

POLITICA DE REDUÇÃO DO RISCO CAMBIAL POR MEIO DE DERIVATIVOS:

ANÁLISE AMOSTRAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Marcus Vinícius Lima¹
 Márcio Paulino de Paiva²

RESUMO

O presente trabalho busca verificar através de uma amostra de quatro empresas a utilização dos derivativos como ferramenta de controle do risco cambial. Serão apresentadas as informações pertinentes ao mercado de capitais: como ele é constituído e o que é negociado. Os principais derivativos cambiais e a utilização pelas empresas no decorrer de 5 (cinco) anos. Para as empresas que possuem negócios no mercado exterior a influência da alta volatilidade das taxas de câmbio gera um risco grande em seus ativos e a forma que elas lidam com esse tipo de risco será determinante para os seus ganhos. As operações de Hedge são comuns em empresas multinacionais e os derivativos como swap e contratos futuros de moeda constituem uma estratégia para combater o risco cambial. Neste artigo serão apresentados os resultados retirados das demonstrações financeiras de 4 empresas e poderá ser verificado a utilização do mercado de capitais com este intuito e identificar o crescimento desta estratégia em empresas nacionais.

Palavras-chaves: Derivativos. Risco cambial. Mercado de capitais. Hedge.

POLITICS OF REDUCING RISK CURRENCY DERIVATIVES BY MEANS:

SAMPLE ANALYSIS OF BRAZILIAN

ABSTRACT

This study aims to verify through a sample of four companies the use of derivatives as a control tool of currency risk. The relevant information on the capital market will be presented, how it is made and what is negotiated. The main foreign

¹ Aluno do Curso de Pós-Graduação em MBA em Administração Financeira do Centro Universitário do Rio Grande do Norte (UNI-RN). E-mail: adm.marcus@hotmail.com

² Professor Mestre. Orientador do Curso de Pós-Graduação em Administração Financeira do Centro Universitário do Rio Grande do Norte (UNI-RN). E-mail: mpdp@umich.edu

exchange derivatives and the use by companies in the course of 5 (five) years. For companies that have business in the overseas market the influence of changes in exchange rates creates a big risk on their assets and the way they deal with this risk will guide your winnings. Hedge operations are common in multinational companies and derivatives such as swaps and currency futures contracts constitute a strategy to combat currency risk. This paper will present the results drawn from the financial statements of four companies and you can check themselves to use the capital markets for this purpose and identify the growth of this strategy in domestic companies.

Keywords: Derivatives. Currency Risk. Capital markets. Hedge.

1 INTRODUÇÃO

Em ambientes de grande flutuação de câmbio, empresas que trabalham com o mercado internacional são afetadas pela variação cambial, este por sua vez representa um risco para o andamento da empresa, e no tocante à formação de preço, o valor da moeda estrangeira entra cena, influência e pode inviabilizar uma negociação em função do seu valor. A Gestão deste risco se torna um diferencial estratégico na gestão financeira da organização.

Foi necessário, para tanto, estabelecer estratégias para proteção das organizações frente ao risco cambial, tanto nas operações de compra como nas de vendas de produtos a clientes no exterior. Estas estratégias de proteção são denominadas de hedge. Elas consistem em operações que protegem mercadorias ou ativos financeiros contra oscilações bruscas nos preços as quais podem ser representadas pela troca de rentabilidades de diversos indicadores de mercado ou por meio de fixação de preços futuros.

A comercialização dos derivativos é realizada junto com outros ativos e estes formam o Mercado de Capitais. Segundo Assaf Neto (2009) este é uma grande fonte de recursos para investimento e assume um papel relevante no desenvolvimento econômico.

Assim este artigo visa verificar, especificamente, o uso do mercado de capitais e mais precisamente o uso de Derivativos como ferramenta para gestão do risco cambial de uma amostra de empresas nacionais que possuem operações no

mercado internacional.

1.1 PROBLEMA

Em um período de grande oscilação de moedas estrangeiras e principalmente o dólar, o risco de câmbio se apresenta como um ponto de atenção às empresas que negociam no mercado internacional e dentre as estratégias que possam vir a existir a utilização do mercado de derivativos pode ser uma resposta plausível para o controle de tal risco.

No âmbito Nacional, a moeda Brasileira passa por uma grande oscilação, o que implica que neste cenário, identificar o quanto as empresas utilizam do mercado de derivativos é relevante à compreensão do funcionamento das suas estratégias financeiras, e se constatará um mercado de capitais como uma ferramenta estratégica.

Assim a problemática se dá da seguinte forma: “As empresas nacionais que são ativas no mercado internacional utilizam o mercado de capitais como ferramenta de proteção ao risco cambial?”.

1.2 OBJETIVOS GERAIS

Identificar com análises de dados históricos à utilização de derivativos cambiais através de uma amostra de empresas e o crescimento deste no decorrer dos anos. Buscando constatar um pensamento estratégico na gestão deste tipo de risco.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A partir deste tópico, este artigo irá revisar os temas pertinentes ao estudo como Mercado financeiro, Mercado de Capitais, Derivativos, e os instrumentos como o Hedge cambial e Swap. Além de rever os conceitos de mercado de câmbio e risco cambial.

2.1 MERCADO FINANCEIRO

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é constituído por um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas que atuam por meio de diversos instrumentos financeiros e têm como finalidade intermediar na captação de recursos, distribuição e transferência de valores entre os agentes econômicos, em condições satisfatória para o mercado financeiro que é regulado e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil (BCB ou BACEN) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que são subordinados ao Conselho Monetário Nacional (CMN) (HOJI, 2010, p. 38).

O mercado financeiro é uma conceituação bastante abrangente do sistema financeiro, sendo assim um conjunto de instituições financeiras que se dedicam, de alguma forma, ao trabalho de proporcionar aos poupadore e investidores condições que satisfaçam a manutenção de um fluxo de recursos. No mercado financeiro são processadas transações, permitindo um agente econômico qualquer (individuo ou empresa), que possui disponibilidade de poupança (denominado agente superavitário), a contatar com outro que não possui essa disponibilidade (denominado agente deficitário) (FORTUNA, 2008, p.16).

É possível encontrar diferentes classificações para o mercado financeiro, levando-se em conta, principalmente, os prazos das operações, segundo Gitman (2004, p. 19) “os dois mercados financeiros básicos são o mercado monetário e o mercado de capitais”.

No mercado monetário são realizadas as operações de curto e curtíssimo prazo e são negociados, principalmente, os papéis emitidos pelo Banco Central, os emitidos pelo Tesouro Nacional e diversos títulos emitidos pelos Estados e Municípios, permitindo o controle da liquidez monetária da economia. No mercado de capitais são realizadas as operações de longo e indeterminado prazos, é considerado uma grande fonte de recursos para investimentos da economia, apresentando forte ligação entre agentes superavitários e os investidores de recursos de longo prazo (GITMAN, 2004, p. 19).

2.2 MERCADO DE CAPITAIS

Segundo Pinheiro (2005) o mercado de capitais surgiu quando o mercado de crédito não supriu às necessidades financeiras inerentes as atividades produtivas. Assim, sua finalidade é financiar atividades produtivas e o capital de giro a médio e

longo prazo. Segundo o autor este representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que objetiva a capitalização das empresas e da liquidez aos títulos emitidos por eles.

Andrezo (2006, p. 1-3) coloca que:

O mercado de capitais é um conjunto de instituições financeiras e agentes econômicos, envolvidos em operações de prazo médio, longo ou indeterminado, onde esses agentes negociam títulos e valores mobiliários, nas bolsas de valores e mercado de balcão.

Para Gitman (2004, p. 21), “a espinha dorsal desse mercado é formada pelas várias bolsas de valores que oferecem um local para a realização de negócios com debêntures (obrigações) e ações”. Entretanto esses instrumentos são negociados no mercado primário e secundário. No primário, as empresas com necessidade de suprir capital para seu caixa, emitem as ações e os títulos de crédito e adquirem recursos novos, esses ativos automaticamente são transacionados no mercado secundário através dos operadores. E diferentemente do mercado de crédito, no mercado de capitais o crédito é concedido aos emissores pelos próprios investidores, que adquirem ações e os títulos de crédito (HOJI, 2010, p. 31).

Assim, entende-se o mercado de capitais como um instrumento de captação de recursos, de médio e longo prazo diretamente com os agentes investidores e sem intermédio de bancos, sendo esta a diferença básica frente ao mercado financeiro e que torna este tipo de captação mais barata.

2.3 MERCADO A TERMO

Assaf Neto (2009. p.785-786) sintetiza o mercado a termo como sendo o local onde são realizadas operações de compra e venda de contratos de ativos, com liquidação em data futura sendo formalizado previamente o seu preço tal como é praticado no mercado e mais uma taxa. Eles podem ser de compra no qual o comprador se obriga a pagar o preço acordado e receber o ativo-objeto e pode ser de venda, no qual o vendedor tem por obrigação receber o valor acertado previamente com o comprador e realizar a entrega física do ativo-objeto do contrato.

2.4 MERCADO FUTURO

Sobre esse mercado, Assaf Neto (2009, p. 786) expõe que este se apresenta como um aperfeiçoamento do mercado a termo, onde são negociados os contratos futuros de ativos. Eles seguem a mesma definição do contrato a termo, sendo a operação a futuro admitida como uma variante de uma operação a termo. Formalmente, no mercado futuro são negociados contratos de compra e venda de ativo-objeto, envolvendo um preço previamente combinado entre as partes, e prevendo uma liquidação em uma data futura.

Neste contexto, os contratos a termo e futuro representam um derivativo de algum ativo-objeto juntamente com os swaps, notas estruturadas, notas com taxa de juros flutuante e grande quantidade de outros contratos (BRIGHAM, 2007). O mesmo autor diferencia os dois tipos de contratos, sendo três as diferenças mais importantes:

1. Contratos futuros são “atualizados pelo mercado” em base diária, o que significa que são monitorados os ganhos e perdas, e deve ser investido dinheiro para cobrir perdas. Isso reduz o risco de inadimplência que existe nos contratos a termo.
2. Com futuros, a entrega do ativo-objeto quase nunca é feita – as partes simplesmente pagam com dinheiro a diferença entre o preço contratado e o preço real na data de expiração.
3. Os contratos futuros são geralmente instrumentos padronizados negociados em bolsas, enquanto os contratos a termo geralmente são feitos sob medida, negociados em duas partes, e não são comercializados após eles terem sido firmados.

2.5 DERIVATIVOS

Derivativo é um instrumento cujo preço de mercado deriva de outro ativo ou contrato. É negociado no mercado de derivativos e são classificados como Derivativos os contatos a termo, futuros, operações de swaps e opções (ASSAF NETO, 2009).

O seu uso pode proporcionar uma proteção às empresas contra diversos riscos. Ocorre quando se assume uma posição, compra ou venda, contraria a mantida em outro mercado proporcionando uma compensação pelas duas posições assumidas (hedge) (ASSAF NETO, 2009, p. 784).

Ainda sobre o uso dos Derivativos como instrumento de redução do risco Hoji (2010, p. 35) expõe:

O rápido desenvolvimento tecnológico em informática e telecomunicações

nos últimos anos contribuiu significativamente para a globalização do mercado financeiro. Com consequência, houve um crescimento acelerado do mercado financeiro internacional, com o desenvolvimento de novas técnicas e novos instrumentos financeiros e disseminação do uso de derivativos para minimização de riscos e maximização de rentabilidade.

De acordo com essa passagem as empresas evoluíram sua maneira de pensar e o desenvolvimento dos mercados financeiros proporcionaram alternativas mais baratas para a proteção. Vide uma organização que possui uma dívida em moeda estrangeira, ela pode se proteger de uma exposição da moeda estrangeira através de contratos futuros da moeda a uma paridade conhecida previamente.

No Brasil a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) é o mercado formal para negociar os diversos derivativos. Esta cumpre com as funções básicas de oferecer facilidade para a realização dos negócios e controle das operações.

Bessada (2000, p. 21), aponta como os principais mercados de derivativos:

- Contratos futuros;
- Opções;
- Contratos a termo
- Swaps.

Os contratos futuros representam o “mercado futuro”, e como antes dito representa um aperfeiçoamento do mercado a termo, tendo ajustes diários e em grande parte não são liquidados com produtos físicos. O mercado de opções representa um instrumento em que o comprador garante o direito de compra ou de venda de algo com data pré-determinada, porém sem obrigação de convertê-lo.

Contratos a termo, conforme colocado anteriormente, são contrato de compra e venda de um ativo com liquidação física ou financeira, porém sem ajustes diários. E por fim, os Swaps, que são uma troca de índices entre dois investidores, sem envolver troca de principal.

2.6 MERCADO DE CÂMBIO E O HEDGE

As negociações realizadas no exterior podem envolver muitos aspectos, dentre eles o financeiro, o que impacta diretamente no resultado das empresas. O grande ponto crítico é a variação das moedas no pagamento ou recebimento. Neste contexto o uso de proteção se torna necessário, nesse caso o Hedge, que segundo Silva Neto (1998), objetiva diminuir o risco de determinada posição de caixa,

estoque ou outra operação.

Hull (1994), define o Hedge como uma ferramenta que utiliza mercados futuros com o objetivo de reduzir um determinado risco que possam enfrentar, e que esteja relacionada ao preço de um ativo, sendo ele: taxa de câmbio, ações, petróleo, entre outras.

Ainda para Hull (1994), existem três principais participantes de um mercado futuro:

- Hedgers: negociam e abordam diversas estratégias de contratos futuros, no intuito de proteção de risco;
- Especuladores: Conforme Oliveira e Pacheco (2005), ele é o agente financeiro que entra e sai rapidamente do mercado apostando no comportamento dos preços dos derivativos, buscando obter ganhos nas operações.
- Arbitradores: é o agente econômico que acompanha o desempenho dos preços de ativos e passivos no mercado.

Assim, a decisão de utilizar o hedge está vinculada aos riscos inerentes à empresa, ou seja, essa estratégia visa projetar uma diminuição do risco não desejado e permitir uma lucratividade maior.

Visto, portanto, todos os assuntos pertinentes ao estudo, os dados do próximo tópico irão apresentar o quanto cada empresa utilizou das ferramentas de proteção por hedge, tal como os contratos futuros, operações de swap e opções.

3 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

3.1 AMOSTRA

Através de pesquisa no portal do ministério do comercio exterior, foram escolhidas 4 empresas para *análise* de seu balanço visando identificar os mecanismos de proteção utilizados juntamente com a *análise* de valores absolutos no decorrer de 5 anos, visando *analisar* a progressão dos valores, ademais uma correlação frente ao preço da moeda Dólar, para tentar explicar se a volatilidade da taxa explicaria uma maior utilização de meios de redução de risco cambial.

As empresas utilizadas foram:

- Embraer
- M Dias Branco

- CSN
- Braskem

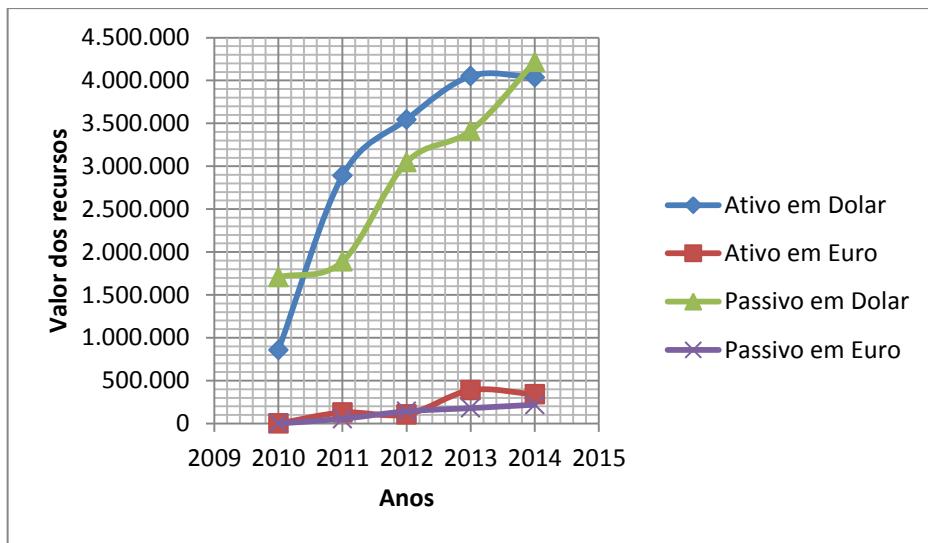
Empresas que estão no mercado internacional e que sofrem com o risco cambial de maneira distinta. A seguir os dados individualizados de cada empresa e sua análise.

3.1.1 Embraer

É uma empresa brasileira do ramo aeroespacial, e ativa no mercado internacional. Para tanto se utiliza de alguns mecanismos para proteção cambial. Segundo as notas explicativas do seu relatório financeiro do terceiro trimestre de 2015: “Os instrumentos derivativos contratados pela Companhia têm o propósito de proteger suas operações contra os riscos de flutuação nas taxas de câmbio e de juros, e não são utilizados para fins especulativos” (EMBRAER, 2011).

A Embraer utiliza alguns mecanismos e o de maior destaque é o Hedge natural, na qual a empresa equilibra seus recebimentos com suas obrigações em moedas estrangeiras. O gráfico a seguir demonstra a variação destes valores desde o ano de 2010.

Gráfico 1 – Variabilidade entre os ativos e passivos da Embraer



Fonte: Notas Explicativas Embraer (2010 à 2014)

O gráfico 1 apresenta a variabilidade entre os ativos e passivos da Embraer, o que denota que a empresa se utiliza do Hedge natural como mecanismo de controle de risco. Pode-se notar que apenas em dois anos os ativos em dólar são sobrepostos pelos passivos o que pode indicar uma exposição maior a volatilidade da taxa do dólar.

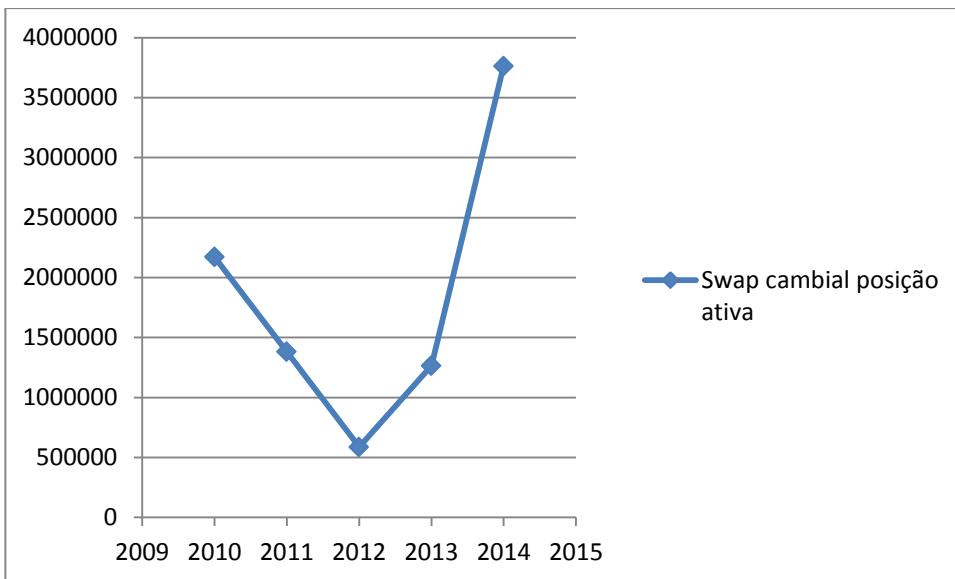
Através da análise das notas explicativas notamos que a empresa usa derivativos da modalidade NDF, como complemento ao hedge natural de seus ativos. No ano de 2012 ela possuía em sua carteira de Fundos de investimentos 21 contratos de dólar futuro com valor unitário de R\$ 2.054,00.

3.1.2 Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)

A companhia utiliza o mercado financeiro para financiar suas atividades, tendo parte de suas dívidas atreladas ao dólar, logo utiliza mecanismos derivativos como proteção para evitar que a flutuação das taxas afete sua demonstração financeira. (Notas explicativas, 2014)

Os dados a seguir demonstram a posição ativa da empresa com contratos de Swap cambial entre os anos de 2010 e 2014.

Gráfico 2 – Swap Cambial Posição Ativa



Fonte: Notas Explicativas CSN (2010 à 2014)

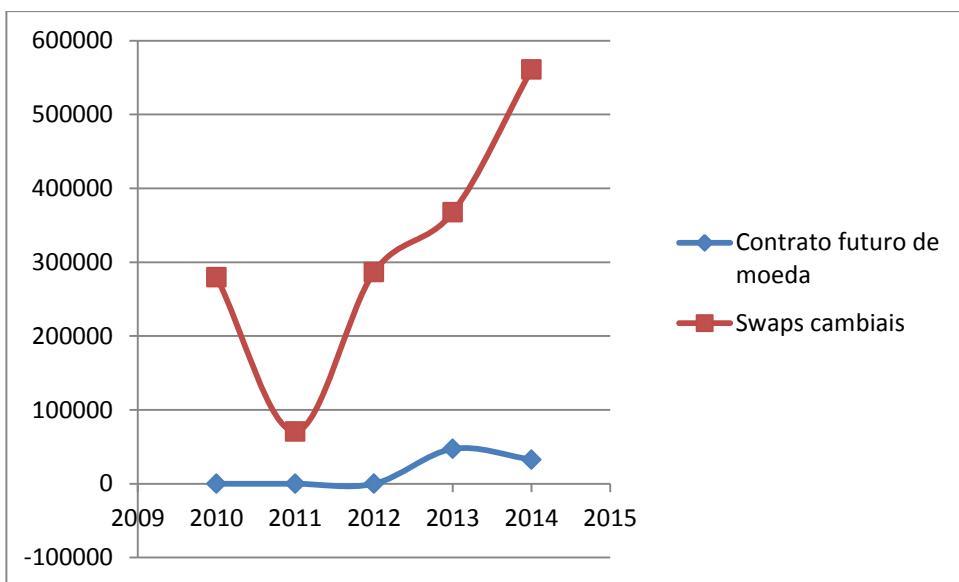
É identificável que a posição da empresa em ativos de Swap se elevou a partir de 2012 indicando um maior financiamento com capital estrangeiro e indicando uma gestão de risco mais focada na proteção. Esses contratos de Swap, alteravam o indicador em que as dívidas estavam atrelados.

A companhia ainda possui atividades de Hedge em 31 de dezembro de 2014 no valor de USD 775.000,00, não verificado em outros anos.

3.1.3 Braskem

Braskem é uma empresa química e petroquímica que possui operações no mercado exterior. Possui operações de financiamento de longo prazo todos indexados ao dólar além de seus negócios estarem diretamente ligados a variação de preço de commodities que usualmente são denominadas em dólar-americano. Segundo sua nota explicativa a Braskem utiliza swaps cambiais e contratos futuros de moeda como proteção a suas operações no mercado exterior, além de um hedge natural. O quadro a seguir aponta a evolução destes derivativos desde o ano de 2010.

Gráfico 3 – Derivativos Utilizados pela Braskem



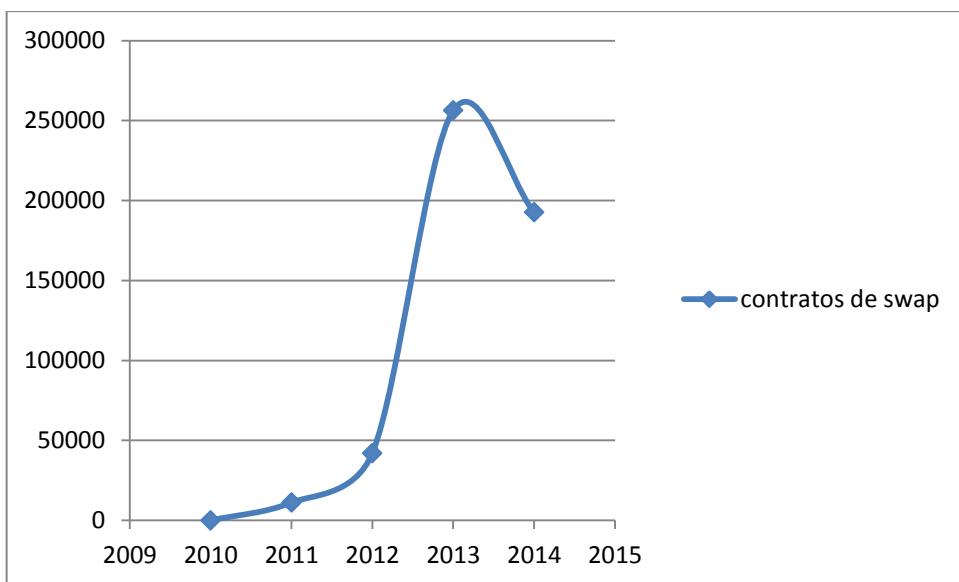
Fonte: Notas Explicativas Braskem (2010 à 2014)

Vê-se que a utilização oscila quanto à utilização de contratos derivativos, na análise da nota explicativa verificou-se que a organização é bem pontual quanto à utilização de derivativos para proteção, ou seja, quando há algum contrato de algumas commodities este realiza uma operação de derivativo. O gráfico denota que os contratos futuros de moeda são utilizados a partir de 2012, sendo recorrente nos demais anos.

3.1.4 M Dias Branco

Empresa do ramo alimentício, que possui atividades em alguns países e o risco de câmbio incide sobre contratos de compra de matéria prima, como trigo, óleo vegetal etc. O gráfico a seguir demonstra o movimento da posição ativa da empresa quanto a contratação de Swaps cambiais.

Gráfico 4 – Contratos de Swap



Fonte: Notas Explicativas M dias Branco (2010 à 2014)

A empresa utiliza derivativos como proteção aos financiamentos indexados em moeda estrangeira para tanto se vê a sazonalidade dos contratos, onde entre 2012 e 2013 houve o maior valor em contratos de swap. Denotando uma política não especulativa, algo visto também nas demais empresas verificadas.

4 CONCLUSÃO

Com o suporte das demonstrações financeiras das quatro empresas, podem-se verificar as diferentes formas com que elas lidam com o risco cambial. Partindo desde o Hedge natural até a utilização de derivativos, que são o objeto de estudo deste artigo.

A Embraer utiliza-se do Hedge natural, outros derivativos foram excluídos ou não tem uma representatividade na sua demonstração financeira. O que demonstra um controle em seus ativos e passivos, ou seja, os seus dispêndios em moeda estrangeira estão lastreados por seus recebimentos na mesma moeda. Além de a empresa, dentre as quatro, ser a que mais possui ativos em moedas estrangeira.

A Companhia Siderúrgica Nacional possui operações com derivativos no controle de risco cambial, em grande maioria são atividades de Swap, logo nota-se uma política estruturada na utilização de capital estrangeiro para financiar o negócio e a troca de indexadores através de contratos de Swap.

A M Dias Branco também utiliza o mercado de derivativos para controle do risco, com o intuito de proteger os preços na compra de matéria-prima, nos últimos anos a empresa teve uma posição ascendente no volume gasto com contratos de Swap.

A Braskem é a única dentre as empresas verificadas que utiliza outro tipo de derivativo, os contratos futuros de dólar e com o mesmo intuito de controle do risco cambial.

Dentre as empresas pesquisadas apenas a Embraer não utiliza o mercado de capitais no controle de seu risco cambial. Ela tem um controle entre seus ativos e passivos em moeda estrangeira praticando um Hedge natural. As demais empresas buscam no mercado de capitais derivativos para construir uma política de proteção ao risco cambial. Foi verificado o uso de contratos futuros de dólar e swaps em grande maioria. Identificou-se também a utilização de contratos de Hedge apenas pela Companhia Siderúrgica Nacional.

As empresas não objetivam ganhos de capital nos seus contratos de derivativos, vide a M Dias Branco que se utiliza dos contratos para reduzir o risco cambial que influencia a sua compra de matéria prima. A Braskem também se utiliza do mesmo mecanismo e possui um crescimento nos valores destinados, algo também identificado em todas as empresas pesquisadas.

Assim, responde-se a questão desta pesquisa e ainda é demonstrado em diversas áreas de atuação o uso de derivativos que podem proteger desde os financiamentos até o preço de matérias primas, indo de empresas estatais até empresas privadas, o que indica uma evolução no uso do mercado de capitais não se restringindo apenas a compra e venda de ações.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andrea Fernandes. **Mercado financeiro:** Aspectos históricos e conceituais. 2. ed. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BESSADA, O. **O mercado de derivativos financeiros.** Rio de Janeiro: Record, 2000.

BRIGHAM, Eugene. WESTON, J. Fred. **Fundamentos da Administração Financeira.** 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

EMBRAER. Notas explicativas da Administração às Demonstrações Contábeis.

Relatório anual de 2011. Disponível em:

<<http://www.embraer.com.br/RelatorioAnual2011/port/df/45.htm>>. Acesso em: 7 mar. 2016.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro.** 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira.** São Paulo: Addison Wesley, 2004.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira e orçamentária.** 8. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

HULL, J. **Introdução aos mercados futuros e de opções.** São Paulo: Cultura, 1994.

LOZARDO, Ernesto. **Derivativos no Brasil: fundamentos e práticas.** São Paulo: BMF e Bovespa, 1998.

OLIVEIRA, Gilson; PACHECO, Marcelo. **Mercado Financeiro.** São Paulo: Fundamento, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais:** Fundamentos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

SILVA NETO, L. A. **Derivativos**. São Paulo: Atlas, 1998.

SILVA, Angela Maria Carneiro. **Revista Estudos do CEPE**, Santa Cruz do Sul, n. 38, p. 21-41, jul./dez. 2013.

TOSCANO JÚNIOR, Luís Carlos. **Guia de referência para o mercado financeiro**. São Paulo: Edições Inteligentes, 2004.