

## DERIVATIVOS E GOVERNANÇA CORPORATIVA O CASO SADIA – CORRIGINDO O QUE NÃO FUNCIONOU<sup>1</sup>

Ana Novaes

A crise financeira iniciada em 2008 colocou em xeque a governança das companhias no Brasil e em outros países. O “*annus horribilis*” de 2008 viu incrédulo o desaparecimento de instituições financeiras nos Estados Unidos, antes consideradas verdadeiras fortalezas do sistema financeiro, bem como presenciou companhias tradicionais entrarem com pedido de recuperação judicial ou, simplesmente, falindo. Não surpreende que o número de ações coletivas privadas de responsabilidade civil nos Estados Unidos contra companhias e executivos (as chamadas *class actions*) tenha aumentado, em 2008, 29% em relação a 2007, para 210 casos, o maior número desde o episódio da Enron em 2002, quando 217 *class actions* foram ajuizadas. Dos casos ajuizados em 2008, dois são contra companhias brasileiras, a Aracruz e a Sadia<sup>2</sup>. Do total das *class actions* de 2008, 40% têm como base problemas contábeis (52% em 2007), sendo que destes, 43% alegam falta de controle, incluindo falhas no controle do risco, e a mitigação deste<sup>3</sup>. As *class actions* envolvendo contabilidade tendem a ter um valor maior para serem resolvidas.

O mercado brasileiro não ficou imune à expansão extraordinária do mercado de derivativos nos últimos anos e aos seus problemas. O Banco de Compensações Internacionais (BIS) informou que a estimativa para as perdas das companhias brasileiras com derivativos cambiais, no último trimestre de 2008, foi de US\$ 25 bilhões, quase seis vezes mais do que as perdas estimadas para o México (US\$ 4 bilhões).<sup>4</sup> E aqui está a motivação de nosso trabalho.

Entre os casos mais badalados no Brasil estão o de duas tradicionais companhias, a Sadia e a Aracruz, ambas com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque e toda uma estrutura de governança corporativa conforme as melhores práticas, incluindo a participação no conselho de administração de conselheiros independentes de reputação, existência de um comitê de auditoria além do conselho fiscal, e de um comitê financeiro para avaliar o risco das operações. Como explicar então as perdas bilionárias que essas companhias tiveram no final de 2008? Como foi possível que tais empresas corressem risco deste quilate?

Depois desta introdução, a próxima seção discute a resposta americana à falha de governança no episódio da Enron. A terceira seção traz o caso da

---

<sup>1</sup> Este artigo nasceu de debates sobre o tema na Casa das Garças no Rio de Janeiro e no Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em São Paulo.

<sup>2</sup> O caso da Sadia é o de no.1:08-cv-09528-SAS e corre no US District Court Southern District of New York enquanto o da Aracruz (no. 1:08-cv-23317-JAL) e corre no US District Court Southern District of Florida.

<sup>3</sup> Ver “*Securities Litigation Study - 2008*”, PricewaterhouseCoopers LLP. Disponível em 30 de maio de 2009 em: [www.10b5.com](http://www.10b5.com).

<sup>4</sup> *Bis Quarterly Review – International Banking and Financial Market Developments*, June 2009, p.55. Disponível em 6 de julho de 2009 em: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0906.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.htm)

Sadia com base em suas demonstrações financeiras e a quarta seção o analisa do ponto de vista da governança corporativa. A quinta seção discute o aspecto legal da governança corporativa no Brasil. A governança corporativa brasileira após o caso dos derivativos é analisada na sexta seção. A última seção conclui.

### **O Caso Enron e a Lei Sarbanes-Oxley**

Embora fraudes corporativas sejam descobertas de tempos em tempos, a quebra da Enron em dezembro de 2001, pelo seu porte e importância, perturbou os mercados, levando os investidores a exigirem maior transparência. E o que estava por trás desta desconfiança de que as instituições não estavam funcionando adequadamente e de que não se podia confiar nas companhias? Para muitos estudiosos, a resposta está na falha dos chamados *gatekeepers* (vigias do mercado) – auditores, analistas de mercado, agências de risco e advogados – em detectar a contabilidade criativa e a fraude da Enron e de outras companhias<sup>5</sup>.

Os *gatekeepers* são “intermediários de reputação que oferecem serviços aos investidores de verificação e certificação”<sup>6</sup>. São exemplos de atividades envolvendo os *gatekeepers*: verificar a integridade das demonstrações financeiras (auditor externo); avaliar o risco de crédito de uma companhia (agência de avaliação de risco); avaliar e questionar a estratégia e as perspectivas financeiras da companhia (analista de investimento); dar uma opinião justa (*fairness opinion*) sobre o valor de uma determinada operação (banco de investimento); e dar uma opinião legal sobre uma determinada operação (advogado). São os *gatekeepers* que vigiam as empresas e que dão uma segunda opinião sobre as afirmações delas. Embora sejam frequentemente pagos por esta última (p.ex. o auditor externo e a agência de classificação de risco), a credibilidade desta segunda opinião advém da reputação que o *gatekeeper* precisa para manter-se no mercado.

A Lei Sarbanes-Oxley (SOx) foi aprovada apenas seis meses após a quebra da Enron e buscou exatamente fortalecer a governança interna das companhias e disciplinar as atividades dos *gatekeepers*. A quebra da Enron permitiu que sérios conflitos de interesse aflorassem. O conflito ficou evidente na relação entre o auditor externo, a Arthur Andersen, e a Enron. Em 2001, a Andersen tinha mais de 2300 clientes e um faturamento de cerca US\$ 9 bilhões. Neste mesmo ano, a Andersen faturou com a Enron US\$ 25 milhões em honorários de auditoria e US\$ 27 milhões prestando serviços de consultoria. A Enron era a segunda maior cliente da Andersen. A controladoria da Companhia estava dominada por colaboradores provenientes da própria Andersen. Esta última também havia desenhado o sistema de controle interno da Enron. Fica claro que este é um caso evidente de captura do vigia (regulador) pelo vigiado (regulado). Em outras palavras, a Andersen perdeu a sua independência em relação à Enron. Não mais ela servia aos interesses do público, mas sim aos interesses da administração da Enron.

A objetividade dos analistas de investimento também foi seriamente contestada após o caso Enron. Em outubro de 2001, dois meses antes do pedido de falência, 16 dos 17 analistas financeiros que cobriam a Enron tinham

---

5 Para uma discussão sobre os *gatekeepers* e as falhas deles no caso Enron, ver COFFEE (2002, pp. 1-6) e BRATTON (2004, pp. 473-476).

<sup>6</sup> COFFEE (2002, p.5, op. cit.).

a recomendação de “compra” ou “forte compra”<sup>7</sup>. Embora eles não sejam pagos ou vinculados à companhia para a qual emitem relatórios, eles têm todo interesse em manter laços estreitos com a administração da empresa, pois é assim que conseguem informações relevantes. Além disso, se a instituição em que trabalha o analista tem um banco de investimento, realizar comentários simpáticos à companhia ajuda a alavancar negócios para o banco, podendo também influir na remuneração do próprio analista. Com essa pressão, não surpreende que o julgamento do analista possa tornar-se obscuro.

Em resposta a estas falhas de governança, a Lei Sarbanes-Oxley foi aprovada em julho de 2002 e mudou a forma como se pensa em governança corporativa em três dimensões: (i) ela trouxe para o guarda-chuva da governança corporativa os *gatekeepers* que estavam de fora (auditores, analistas e advogados); (ii) elevou o status legal do *chief executive officer* (CEO), do *chief financial officer* (CFO) e do comitê de auditoria, que anteriormente tinham pouco reconhecimento na lei e na literatura, e colocou neles o foco da governança corporativa; e (iii) proibiu empréstimos para executivos e outras transações de conflito, além de federalizar uma dimensão importante da governança interna das companhias que antes era matéria pertinente aos estados.<sup>8</sup>

Não há espaço aqui para detalhar as mudanças da SOx, por isso este artigo focará no objetivo principal da lei: melhorar a auditoria das companhias americanas. Aliás, o nome oficial da lei é sugestivo deste objetivo: *the Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*<sup>9</sup>. Entre 1992 e 1996, houve 49 reapresentações de resultados nos Estados Unidos (uma *proxy* para fraude contábil) por empresas públicas em comparação com 250 só em 2002. Até a SOx, os auditores eram uma classe de profissionais auto-regulada, exceto pela possibilidade da SEC impor sanções disciplinares. Na esteira dos escândalos contábeis, várias hipóteses foram levantadas para explicar as falhas de auditoria: (i) perda da capacidade de detectar fraude devido à maior competição, queda dos honorários, e a adoção pelos auditores de regras puras que não requerem julgamento como no caso dos 3% da Enron mencionado acima; (ii) perda de independência das empresas de auditoria ao venderem serviços de consultoria que rendiam polpudos honorários; e (iii) mudanças legais introduzidas em 1995 que reduziram o risco de ações de responsabilidade civil contra os auditores. A SOx respondeu a todas estas hipóteses. Dois componentes da SOx são chaves para entender esta busca por melhor auditoria: (i) a criação de uma instituição *quasi*-pública sem fins lucrativos para supervisionar os auditores, o *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) e (ii) a necessidade dos auditores externos certificarem os controles internos da companhia, isto é, o conjunto de práticas e processos que asseguram a integridade das demonstrações financeiras de uma companhia.

Em relação à certificação dos controles internos das companhias, é importante observar que as empresas americanas já eram obrigadas desde 1977 a terem sistemas de controles internos que assegurassem razoavelmente

---

<sup>7</sup> COFFEE (2002, p. 9, op.cit).

<sup>8</sup> Para uma discussão sobre a Sarbanes-Oxley, ver COATES IV (2007) e MITCHELL (2004). Esta parte desta seção é baseada nestes autores.

<sup>9</sup> Lei da Reforma da Auditoria das Empresas Públicas e da Proteção ao Investidor de 2002.

a integridade das demonstrações financeiras<sup>10</sup>. Antes da SOx, poucas empresas não-financeiras divulgavam informações sobre o seu sistema de controle. A SOx não tornou mandatório que as companhias tivessem um sistema de controle ou o seu conteúdo. O que a SOx tornou obrigatório foram dois procedimentos: (i) os executivos da companhia devem tornar público qualquer “fraqueza material”<sup>11</sup> de seus controles internos e tanto o CEO quanto o CFO devem pessoalmente assiná-los; e (ii) os auditores externos devem certificar tal informação dos executivos, informando se concordam ou se discordam, emitindo neste último caso uma opinião diferente. Se os auditores encontrarem uma “fraqueza material” que não é reconhecida pela companhia, esta diferença de opinião deve ser divulgada.

Observe-se como o sistema funciona. Se uma fraqueza material é divulgada e não é corrigida e ela vier a causar a reapresentação das demonstrações financeiras de uma companhia, a possibilidade de ocorrerem tanto *class action* de natureza privada quanto sanções da SEC é grande, o que aumenta sobremaneira os riscos dos executivos que certificaram as demonstrações financeiras. O aumento do risco de ações de responsabilidade civil cria novos incentivos para que os executivos gastem recursos nos sistemas de controle. Além do mais, os executivos podem ter grandes perdas pessoais em caso de uma *class action* ou sanção da SEC, mas suportam uma parcela pequena dos custos, tendo assim incentivos para melhorar os controles internos da companhia.

### **As Perdas com Derivativos em 2008 – O Caso da Sadia**

No dia 25 de setembro de 2008, os investidores da bolsa brasileira foram surpreendidos por dois fatos relevantes de duas grandes companhias:

(i) A Sadia informou que:

“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.” (ênfase da autora).

Em consequência, ao tomar conhecimento destas operações, o conselho de administração da companhia demitiu o diretor financeiro e “decidiu liquidar determinadas operações financeira, o que ocasionou perdas de cerca de R\$ 760.000.000,00.”

(ii) A Aracruz divulgou que naquela data o seu conselho de administração foi informado que:

“o volume de perda máxima em derivativos e de exposição máxima em operações de câmbio futuro decorrente de tais operações **pode ter excedido os limites previstos na Política Financeira** aprovada pelo Conselho de Administração.” (ênfase da autora).

No dia 2 de outubro de 2008, a Aracruz divulgou outro fato relevante informando que o valor justo dos contratos derivativos apurado na data de 30 de setembro de 2008 era negativo em R\$ 1,95 bilhão.

A queda do preço das ações dessas duas companhias sugere que o mercado foi surpreendido pelos fatos relevantes e não tinha noção das perdas

<sup>10</sup> Idem, PP. 101-102.

<sup>11</sup> A fraqueza material é definida como uma deficiência significativa de controle na preparação das demonstrações financeiras que tem uma probabilidade mais do que remota de levar a um erro material nas demonstrações financeiras que não será detectado preventivamente.

dessas companhias caso o Real sofresse uma desvalorização. No dia seguinte ao anúncio, 26 de setembro, a ação da Sadia caiu 35,5% na Bovespa e a Aracruz 17,7%, enquanto o Índice Bovespa caiu 2%. No dia 3 de outubro, quando a Aracruz informou o valor justo dos contratos, a ação caiu 24,8% (no mesmo dia, a Sadia caiu apenas 1,5%). Este comportamento sugere que as perdas da Aracruz só foram devidamente precificadas pelo mercado após o segundo fato relevante sobre o assunto.

A Tabela 1 traz indicadores de risco e financeiros da Sadia retirados de suas demonstrações financeiras entre 2006 e o primeiro semestre de 2009 (1S09). No topo da Tabela estão o VaR (valor em risco) e as posições nocionais em contratos derivativos. O passivo líquido em moeda estrangeira é mostrado na linha 3. Os resultados com contratos derivativos futuros de câmbio reconhecidos e não-reconhecidos no resultado da Companhia estão nas linhas 4 e 5. A parte final da Tabela traz alguns indicadores financeiros (receita bruta, lucro antes do imposto de renda (IR) e da contribuição social (CSLL), e a dívida líquida). A partir dos números publicados pela Companhia e apresentados na Tabela 1, algumas considerações podem ser feitas. Primeiro, a posição líquida vendida em contratos futuros de câmbio (linha 2.3) passou de R\$ 405,5 milhões em dez/2007 para R\$ 3,1 bilhões em jun/2008. A posição comprada em opções no período está longe de compensar esta exposição em futuros. No mesmo período, a posição líquida passiva em moeda estrangeira subiu de R\$ 468 milhões para R\$ 783 milhões. Embora a companhia tivesse um passivo em moeda estrangeira e, portanto sujeita a perdas patrimoniais em caso de desvalorização do Real, as posições líquidas em derivativos eram vendidas em dólar e não compradas. Ao apostar que o Real continuaria apreciando, a companhia buscava proteger o fluxo futuro de exportação contra o fortalecimento do real. Mas ao vender opções de compra de dólar nas operações do tipo *target forward* em volumes alavancados em contratos de curto prazo, a companhia acabou sofrendo perdas substanciais.

Segundo, o valor nocional dos contratos não fornece a efetiva exposição com derivativos que depende de variáveis tais como o prazo para vencimento e a volatilidade. Contudo, o aumento do Valor em Risco (VaR) na linha 1 não deixa dúvidas quanto ao aumento do risco. De acordo com dados divulgados nas demonstrações financeiras, o VaR a 5% de probabilidade passou de R\$ 98,7 milhões (3,39% do patrimônio líquido) em dezembro 2007 para R\$ 241 milhões (7,68% do patrimônio) em junho 2008. Isto quer dizer que em um de cada 20 dias, a companhia poderia esperar ter uma perda maior do que R\$ 241 milhões, sem dúvida um número elevado para uma companhia não-financeira.

Finalmente, a companhia reportou um resultado financeiro positivo de R\$ 24,6 milhões (linha 7) embora tivesse uma dívida líquida expressiva ao final do primeiro semestre de 2008 (R\$ 2,2 bilhões na linha 11), Este fato poderia ter servido de ponto de alerta para analistas de mercado e para os próprios administradores. Afinal, como explicar receita financeira positiva com uma dívida deste tamanho, especialmente se a exposição cambial estava em princípio mitigada por contratos de hedge.

#### **INCLUIR TABELA 1**

Em relação ao que foi informado nas notas explicativas das Informações Trimestrais (ITR) arquivadas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM),

alguns pontos chamam atenção. No ITR do 2º trimestre de 2008, a nota explicativa 23a informa (os valores citados estão em mil Reais):

“O resultado realizado dos contratos futuros, no **período findo em 30 de junho de 2008**, gerou um ganho de R\$152.263 (R\$34.364 no mesmo período de 2007), sendo um ganho no montante de R\$22.682 (R\$8.122 no mesmo período de 2007) contabilizado como resultado financeiro na rubrica de variações cambiais passivas e um ganho no montante de R\$129.581 (R\$26.242 no mesmo período de 2007) como **resultado operacional na rubrica de receita operacional bruta**.

Os resultados das operações de balcão no mercado futuro de moeda, realizados e não liquidados financeiramente e os ajustes diários de posição de contratos futuros de moeda da Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F estão registrados, respectivamente, nas rubricas “valores a receber de contratos futuros” e valores a pagar de contratos futuros.

Os **resultados não realizados** das operações de balcão contratadas com vencimentos futuros, **não são reconhecidos contabilmente**. Estes contratos estão segregados e definidos como operacionais ou financeiros, de acordo com o objeto que se pretende proteger. O valor desses contratos, **caso fossem registrados em 30 de junho de 2008, ocasionaria uma receita de R\$153.809 no resultado financeiro e R\$172.301 no resultado operacional.**” (ênfase da autora).

De acordo com a explicação dada, os ganhos/perdas com contratos futuros já liquidados eram alocados entre o resultado financeiro e a receita bruta em função do objetivo do contrato. Assim, por exemplo, se o objetivo do contrato era proteger a receita de exportação, o ganho seria alocado na receita bruta. Esta prática não deixa de ser controvertida, pois o comum é lançar os ganhos com derivativos na receita financeira. Ao final do segundo trimestre de 2008, a margem bruta e a margem LAJIDA<sup>12</sup> estavam aumentadas de 2,35%, pois o ganho de R\$ 129,6 milhões com contratos derivativos (linha 4.1) foram alocados à receita bruta de R\$ 5,5 bilhões (linha 6)<sup>13</sup>. O que chama mesmo atenção são os ganhos **não reconhecidos** contabilmente das operações vincendas. Esses ganhos com contratos futuros não-reconhecidos na demonstração de resultado (apenas mencionados na nota explicativa) da companhia estão na linha 5 da Tabela 1. Ao fim do primeiro semestre de 2008, a companhia tinha um ganho não reconhecido de R\$ 326,1 milhões, mais do que o lucro antes do IR/CSLL (linha 8) de R\$ 320,0 milhões no mesmo período. Portanto, o ganho com derivativos futuros de câmbio nos primeiros seis meses de 2008 totalizou R\$ 478,4 milhões (R\$ 152,3 milhões reconhecidos mais R\$ 326,1 milhões não-reconhecidos no resultado). O aumento da importância da contribuição dos ganhos com derivativos para o resultado da companhia fica evidente quando se compara o ano de 2007 com o primeiro semestre de 2008 (1S08): o resultado positivo com derivativos de câmbio futuros, reconhecidos e não-reconhecidos equivalia a 34% do resultado do ano de 2007, em comparação com 150% no primeiro semestre de 2008.

<sup>12</sup> Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.

<sup>13</sup> Para evitar distorções de margens a companhia poderia ter alocado todo o ganho com derivativos na receita financeira. Esta alocação de ganhos com derivativos na receita bruta pode ser justificada caso um determinado contrato(s) seja declarado como objetivando proteger um determinado fluxo de exportação esperado e seja compravada a efetividade do *hedge*. Nas regras contábeis internacionais (IAS 39, IFRS), este seria um *hedge de cash flow* que ficaria registrado no patrimônio líquido até a concretização da operação de exportação.

Quando o Real desvalorizou no terceiro trimestre de 2008, a companhia deixou de registrar nas demonstrações financeiras uma perda com contratos derivativos de câmbio futuro de R\$ 630,3 milhões (linha 5). Este valor é quase o valor do prejuízo registrado no período de R\$ 694,8 milhões (linha 8).

E por que parte dos ganhos/perdas com derivativos não eram reconhecidos nas demonstrações financeiras (DFins) da companhia, mas apenas mencionados nas notas explicativas? Até o final de 2008, quando começou a obrigatoriedade da apresentação das DFins de acordo com as mudanças contábeis introduzidas pela Lei 11.638/2007 e de acordo com os pronunciamentos técnicos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), em particular o CPC 14 sobre a contabilização dos “Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação”, as regras para contabilização dos derivativos no Brasil eram fluidas. Havia apenas uma antiga Instrução CVM nº 235 de 23 de março de 1995 sobre o assunto. Esta instrução tratava mais “da evidenciação desses instrumentos, mas não de sua contabilização”<sup>14</sup>. Embora fosse necessário apresentar o valor de mercado dos contratos derivativos, a Instrução não dizia como os ganhos e perdas deveriam ser contabilizados. A opção da Sadia foi não reconhecer os ganhos/perdas de contratos ainda não-realizados, apenas mencionando-os nas notas explicativas. Isto quer dizer, que a companhia optou pela contabilização dos contratos derivativos de acordo com o regime caixa e não o de competência. Esta não é uma escolha comum. Aliás, nas demonstrações financeiras anuais, de acordo com a contabilidade americana (USGaap), que a companhia arquivava na SEC uma vez por ano, não havia menção de ganho ou perda não-reconhecido no resultado do ano.

Observe-se a importância das regras contábeis neste caso específico. Quando publicou o balanço final de 2008, já sob a obrigatoriedade da Lei 11.638/2007, a companhia reportou que a aplicação da Lei, que obrigou o reconhecimento nos números da companhia de todos os contratos derivativos pelo valor justo, implicou aumento do prejuízo em 2008 da companhia em R\$ 2,06 bilhões<sup>15</sup>. Se o resultado fosse reportado sob as regras anteriores o prejuízo de 2008 seria de apenas R\$ 468 milhões em vez dos R\$ 2.484 milhões reportados. Se as regras contábeis internacionais sobre derivativos não tivessem sido adotadas pelo Brasil, a companhia estaria numa situação financeira delicada, mas o seu balanço patrimonial não mostraria este fato.

### **O Caso Sadia - Governança Corporativa**

Não há dúvidas de que houve uma grande falha na governança corporativa da companhia. De que adianta ter toda uma estrutura de governança corporativa conforme as melhores práticas e uma área sofisticada de controle de risco se esta estrutura permite tal nível de exposição ao risco? Correr um risco de VaR de R\$ 241 milhões a 5% é certamente uma temeridade para uma companhia não-financeira. Nas notas explicativas das demonstrações financeiras, a companhia não informava qual o nível de VaR aprovado pelo Conselho de Administração e não é possível julgar com a informação pública disponível se este risco – à primeira vista excessivo –

---

<sup>14</sup> IUDÍCIBUS *et alii* (2003, p. 538).

<sup>15</sup> Nota explicativa 3.1 das Demonstrações Financeiras Padronizadas de 2008, arquivada na CVM.

estava de acordo com as políticas de risco da companhia<sup>16</sup>. Contudo, no ITR do 1º trimestre de 2009, a companhia informou que o conselho de administração havia aprovado uma nova política de risco em março de 2009 para a qual um dos limites era o “VaR para um dia com 95% de confiança, menor ou igual a 0,5% do menor valor de mercado da Sadia (market cap) para uma janela móvel de trinta dias” (cerca de R\$ 15 milhões no momento em que este artigo era escrito). A nova política reduziu o VaR para limites aceitáveis e muito inferior ao anteriormente praticado.

Por outro lado, tanto o comitê de auditoria quanto o conselho fiscal examinaram as demonstrações financeiras da companhia dentro de suas atribuições de supervisionar e opinar, respectivamente. Estes órgãos acompanharam o aumento da exposição cambial, os crescentes ganhos de natureza financeira, e a qualidade da informação prestada ao público. O caso sugere que o responsável pela tomada de risco era também o responsável pelo controle do risco, uma situação similar à que levou à quebra do centenário Banco Barings em 1995. A administração da Companhia reconheceu o fato após as perdas e alterou esta estrutura no final de 2008, fazendo com que o gestor de risco responda diretamente ao CEO e ao comitê de auditoria em vez de estar subordinado ao CFO<sup>17</sup>. Uma primeira conclusão que se pode tirar deste caso é que se uma companhia tem uma tesouraria ativa, não se pode incorporar na mesma pessoa as tarefas de tomada e de controle do risco.

E quanto aos *gatekeepers*? Começando pelos auditores externos, por que foi aceita a prática da companhia até o 3º trimestre de 2008 de não contabilizar os ganhos/perdas com contratos derivativos não-realizados? A mesma empresa de auditoria opinava sobre as demonstrações em USGaap, as quais davam um tratamento diferente. Se não havia regra clara no Brasil, sobre o assunto, por que não adotar as regras do USGaap ou as do *International Financial Reporting System* (IFRS) que serão adotadas oficialmente pelo Brasil em 2010? É importante observar que a mesma empresa de auditoria prestava serviço para outras companhias para as quais a postura foi incluir nas demonstrações os ganhos/perdas não realizados com derivativos. Onde fica a comparabilidade dos balanços? Será que os auditores compreendiam os riscos envolvidos nas posições de derivativos da companhia? Como deixar de fora ganhos/perdas não-realizados tão significativos? Se a inclusão fosse feita, será que os analistas de mercado não questionariam estes ganhos sem ter que ler as notas explicativas em detalhe? E se o mercado virasse contra a posição da companhia como de fato o fez a partir do 3º trimestre de 2008? Como deixar de fora do balanço obrigações financeiras junto a instituições financeiras?

Até o 2º trimestre de 2008, a companhia não divulgava nas notas explicativas a estrutura dos contratos ou o valor das taxas médias de câmbio dos derivativos (*o strike*). Esta omissão dificultou a compreensão pelo leitor dos riscos envolvidos. A Deliberação CVM no. 550 de 17 de outubro de 2008 só tornou obrigatória estas informações a partir do terceiro trimestre de 2008. As demonstrações financeiras são preparadas e são responsabilidade da

---

<sup>16</sup> No ITR do 3º trimestre de 2008 a companhia divulgou a sua política financeira para a exposição ao câmbio. Esta devia “respeitar o menor valor entre (i) 20% do patrimônio líquido da Companhia, ou (ii): para os três meses seguintes à data-base o limite de até 10 dias de exportação e/ou para os 12 meses seguintes à data-base, 50% da geração líquida de caixa”.

<sup>17</sup> Este detalhe consta da seção 15c do Relatório 20-F arquivado em 30 de junho de 2009 nas SEC.

companhia. Contudo, no dia a dia da preparação delas, é sabido que os auditores revisam e fazem muitas sugestões de redação e de divulgação de informações. Dada a relevância dos contratos, informar apenas a existência dos contratos sem dar indicações do risco subjacente não é suficiente. Será que estamos diante de um caso de captura do auditor pelo vigiado? Além disso, não passou despercebido o fato do sócio da auditoria externa que assinou o relatório de auditoria do 2º trimestre de 2008 da companhia ser diferente daquele que assinou o relatório do 3º trimestre, que também foi diferente do sócio que assinou o relatório para o ano de 2008<sup>18</sup>. Os relatórios de auditoria de todo o período bem como o relatório de controle interno sobre as demonstrações financeiros exigido pela SOx foram emitidos sem ressalva e sem menção de qualquer fraqueza material nos controles internos.

Em relação aos analistas, a julgar pelo comportamento brusco do preço da ação após o fato relevante, é possível conjecturar que a exposição da companhia era desconhecida pelo mercado. De outra forma, o preço do papel já teria se ajustado assim que o Real começou a depreciar. Não seria necessário esperar o fato relevante. A Diretoria de Relação com Investidores da Companhia colaborou para tal desconhecimento. Até o 2º trimestre de 2008, a companhia era muito econômica a respeito da contribuição dos contratos derivativos para o resultado da companhia. A única menção a derivativos no comunicado ao mercado (*press release*) foi a seguinte:

“No primeiro semestre de 2008, o resultado (financeiro) foi de R\$ 24,6 milhões, enquanto no mesmo período de 2007 foi de R\$ 3,8 milhões negativos. Este resultado é decorrente principalmente de dois fatores. Primeiro da redução dos juros sobre aplicações financeiras aonde houve reduções no valor aplicado. Segundo o efeito cambial que resulta da variação de moedas sobre ativos e passivos expostos e **hedge**” (ênfase da autora).

Em nenhum momento a companhia comentou a importância do resultado dos contratos derivativos para o lucro da empresa como um todo em 2006, 2007, e no primeiro semestre de 2008. Pelo contrário, ao se referir a esses contratos referiu-se a eles como sendo de proteção ou “hedge”. Para um leitor desavisado, ou que não tenha o cuidado de ler as notas explicativas até o final, a importância dos contratos derivativos passaria despercebida. Contudo, o evento não deixa de colocar em xeque o cuidado dos analistas de mercado ao examinarem os relatórios das companhias. O resultado financeiro positivo de uma empresa endividada deveria suscitar ao analista a curiosidade de ler as notas explicativas pertinentes que, conforme vimos acima, tinham elementos para que o analista/mercado contestasse a companhia sobre as suas práticas de risco.

O comentário dos resultados referente ao segundo trimestre de 2008 informou que uma agência de risco havia elevado a nota de risco de crédito da Sadia de BB para BB+, um nível abaixo do grau de investimento, refletindo a maior estabilidade das margens da companhia, bem como as medidas tomadas para proteger o fluxo de caixa nos últimos anos. Será que a agência de risco percebeu que parte desta estabilidade era devido à alocação de ganhos financeiros derivativos na receita bruta? O momento da elevação da nota não poderia ter sido mais inoportuno. A nota de crédito atual da companhia é B. A nota de risco de uma companhia é importante para

---

<sup>18</sup> Aparentemente o sócio que assinou o relatório de auditoria de junho de 2008 aposentou-se.

determinar o volume de crédito dela. Por exemplo, os valores das margens em contratos derivativos bilaterais aumentam em caso de redução das notas de crédito, conforme a nota explicativa 5 do relatório 20-F de 2008 arquivado na SEC em 30 de junho de 2008. A companhia mantinha R\$ 2 bilhões na forma de depósitos em margem e fiança bancária ao final de 2008 por conta de ajustes envolvendo contratos derivativos.

Embora não se possa falar de fraude no caso, como estabelecer o limite entre a má administração e a negligência/imprudência? Caso se conclua que houve imprudência e/ou negligência de administradores e auditores, há remédios na legislação brasileira para atuar sobre os responsáveis? Estes pontos serão abordados na próxima seção.

### **A Legislação e a Governança Corporativa no Brasil**

Inicialmente, é importante destacar uma diferença entre o sistema brasileiro e o americano. No Brasil, não há ações de responsabilidade civil coletivas de natureza privada (*class actions*) por parte de investidores que buscam reparações para si contra as companhias e outros que participaram de algum ato ilícito. No Brasil, há a Lei Nº 7.913 de 7 de dezembro de 1989 que dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Nesta ação, o autor será sempre o Ministério Público, que poderá ajuizar uma ação por sua iniciativa ou a pedido da CVM. O art. 1º desta lei dispõe que se pode buscar ressarcimento de danos causados aos investidores decorrentes de

“I - operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários”;

II - operação envolvendo negociação de valores mobiliários com informação privilegiada (*inside trading*);

“III - omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa”

As importâncias decorrentes da condenação reverteriam para os investidores prejudicados que serão convocados por edital (art. 2º). No conhecimento da autora, há um ou outro caso ajuizado com base no inciso II acima, mas o Ministério Público, por iniciativa própria, ou a pedido da CVM, não ajuizou ações públicas coletivas com base nos incisos I ou III acima.

O sistema legal brasileiro permite ainda o ajuizamento de Ação de Responsabilização Privada contra administradores de companhias (art. 159 da Lei das Sociedades por Ações - LSA). A competência para ajuizar a ação é da própria companhia, após prévia autorização da assembléia geral. Contudo, se a assembléia decidir não promover a ação, acionistas titulares de pelo menos 5% do capital social da companhia podem fazê-lo. Diferentemente da *class action* americana, eventual dano pago pelo(s) réu(s) reverte para os cofres da companhia e não para os acionistas. Estes últimos apenas têm os seus custos legais pagos pela companhia. Esse tipo de ação também existe no direito norte-americano e é chamada de *derivative suit*.

A ação de responsabilidade do administrador não é comum no Brasil, provavelmente devido aos altos custos e ao fato de que o pagamento pelo dano reverte para a companhia e não para o acionista prejudicado. Na prática, apenas investidores institucionais teriam capacidade para tal ação contra os

administradores de empresas abertas. Finalmente, observe-se que a ação é contra a pessoa física do administrador. Em poucos casos, o indivíduo indiciado terá de fato recursos para indenizar uma perda maior sofrida pelo acionista. Restaria apenas o cunho educador da ação.

A LSA dispõe sobre os deveres e responsabilidade do administrador na condução da sociedade. Assim, o administrador (incluindo o membro do conselho fiscal e de qualquer comitê) deve agir com diligência (art. 153), finalidade (art. 154), lealdade (art. 155), e isenção (art. 156). O administrador tem ainda o dever de informar certos fatos ao mercado (art. 157). O caso da Sadia coloca em foco o dever de diligência assim definido no art. 153:

“O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo, costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

Não há espaço aqui para discutir os deveres do administrador, em particular discorrer sobre o dever de diligência.<sup>19</sup> Cabe discutir apenas o que o órgão regulador do mercado, a Comissão de Valores Imobiliários, entende ser comportamento diligente. O entendimento da CVM está disposto nos votos de processos administrativos sancionadores e é baseado na jurisprudência americana. O voto seminal sobre o dever de diligência no Brasil foi prolatado por Pedro Oliva Marcílio de Souza em março de 2006<sup>20</sup>. Conforme explicou Marcílio de Souza, existe uma preocupação do judiciário americano em não entrar no mérito da decisão da administração *a posteriori*, pois uma revisão posterior da decisão tem mais elementos do que a decisão tomada em sua data original e porque uma decisão não pode ser analisada fora de seu contexto. Observe-se que se as decisões do administrador fossem corriqueiramente revistas pelo judiciário ou pelo órgão regulador, o administrador teria um comportamento muito conservador, prejudicando a companhia e a própria inovação econômica. Assim sendo, se alguns cuidados forem tomados pelo administrador, o judiciário americano não admitirá a revisão da decisão do administrador. Para se proteger de alegações de que faltou com o dever de diligência, o administrador deve agir sob os seguintes princípios:

- (i) Decisão informada. O administrador baseou-se em informações necessárias à sua decisão. Estas informações podem ter sido fornecidas por funcionários, diretores ou terceiros contratados;
- (ii) Decisão refletida. O administrador tomou a decisão a partir da análise e reflexão das alternativas possíveis, documentos, estudos etc.
- (iii) Decisão desinteressada. A decisão não trazia um benefício direto ou indireto para o administrador. Se houver conflito, aplica-se o princípio do dever de lealdade (art. 155 e art. 156 LSA).

Estes princípios formam a “Regra de Decisão Negocial”, semelhante à *Business Judgment Rule* americana. Com a regra, presume-se que as decisões tomadas pela administração de uma companhia foram de boa-fé, informadas e no melhor interesse da companhia. Note-se que esta regra não

---

<sup>19</sup> Para uma discussão sobre o assunto ver CARVALHOSA (2003, PP. 265-370).

<sup>20</sup> Ver Processo Administrativo Sancionador (PAS) CVM No. RJ2005/1443, disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Outros processos que abordam o tema são o PAS No. 25/03; PAS No. 21/04 e o PAS No. 08/05.

cobre os casos nos quais o administrador alega desconhecimento ou falta de competência. Nestes casos, a decisão do administrador pode ser julgada.

Portanto, o interessado em questionar a decisão do administrador e responsabilizá-lo, terá que demonstrar que algum desses três pontos acima foi violado. No caso específico da Sadia, admitindo que a decisão da administração tenha obedecido à Regra de Decisão Negocial, é possível falar de imprudência que fira a regra básica do cuidado de um homem probo do art. 153 e permita a punição dos administradores pela CVM? Ou ainda, pode-se falar da omissão de agir por parte dos administradores após a publicação das demonstrações financeiras do 2º trimestre de 2008 quando o aumento do risco financeiro por alavancagem estava evidente? São questões que só uma investigação pelo Regulador poderá responder.

### **A Governança Corporativa no Brasil no Pós-Crise**

O episódio dos derivativos no Brasil foi um caso grave de falha da governança interna das companhias e dos *gatekeepers* de mercado que não perceberam o risco financeiro dessas companhias até que os fatos relevantes fossem publicados;

Um dos pontos que mais chama a atenção nos dois casos de grandes perdas com derivativos no Brasil é o fato deles terem ocorrido em sociedades de controle definido. Isto significa que o próprio controlador correu o risco e foi quem também sofreu a maior parcela da perda. O conselho de administração de uma companhia tem dois papéis principais: o monitoramento e a gestão no sentido de fixar a orientação geral dos negócios (art. 142 da LSA). A composição de um conselho de administração leva em conta as necessidades de cada companhia em particular. Dependendo, por exemplo, da estrutura de controle de uma companhia, será mais necessário mais monitoramento relativamente à gestão ou vice-versa. Numa empresa com controle de capital pulverizado, o conflito de agência se dá entre os diretores executivos, responsáveis pela gestão, e os acionistas. Este é o caso das grandes corporações americanas em que escândalos envolvendo benefícios exagerados para os seus próprios executivos, por exemplo, foram alvo de atenção recente do regulador e do legislativo. Por outro lado, se uma companhia tem controle concentrado definido, o conflito se dá basicamente entre o acionista controlador e o acionista minoritário. Este é o caso brasileiro no qual 90% das companhias abertas têm controle definido, sendo comum operações societárias ganharem as páginas dos jornais devido à disparidade de tratamento entre o acionista controlador e o minoritário<sup>21</sup>. Em princípio, sociedades com controle definido requerem menos monitoramento do que sociedades com capital pulverizado. Afinal, os acionistas controladores não deixariam os executivos tomarem riscos excessivos, pois a perda seria do patrimônio do próprio acionista, além deste último ter todo interesse numa auditoria de qualidade para evitar fraudes. Os casos da Sadia e da Aracruz mostram que nem sempre a regra geral se aplica. Como explicar o ocorrido?

- (i) Houve falta de compreensão dos riscos envolvidos; e/ou
- (ii) Houve falta de diligência por parte dos responsáveis pelo acompanhamento do risco e das demonstrações financeiras; e/ou

---

<sup>21</sup> Ver Carta Leblon 2 da LEBLON EQUITIES *apud* Bovespa, CVM e Prof. Alexandre Di Miceli.

- (iii) O risco era sabido, mas o ganho era tentador e, em um momento de estabilidade econômica, a aversão ao risco é completamente abafada e substituída pelo entusiasmo dos ganhos fáceis.

O que fazer para evitar novos casos? Podemos analisar a pergunta sob três óticas, a do regulador (CVM); a dos *gatekeepers*, e a da governança interna da companhia.

Se o regulador eventualmente concluir que houve falta de diligência dos administradores, há remédios na LSA para tratar o caso da mesma maneira que a punição dos administradores da Enron não precisou esperar pela passagem da SOx. As multas sancionadoras e a proibição do exercício de cargo de administrador em companhias abertas são punições que podem ser aplicadas pela CVM. Além disso, a CVM tem poderes para exigir maior divulgação da política de risco financeiro das companhias.

Em relação aos *gatekeepers*, algumas das regras impostas pela SOx, já são adotadas no Brasil (p.ex. a explicitação dos contratos de consultoria dos auditores externos e a divulgação de regras de conflitos para os analistas) e outras estão sendo consideradas, como a revisão da Instrução CVM no. 202 ora em discussão que propõe a adoção no Brasil de certificação pelo CEO e CFO semelhante a da SOx.

No entanto, não se discute no Brasil a qualidade da auditoria externa e das demonstrações financeiras das companhias abertas. Não está se propondo aqui a criação de algo semelhante ao *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) americano. Mas é preciso avaliar se a qualidade dos serviços de auditoria no Brasil está adequada às necessidades do mercado. Aliás, um bom teste será a avaliação que será feita pelo PCAOB em 2009 sobre a qualidade da auditoria externa feita em companhias brasileiras listadas na Bolsa de Nova Iorque. Caso sejam apontados problemas, uma comissão coordenada pela CVM poderia patrocinar um estudo mais aprofundado a respeito do assunto. Por outro lado, em relação à auto-regulação das associações de classe dos contadores no Brasil, há um longo caminho a ser percorrido. Para isso, basta olhar o que há sobre processos sancionadores das associações de classe sobre seus associados no Brasil (site do Conselho Federal de Contabilidade) e o seu similar americano (AICPA). Se a auto-regulação não funciona, será preciso maior intervenção regulatória do Estado sobre estes importantes *gatekeepers*, por exemplo, exigindo-se uma prova de conhecimento mínimo para o exercício da profissão em companhias listadas em bolsa.

Quanto aos analistas de mercado, o episódio coloca em questão o cuidado na análise dos resultados financeiros das companhias. A julgar pelo comportamento das ações, o mercado estava pouco informado sobre os riscos aos quais essas companhias estavam expostas. O mercado via os ganhos expressivos, mas não estava atento ao risco associado para obter tais ganhos. O episódio sugere que o treinamento dos analistas em questões complexas como derivativos deve ser reforçado.

E se eventual inquérito da CVM concluir que o caso é de simples e pura “má administração”. O que pode fazer o investidor brasileiro prejudicado se discordar da opinião da CVM? Praticamente nada, pois não há no Brasil o equivalente da controvertida *class action* privada americana. Por outro lado, a ação de responsabilidade brasileira sobre os administradores é uma luta inglória para o investidor, exceto para os grandes fundos de pensão e fundos

mútuos que poderiam partir para uma ação desta natureza nem que fosse apenas para obter efeitos educativos e demonstrativos, pois o resultado na prática é muito pequeno já que dificilmente um administrador de companhia teria recursos para cobrir tamanho prejuízo. Como é conhecido no mercado americano, a única solução para um caso deste é a venda das ações em bolsa com prejuízo.

Para os administradores de companhias abertas, ficam algumas recomendações. Primeiro, e o mais importante, o responsável pelo controle do risco não pode estar subordinado ao responsável pela tomada de risco. Segundo, os comitês de auditoria e/ou conselhos fiscais devem ter o preparo e a diligência necessários ao exercício do cargo. As atas das reuniões devem mostrar que as perguntas que incomodam foram feitas e respondidas pelos responsáveis pela auditoria. É importante que fique demonstrado o dever de diligência daqueles que estão na linha de frente. O administrador ao admitir que não sabia do que se passava (quando os fatos estavam nas demonstrações financeiras) ou que não tinha competência são fatos que configuram culpa. Terceiro, o conselho de administração deve estar ciente das práticas contábeis críticas da companhia e que trazem risco contábil-financeiro, além de entender as variáveis-chaves para o resultado da companhia. Por fim, a comunicação ao mercado por parte dos departamentos de relações com investidores deve ser clara e coerente com os resultados obtidos. Omitir ganhos financeiros substanciais com derivativos certamente é um erro e expõe a companhia, caso a tomada de risco seja prejudicial à companhia.

### **Conclusões**

Todos fazem uma pergunta: é preciso mudar algo na legislação para evitar a recorrência desses fatos? A resposta é: não. O *animal spirit* dos administradores pode sempre levar uma companhia a tomar um risco exagerado, simplesmente especulando e o resultado ser fatal. O que é preciso, no entanto, é que a “especulação” seja informada e conhecida dos *gatekeepers* que devem levar as informações de forma clara aos investidores. Esses têm que ter meios de facilmente compreender a política de risco da companhia. Esta última por sua vez não pode informar que só tem derivativos para hedge quando este não é o caso e omitir qualquer informação a respeito em seus comunicados para o mercado. É preciso transparência e para isso não é necessário mudança de lei. A própria proposta de alteração da Instrução 202 da CVM em andamento no momento em que este artigo era escrito, pode levar a uma melhor divulgação desses pontos pelas companhias, ao obrigar a divulgação de certas informações sobre a política de risco das companhias que antes eram opcionais ou não requeridas.

Caso a CVM conclua que houve culpa no exercício do cargo de administrador, os responsáveis devem ser devidamente punidos pela autarquia para que o exemplo seja dado. É necessário também avaliar a qualidade do trabalho dos *gatekeepers*, em particular dos auditores externos. Um estudo sobre o assunto seria importante e o seu ponto de partida pode ser a análise do PCAOB americano programado para 2009 sobre os auditores que fazem auditorias de companhias brasileiras listadas em Nova Iorque. Caso se conclua que melhoras são necessárias, uma possibilidade é exigir uma prova de conhecimento mínimo para os auditores que lidam com companhias abertas.

Embora isto possa elevar o custo das auditorias, o retorno pode ser substancial.

Em suma, é preciso mais transparência e que a informação chegue com qualidade ao seu destinatário final: os investidores.

#### **BIBLIOGRAFIA**

BRATTON, William W. *Enron and the Dark Side of Shareholder Value* in “Corporate Governance – Law, Theory and Policy”, editado por Thomas W. Joo. Carolina Academic Press, Durham, North Carolina, 2004.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 3º Volume, Artigos 138 a 205; 3ª edição. Editora Saraiva: São Paulo, 2003.

COATES IV, John C. *The Goals and Promise of the Sarbanes-Oxley Act* in “Journal of Economic Perspectives”, vol. 21, no. 1, *Winter 2007*, pp. 91-116.

COFFEE JR., John C. *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*. Columbia Law School Working Paper No. 207, julho 2002. Disponível em julho 2009 em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=325240](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=325240)

IUDÍCIBUS, Sérgio de, MARTINS, Eliseu e GELBECK, Ernesto Rubens. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações (Aplicável às Demais Sociedades)*, 6ª edição, FINECAFI, Editora Atlas, São Paulo, 2003.

MITCHELL, Lawrence E. *The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance* in “Corporate Governance – Law, Theory and Policy”, editado por Thomas W. Joo. Carolina Academic Press, Durham, North Carolina, 2004.

PRICEWATERHOUSECOOPERS LLP. *Securities Litigation Study – 2008*. Disponível em 30 de maio de 2009 em: [www.10b5.com](http://www.10b5.com).

Tabela 1 – Sadia – Indicadores de Risco e Financeiros

	Valores em R\$ mil						
	DFP 2006	DFP 2007	ITR 1T08	ITR 2T08	ITR 3T08*	DFP 2008	1T09
<b>1. VaR a 5%</b>	<b>96.735</b>	<b>98.726</b>	<b>187.711</b>	<b>241.710</b>	<b>2.783.889</b>	<b>974.094</b>	<b>188.497</b>
% do Patrimônio Líquido	3,93%	3,39%	6,10%	7,68%	117,27%	237,07%	106,51%
<b>2. Valor Nominal Derivativos Original</b>	<b>2.268.242</b>	<b>2.959.753</b>	<b>4.743.807</b>	<b>6.935.007</b>	<b>12.952.631</b>	<b>8.415.001</b>	<b>3.462.894</b>
2.1. Swap de taxa **	534.500	797.085	1.324.370	1.208.900	1.213.465	699.000	694.560
2.2. Swap de moeda	22.284	9.376	6.437	3.607	-	-	-
<b>2.3. Futuro de moeda posição líq vendida</b>	<b>358.910</b>	<b>405.500</b>	<b>813.000</b>	<b>3.172.500</b>	<b>132.500</b>	<b>(1.242.667)</b>	<b>(640.000)</b>
Vendida	655.184	1.104.396	2.060.500	4.295.000	4.135.833	2.536.667	1.064.167
Comprada	296.274	698.896	1.247.500	1.122.500	4.003.333	3.779.334	1.704.167
<b>2.4. Opções de dólar, posição líquida comprada</b>	<b>-</b>	<b>350.000</b>	<b>95.000</b>	<b>295.000</b>	<b>1.800.000</b>	<b>700.000</b>	<b>-</b>
Posição vendida	380.000	-	5.000	5.000	-	-	-
Posição comprada	380.000	350.000	100.000	300.000	1.800.000	700.000	-
<b>3. Passivo líquido em moeda estrangeira</b>	<b>473.412</b>	<b>467.573</b>	<b>605.348</b>	<b>783.471</b>	<b>2.358.099</b>	<b>4.289.806</b>	<b>4.879.361</b>
<b>4. Resultado derivativos Reconhecido - Futuros</b>	<b>150.645</b>	<b>129.452</b>	<b>79.794</b>	<b>152.263</b>	<b>n.d</b>	<b>(2.365.813)</b>	<b>(783.383)</b>
4.1. Receita bruta operacional	568	140.579	49.282	129.581	n.d	185.442	n.d
4.2. Resultado financeiro	150.077	(11.127)	30.512	22.682	n.d	(2.551.255)	n.d
<b>5. Resultado derivativos não reconhecido - Futuros</b>	<b>41.297</b>	<b>141.713</b>	<b>307.559</b>	<b>326.110</b>	<b>(630.253)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
5.1. Receita bruta operacional	15.018	98.329	180.673	172.301	(149.627)	-	-
5.2. Resultado financeiro	26.279	43.384	126.886	153.809	(480.626)	-	-
6. Receita Bruta	7.940.480	9.843.953	2.603.061	5.521.676	8.671.985	12.191.896	2.862.535
<b>7. Despesa (-)/Receita (+) financ. Líquida</b>	<b>59.871</b>	<b>(36.587)</b>	<b>36.756</b>	<b>24.582</b>	<b>(1.189.423)</b>	<b>(3.892.336)</b>	<b>(260.041)</b>
8. Lucro antes do IR/CSLL	414.654	787.936	190.531	319.956	(694.788)	(2.484.834)	(318.842)
9. Dívida Bruta	3.885.420	3.677.729	4.074.711	4.155.622	7.491.139	8.549.136	8.007.032
10. Caixa + títulos e val. Mob de CP+LP)	2.550.602	2.505.351	2.334.925	2.005.205	3.533.208	3.779.660	2.366.254
Dos quais margem e fiança bancária	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	970.157	1.966.486	1.093.733
<b>11. Dívida líquida</b>	<b>1.334.818</b>	<b>1.172.378</b>	<b>1.739.786</b>	<b>2.150.417</b>	<b>3.957.931</b>	<b>4.769.476</b>	<b>5.640.778</b>

Nota: \* posição nominal original. A companhia a partir do 3º trimestre de 2008 passou a divulgar o nominal exposto o qual leva em conta a probabilidade de exercício do nominal contratado com base na curva futura do dólar. Para comparação com os anos anteriores, estamos colocando o nominal original. Para não poluir mais esta Tabela, os valores não-realizados com contratos de swap não são apresentados.

\*\* A partir do 3T08, o valor da base informado em USD foi transformado em R\$ pela taxa de câmbio daquela demonstração financeira.

Fonte: Demonstrações financeiras da companhia arquivadas na CVM [demonstrações financeiras padrão (DFP) e informe trimestral (ITR)].