos.

Fossem apenas duas ou três empresas envolvidas a situação não seria tão grave. O que chama a atenção é justamente o fato de que esse tipo de exposição exacerbada às flutuações cambiais ter sido algo de grande magnitude, envolvendo diversas grandes empresas que geram milhares de empregos e são responsáveis por uma boa fatia das exportações brasileiras.

Devido à intervenção do Governo, por meio de empréstimos de longo prazo a taxas amigáveis, não houve, até a presente data, graves consequências para a maioria das empresas envolvidas. Temos agora, é claro, o recente caso da fusão da Sadia, operação que provavelmente não ocorreria não fossem as perdas com derivativo, mas, mesmo

assim, isso esta longe de ser um resultado muito grave, dado o tipo de problema e o tamanho do prejuízo envolvido.

Porém, uma situação como essa, potencialmente, poderia ter sido desastrosa podendo gerar inclusive problemas estruturais para a economia do país. Bastava que as empresas estivessem financeiramente um pouco mais frágeis, que a crise tivesse sido um pouco mais acentuada ou que o Governo não tivesse o dinheiro ou a disposição para ajudá-las e, muito provavelmente, este trabalho descreveria uma situação bem mais calamitosa.

## Seção 4 – Conclusão

Este trabalho possuía dois objetivos principais. O primeiro era descrever, se aprofundando um pouco mais em relação ao que há disponível na mídia, a série de prejuízos sofridos no final de 2008 no mercado de derivativos cambiais por empresas brasileiras, principalmente do setor exportador. O segundo era discutir se esses prejuízos eram algo dentro do aceitável em operações de *hedge* ou se poderia ter alguma relação com especulação financeira.

Em relação ao primeiro objetivo, além de uma descrição relativamente detalhada dos casos mais emblemáticos, o da Sadia e da Aracruz celulose, outros casos de relativa importância também foram discutidos. Além disso, uma explicação do produto e grande vilão dessa história foi feita, bem como simulações que mostram seu comportamento no cenário de apreciação e depreciação cambial, algo que certamente ajuda a entender porque a situação tornou-se tão grave.

Quanto ao segundo objetivo, apesar da falta de evidências mais sólidas quanto à especulação, foram apresentados indícios de que esse provavelmente era o caso, dadas todas as circunstâncias envolvidas na situação. Não temos, tampouco, elementos para afirmar que as empresas que efetivamente especularam e perderam sabiam o que estavam fazendo. Mas é, no mínimo, estranho que algumas grandes empresas exportadoras aleguem desconhecimento dos desdobramentos de contratos que celebraram, e com os quais lucraram durante o período anterior à falência do *Lehman Brothers*.

O caso das empresas exportadoras brasileiras não é único. Produtos como os aqui explicados foram vendidos por bancos internacionais em muitos países. Segundo Bloomberg (2009a), “(..) *firms in Brazil, Hong Kong, India, Indonesia, Mexico, Poland, South Korea and Taiwan posted at least \$30 billion of losses on foreign-exchange derivatives in the year ending February, according to corporate filings, testimony to regulators, and research reports.*”

Muito embora o debate internacional sobre regulamentação financeira esteja centrado nas instituições financeiras, o caso das empresas mostra que pode haver outra faceta não muito explorada, mas certamente importante, nessa discussão. Caberia às autoridades competentes dar um passo rumo a uma regulamentação mais rígida no uso de

derivativos por parte de empresas não financeiras. Tal limitação objetivaria não só a proteção das empresas, e de seus investidores, mas, sobretudo, a proteção da macroeconomia.

Aqui vale ressaltar que as autoridades brasileiras já deram passos importantes visando tornar o uso de instrumentos financeiros por parte das empresas mais transparentes. Por meio da deliberação CVM nº 550/08, a Comissão de Valores Imobiliários adotou as recomendações do Pronunciamento Técnico 14 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Com isso a CVM e o CPC<sup>8</sup> procuram implantar no Brasil regras mais condizentes com os padrões internacionais de contabilidade. Entre as regras adotadas esta a obrigatoriedade de se divulgar de maneira clara e precisa todos os instrumentos utilizados pela empresa, contabilizá-los a “*fair value*” e realizar uma análise de sensibilidade de sua carteira. Muito embora ainda não seja o ideal, a adoção de tais regras já representa uma importante mudança em prol da maior transparência no uso de instrumentos financeiros.

Na Coreia, o debate regulatório relativo a questão dos derivativos cambiais está discutindo se tais derivativos deveriam ser proibidos, o que acabaria por conter a inovação no mercado financeiro doméstico da Coreia, ou se se deveria proibir empresas não qualificadas de operarem tais mercados (Bloomberg, 2009b).

Dentro da área de Finanças Empresariais também surgem questões relevantes. Todas as empresas abertas envolvidas possuíam políticas instituídas de risco e de proteção ao investidor. Porém, vimos que isso não foi o suficiente para evitar que elas tivessem problemas com superexposição cambial. Como mostrado na Seção 2, existe uma discussão sobre quem foram os culpados por isso. Os diretores financeiros que fizeram tudo sem avisar ninguém? O conselho, que sabia das práticas adotadas, mas nada fez pra impedi-las? Novaes (2009) lança a hipótese de que a aparente falta de ação por parte do conselho e demais órgãos de controle das empresas possivelmente esteja relacionada aos grandes lucros financeiros que vinham sendo obtidos com o uso de derivativos cambiais.

Vale atentar não existe uma única resposta para essas perguntas, sendo necessário analisar cada caso de acordo com suas peculiaridades, porém o fato é que os controles internos dessas empresas falharam, expondo elas e seus acionistas a riscos inaceitáveis não relacionados com sua seara de atuação. Surge, então, mais um tema interessante para debate. O que podem fazer as empresas em termos de controles internos para evitar que isso ocorra de novo?

Em resumo, no momento em que os principais países do mundo discutem a reformulação da supervisão e regulação financeira, é importante se ter em conta o caso aqui descrito, do “sub-prime” das empresas exportadoras dos países emergentes, para que derivativos possam vir a cumprir sua missão de permitir melhor repartição de risco, em vez de poderem produzir e agravar crises econômicas.

---

<sup>8</sup> Comitê de Pronunciamentos Contábeis

## Referências Bibliográficas

**Allayannis, G.; Weston, J.** “The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value.” REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 14 (1): 243-276, 2001.

**Bank for International Settlements** “BIS Quarterly Review”, June 2009.

**Bleakley H.; Cowan K.** “Corporate Dollar debt and Depreciations: Much Ado About Nothing?”, Mimeo, Federal Reserve Bank of Boston, 2002.

**Bloomberg 2009a**, “Korean Corporations court Bankruptcy with Suicidal KIKO Options”, 25/03/2009

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aDQ1pZabcyIo&refer=home>

**Bloomberg 2009b**, “Korea’s bid to tighten derivatives control opposed”, 02/07/2009

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601080&sid=aEUAnVJ51bwE>

**Caballero, R., Krishnamurthy, A.** "Exchange Rate Volatility and the Credit Channel in Emerging Markets: A Vertical Perspective", International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking, vol. 1(1), May 2005.

**Folha de São Paulo**, “Perdigão e Sadia assinam acordo de fusão”, 19/05/2009.

<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u568000.shtml>

**Folha de São Paulo**, “Crise precipita onda de fusões e aquisições”, 20/05/2009.

<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u568654.shtml>

**Geczy, C. C.; Minton, B. A. and Schrand, C. M.** ”Why Firms Use Currency Derivatives”, J. OF FINANCE, Vol. 52 No. 4, September 1997.

**International Monetary Fund** “World Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy”, April 2007.

\_\_\_\_\_ “World Economic Outlook: Globalization and Inequality”, October 2007.

\_\_\_\_\_ “World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle”, April 2008.

\_\_\_\_\_ “World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns and Recoveries”, October 2008.

\_\_\_\_\_ “World Economic Outlook Update”, January 2009.

**Novaes, A. D.** “Derivativos e Governança Corporativa”, Mimeo, 2009.

[http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/Aulas/090515%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o\\_PUC\\_Usar\\_IBGC\\_%20ppt2003.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/Aulas/090515%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o_PUC_Usar_IBGC_%20ppt2003.pdf)

**Oliveira, F. N.** “Ensaio sobre os instrumentos de política cambial e *hedge*”. PUC Rio, Tese de Doutorado, 2004 .

**Reuters**, “BNDES planeja socorro para empresas que tiveram perdas com a alta do dólar”, O Globo, 24/10/2008.

[http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/10/24/bndes\\_planeja\\_socorro\\_para\\_empresas\\_que\\_tiveram\\_perdas\\_com\\_alta\\_do\\_dolar-586102060.asp](http://oglobo.globo.com/economia/mat/2008/10/24/bndes_planeja_socorro_para_empresas_que_tiveram_perdas_com_alta_do_dolar-586102060.asp)

**The Economist**, “The Decoupling Debate”, 24/03/08.

[http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story\\_id=10809267&source=login\\_payBarrier](http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story_id=10809267&source=login_payBarrier)

---

<sup>ii</sup> Vale ressaltar, que muitas das informações contidas nessa seção foram extraídas dos jornais Valor Econômico, Folha de São Paulo, Estado de São Paulo e O Globo, bem como dos portais de notícias dos sites UOL e Terra e das Revistas Exame e Isto é Dinheiro.