

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

SAMANTA APARECIDA GUIMARÃES

ESTRATÉGIA DE HEDGE

CURITIBA
2015

SAMANTA APARECIDA GUIMARÃES

ESTRATÉGIA DE HEDGE

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para obtenção do título de especialização em MBA em Finanças, Centro de Ciências Aplicadas e Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Wagner Da Fonseca

CURITIBA
2015

TERMO DE APROVAÇÃO

SAMANTA APARECIDA GUIMARÃES

ESTRATÉGIA DE HEDGE

Trabalho de Conclusão de curso apresentado como requisito parcial para obtenção do título de especialização em MBA em Finanças, pela seguinte banca examinadora:

Prof. Dr. Marcos Wagner da Fonseca
Orientador – Professor Adjunto do Departamento de
Administração Geral e Aplicada da Universidade Federal do
Paraná.

Prof. Dr. Rodrigo Oliveira Soares
Orientador – Professor Coordenador do MBA em Finanças da
UFPR.

Curitiba, 30 de Setembro de 2015

Primeiramente a Deus, aos meus pais, a minha família e aos meus amigos,
que sempre me motivaram a buscar mais conhecimento e acreditar em meus
sonhos.

RESUMO

Com a volatilidade dos mercados as empresas vivem cercadas de riscos, e não há uma fórmula que blinde o mercado contra essas variáveis, e quanto maior o retorno, maior o risco assumido, isso é fato. Com a globalização, as empresas foram obrigadas a tornarem-se mais eficientes e competitivas, assim surgiu no mercado de derivativos a necessidade de formas mais eficientes de financiamento e proteção para os seus investimentos contra mudanças nas paridades de moedas. Para atender estas necessidades, alguns instrumentos de derivativos de balcão foram criados. Neste trabalho, será abordado a necessidade do planejamento de *hedge*, uma operação que visa diminuir os riscos numa exposição da empresa ao mercado, evitando surpresas no gerenciamento do risco empresarial. Além de apresentar alguns pontos sobre qual o melhor momento de utilizar o hedge e a importância deste instrumento ser bem planejado, afinal se bem planejado e executado, menos será o risco exposto à empresa.

Palavras-Chave: *Hedge*. Planejamento de *Hedge*.

ABSTRACT

With the market volatility, companies are living surrounded by the risks. There isn't a formula that armor the market against these variables, how much higher the return, greater is the risk taken. With the globalization, companies have been forced to become more efficient and competitive.

Because of that, the derivatives market emerged the need for more efficient ways of funding and protection for their investments against changes in currency parities.

To meet these needs, some instruments of OTC derivatives were created. In this work, the need to hedge planning will be addressed, an operation that aims to reduce the risks in a company's exposure to the market, avoiding surprises on managing enterprise risk. Besides presenting some points about the best moment to use the hedge and it's importance of this instrument is well planned. If it is well planned and executed, less will be the risk exposure to the company.

Keywords: Hedge. Hedge planning.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	HEDGE	9
2.1	ETAPAS DE PLANEJAMENTO DE HEDGE.....	12
3	CONSIDERAÇÕES FINAIS	15
	REFERENCIAS	16

1 INTRODUÇÃO

O tema teve origem em uma sucinta análise do momento em que viemos no Brasil, onde as taxas de juros aumentam, as taxas de câmbios estão voláteis, um momento muito instável. Esclarecer alguns conceitos sobre *hedge*, sobre o planejamento e a importância de uma boa execução como princípio de proteção à empresa é aceitável em um cenário, não só como o que vivemos, mas em todos os momentos para saber exatamente os benefícios, riscos, pontos negativos e positivos neste quesito.

Os mecanismos de *hedge* foram desenvolvidos para que as organizações consigam se proteger de possíveis variações que possam afetar seus ativos ou passivos. A tomada de decisão em fazer *hedge* está ligada a administração de vários tipos de riscos que afetam o ativo e o passivo da empresa. Atualmente, diversas técnicas são apresentadas com o objetivo de reduzir a volatilidade dos resultados. Inicialmente alguns autores acreditavam que a operação de *hedge* não impactava no valor da empresa. Mas, com o passar do tempo, outros autores estudaram e apresentaram teses revelando outras vantagens deste tipo de operação.

Em decorrência desses estudos, a operação de *hedge* novamente foi considerada uma ferramenta para o gerenciamento de valor da empresa. Auxiliando assim os executivos, que equacionam a elevação do controle do risco com a maior exposição às condições do mercado.

O trabalho apresentará uma breve explicação sobre o *hedge* e seu planejamento e uma breve explicação de risco e das principais ferramentas de *hedge* com o intuito de esclarecer alguns conceitos, mostrando uma breve síntese sobre este tema.

2 HEDGE

Hedge é uma estratégia de proteção, seu objetivo é evitar riscos em posições adotadas anteriormente ou que serão realizadas no futuro, protegendo as empresas da oscilação do mercado, utilizando o mercado futuro para diminuir os possíveis riscos que possam sofrer.

Segundo Neto (2000, p. 116) “O *hedge* pode ser definido como uma operação que tem por objetivo diminuir o risco de determinada posição de caixa, estoque ou até mesmo outra operação.”

Neste tema, é interessante uma abordagem sobre riscos, qual a definição e classificação de risco. Para Gitman (2010, p. 203) “risco é uma probabilidade de perda financeira, os ativos mais arriscados são os que apresentam maior chance de perda.” Podemos classificar em quatro os tipos principais de risco: risco de mercado, risco de crédito, risco operacional e risco legal.

O preço e valor de bens, serviços, índices e commodities está ligado ao risco de mercado. Conforme Neto (2000, p. 163), risco de mercado “é o que podemos ganhar ou perder quando compramos um determinado contrato, derivativo, ativo, pela simples mudança em seu preço e valor.” Operações sujeitas à variação cambial, preço das ações, preços de commodities e taxa de juros são riscos de mercado. Compreender o andamento do mercado e a interação com o ambiente, identificar e analisar as mudanças, os componentes do mercado e a interação entre eles, essa é a essência para avaliar este risco.

“Para entender este risco é muito importante acompanhar, dia a dia, o valor dos derivativos negociados, atualizando sempre os lucros e perdas projetando possíveis posições futuras. Outra forma muito eficiente para avaliar o seu risco é acompanhar a evolução do preço de ativos que servem como *hedge* para a posição. Sempre o valor desses instrumentos varia, inevitavelmente varia o valor das posições com derivativos.” (NETO, 2000, p. 163).

O risco de crédito é a probabilidade de não receber o valor negociado, ou seja, a possibilidade da outra parte não honrar com os compromissos firmados com a empresa. No mercado de derivativos, devemos considerar apenas o risco sobre o montante que é exposto em um contrato de derivativos. Segundo Neto (2002), o

risco de crédito auxilia em como medir o montante que estará exposto ao risco de crédito quando um contrato de derivativos é negociado.

Risco legal resumidamente, é a possibilidade de perdas decorrentes de penalidades, multas ou indenizações resultantes de órgãos de controle. No mercado de derivativos, não há uma legislação universal neste âmbito, cada país tem o seu. Segundo Neto (2000, p. 197) o risco legal “é a possibilidade de perda devido à impossibilidade de se executar os termos de um contrato.”

A ocorrência de perdas resultantes de falhas, deficiências de processos, pessoas, sistemas operacionais e de eventos externos, qualquer função ligada a atividade operacional da empresa, classificamos como risco operacional. Segundo a aceção de Neto (2000, p. 196) “o risco operacional é um nó muito importante em todo o processo. Pode não ser ele o causador de uma grande perda, mas ele será, sem dúvida, o culpado em se descobrir e corrigir a falha.”

Para muitas empresas, a probabilidade de um negócio prosperar, depende muito se os administradores conseguem identificar os riscos da atividade desenvolvida, ao identificá-los os mesmos tendem a criar soluções para lidar com os riscos inerentes a atividade da empresa. Como já vimos, *hedge* é uma operação que visa reduzir os riscos. O mercado de derivativos é o instrumento para mitigar o risco por meio da transferência do risco de mercado entre os agentes que se interagem neste ambiente.

O conceito de *hedge* não se relaciona apenas aos derivativos, qualquer tipo de operação cujo objetivo é a proteção dos riscos envolvidos em determinada operação. Por exemplo, uma operação comercial onde é fixado um preço futuro para a compra/venda de determinado produto, disjunto das oscilações do mercado.

“A variação de preços é uma das principais incertezas dos mercados físicos de produtos, mas também é a incerteza central dos mercados financeiros, essa variação dos preços preocupa tanto os vendedores quanto os compradores e, exatamente por essa preocupação, as pessoas procuram mecanismos que as protejam de tais flutuações de preços.” (BM&F p. 15)

Existem vários instrumentos para realizar *hedge*, e não podemos afirmar que existe um melhor ou pior, mas sim que existe um que se encaixará no processo e na necessidade de cada empresa. A seguir, breves comentários alguns deles.

Um instrumento vastamente utilizado é o Contrato a Termo, sua preferência de utilização dá-se pelo fato de não apresentar movimentação de caixa ao longo de

sua existência. Também é utilizado por gerar resultados finais exatos. Um ponto negativo é a questão da liquidez, pois o fechamento do contrato exige constituição jurídica para um acordo bilateral. Este instrumento está na maioria das empresas não-financeiras, por meio de seus investimentos ou por *hedgers* de ativos e passivos. Uma modalidade de Contrato a Termo é NDF, do inglês *non deliverable forward*, onde a movimentação restringe-se à diferença do preço predeterminado do mercado a termo e o preço do mercado a vista.

Outro instrumento é o Contrato Futuro. Segundo Neto (2000, p. 124), os contratos futuros são contratos padronizados, pois são negociados em Bolsa, e devido essa padronização acarreta em alguns problemas como o tamanho do contrato, a qualidade da mercadoria, a data de vencimento, forma de liquidação etc. Mas, seu principal ponto forte é o preço, que possui uma transparência por ser negociado em Bolsa, proporcionando uma redução nos custos e riscos da operação e elevando a liquidez. O contrato futuro apresenta um volume de garantias menores que o contrato a termo, devido as movimentações financeiras diárias, mitigando o risco de crédito, porém essas movimentações são imprevisíveis, deixando o fluxo de caixa com um certo risco exposto.

No Contrato de Opções, há o direito de comprar ou vender um ativo no decorrer da contratação até a data de expiração do contrato. Uma vantagem é a escolha em produzir ou não fluxo financeiro, no caso de canários negativos não se confirmarem, a posição de igualdade dos investidores continuam as mesmas que os concorrentes que não realizaram o *hedge*. Esta vantagem é um grande atrativo, pois seu objetivo é a neutralização do risco do mercado sobre o preço.

Mas qual o momento real para realizar uma operação de *hedge*? No momento em que um dos elementos-chaves que compõe o resultado da empresa estivesse exposto ao risco de mercado, conseqüentemente o valor da instituição se tornaria uma variável dependente do comportamento do mercado, tornando-se uma situação de incerteza.

A decisão de realizar o hedge é embasada no gerenciamento dos diversos tipos de riscos que afetam o ativo e o passivo das organizações. O número de riscos que envolvem qualquer atividade é muito grande, por isso a decisão de realizar ou não está ligada a necessidade de redução da volatilidade do resultado avesso ao risco da empresa. “A volatilidade exprime a frequência de flutuações verificadas em um fluxo de retornos e resultados futuros.” (NETO, 2014, p. 13)

Segundo Neto (2014, p. 335) “A decisão de fazer um *hedge* pressupõe a existência de um risco inicial que se deseja proteger, podendo ser oriundo da atividade no mercado financeiro ou da própria atividade comercial de uma empresa”. A tomada de decisão é uma questão muito delicada.

Além dos pontos citados acima, é de fundamental importância a atuação do administrador financeiro nas tomadas de decisões e execuções do *hedge* na empresa. Segundo Gitman (2002, p.13) as atividades do administrador financeiro são:

“As atividades do administrador financeiro podem ser relacionadas às demonstrações financeiras básicas da empresa. Suas atividades primárias fundamentais são; (1) realizar análise e planejamento financeiro; (2) tomar decisões de investimentos; (3) tomar decisões de financiamento.” (GITMAN, 2002, p. 13)

É obvio que mesmo com uma excelente atuação e execução do administrador, podem ocorrer variáveis que impactam no resultado da empresa e da realização do *hedge*, mas todos os elementos (administradores, gestores, operação e instrumentos), devem estar preparados para executar a operação de *hedge*. É fundamental para o início da operação, realizar um planejamento de *hedge*. A seguir, veremos algumas etapas com o intuito de orientar a prática deste instrumento de proteção.

2.1 ETAPAS DE PLANEJAMENTO DE HEDGE

Embasado em um estudo cauteloso e bem planejado, que inclui desde as condições de mercado até a maneira como a organização encara os riscos, e a dos instrumentos de controle de risco, operacionalizam o *hedge*. O planejamento deverá ser elaborado antes de se iniciar as operações de *hedge*. Apontar os pontos negativos e positivos e a análise das perspectivas de preços e do risco envolvido nas possíveis trajetórias de mercado auxiliará a interpretar como foi a tomada de decisão de executar o *hedge*.

“Planejamento é a função administrativa que determina com antecedência as ações a serem executadas dentro dos cenários e condições

preestabelecidos para atingir os objetivos fixados. O planejamento é uma técnica que absorve as incertezas e aumenta as chances de sucesso do desempenho da empresa.” (HOJI; SILVA, 2010, p. 6).

Alguns aspectos importantes ajudam o administrador a realizar o *hedge* com mais segurança, produzindo uma estrutura de informação que o protegerá de interpretações distorcidas. Para implantar o *hedge* em uma empresa que não opere com instrumentos de derivativos visando minimizar os riscos da empresa, é essencial um ótimo planejamento antes da utilização. O administrador financeiro, na elaboração do planejamento definirá e realizará diversas etapas para um bom planejamento.

Realizar uma análise dos elementos de risco, pois toda empresa em sua atividade envolve diversas variáveis econômicas. O desempenho de preço de cada uma dessas variáveis indicará uma volatilidade nos resultados, onde o efeito torna-se o objetivo de administração como *hedge*. Nem sempre é uma tarefa fácil identificar essas variáveis, e elas são muitas das vezes determinantes nos resultados da empresa. Isso ocorre porque às vezes, a empresa acaba transferindo alguns dos riscos a outros setores, suavizando sua exposição. A análise dos elementos de riscos é preciso para poder identificá-los, estudá-los e saber quais ações tomar em cada risco apresentado.

Faz-se necessário, uma avaliação do comportamento do mercado e suas variáveis, como já citado no trabalho, a interação dos elementos do mercado pode influenciar nos resultados finais. O comportamento futuro do mercado é algo que não se pode mensurar antecipadamente com precisão. Através da utilização de simulações numéricas, podem-se determinar os possíveis resultados para cada variável. Esta etapa é fundamental para a tomada de decisão sobre o *hedge*, pois se os resultados da avaliação não forem significativos, a estratégia não é recomendada, caso contrário, onde a análise mostre fragilidades significativas assim como indicar riscos que afetariam o valor da empresa, a operação é uma maneira de se proteger com estas variáveis.

A mensuração dos impactos de cada resultado também é fator importante, e diz respeito à motivação por parte da empresa em fazer o *hedge*. Esta etapa esta relacionada à métrica adota pela empresa. Mesmo que observados os valores financeiros elevados para o risco de mercado, os prejuízos poderiam ser minimizados se o porte da empresa for grande o suficiente tornando-se não

representativo sobre a empresa, se houver uma variabilidade de resultados nas empresas do mesmo segmento, ou se a organização atenuou o grau de aversão ao risco.

Na fase de planejamento, o objetivo é mostrar a motivação para a utilização de *hedge*, estabelecendo o risco e a maneira como este instrumento ajudará na mitigação dos seus efeitos negativos. Na fase de identificação da necessidade de *hedge*, o executivo deverá analisar alguns elementos que justificam esta necessidade, por exemplo, a redução de volatilidade dos resultados atraindo investidores desfavoráveis ao risco, o aumento da alavancagem da empresa, a possível melhora da imagem da empresa, o aumento da eficiência fiscal, e a criação de valor. Estes itens se bem explorados e detalhados com certeza ajudarão a empresa comprar a ideia de executar o *hedge*.

A descrição dos instrumentos de derivativos é outra atividade nesta fase de planejamento. Todos os instrumentos de *hedge* possuem custos, vantagens e desvantagens, resultados ligados a liquidez do ativo, o objetivo da operação, etc. Todos os elementos são fatores determinantes, por isso a importância em descrever os instrumentos, a fim de expor as partes envolvidas o que representará o *hedge* para a organização. Elaborar a estratégia de como atuar, saber estruturar a operação, estabelecer as quantidades de contratos deve ser realizado ainda nesta etapa. Podemos citar ainda a importância de realizar uma análise do fluxo de caixa da empresa, identificar os riscos de mercado que a empresa estará exposta durante a execução do *hedge*.

Essas etapas serão fundamentais para uma boa execução do *hedge*. O planejamento possibilita uma visão sistematizada do comportamento do mercado e dos efeitos que possam atingir a empresa.

3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A necessidade de instrumentos de gerenciamento de risco mais eficiente fez surgir os contratos de derivativos. Os mercados de derivativos crescem como resposta natural as negociações de mercadorias e garantia de preços, e uma das principais funções dos derivativos é consentir a transferência do risco do *hedger* para outro elemento do mercado.

A decisão de realizar o hedge depende de como a organização avalia o ambiente do mercado, vislumbrando os cenários econômicos futuros e a aversão ao risco que a empresa tem. Não podemos indicar apenas um fator importante, a decisão estará associada a vários fatores, por exemplo, aos custos de capital, de negociação, etc. E todos os fatores, mesmo juntos, não permite uma regra fácil que indicará o administrador da empresa a realizar o *hedge*. Por esse motivo, a importância de realizar o planejamento.

Como pode ser observado, ao implantar o instrumento de *hedge* realizar um planejamento do mesmo permite uma visão sistematizada de toda a operação, além de mostrar as considerações sobre os benefícios desta ferramenta de proteção. Um planejamento bem elaborado possibilitará maior segurança na tomada de decisão de realizar ou não uma operação de *hedge* e facilitando o controle dos resultados.

Além da fase de planejamento, devemos atentar-se também há alguns pontos após a implantação do *hedge* na empresa: realizar controle interno rigoroso das operações realizadas, além de enviar informações objetivas, claras e precisas aos acionistas, conhecimento do assunto na empresa e realizar auditorias internas e externas sobre as operações.

REFERENCIAS

ASSAF, A. N. Finanças corporativas e valor. 7 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

BONFIM, A. N. Derivativos de crédito e outros instrumentos. São Paulo: Elsevier Editora Ltda., 2007.

CURSO de Introdução aos derivativos – Material preparado pela EFC especialmente para o convenio BM&F – IDORT, 1998.

FILHO, A. M. Mercado de Commodities. São Paulo: Atlas, 1990.

GTMAN, L. J. Princípios de Administração Financeira. 7 ed. São Paulo: Ed. Harbra, 2002.

GTMAN, L. J. Princípios da Administração Financeira. 12 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

HOJI, M. Administração Financeira: Uma abordagem prática. 4 ed. São Paulo: Ed. Atlas 2003.

HOJI, M.; SILVA, H. A. Planejamento e Controle Financeiro: fundamentos e casos práticos de orçamento empresarial. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

MARQUES, P. V.; MELLO, P. C. Mercados futuros de commodities agropecuárias: (exemplos e aplicações aos mercados brasileiros). São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1999.

MERCADO de Derivativos BM&F. Disponível em:
http://lojavirtual.bmf.com.br/LojaIE/portal/pages/pdf/Apostila_PQO, 2012. Acessado em 29/09/2015.

NETO, L. A. S. **Derivativos: definições, emprego e risco**. 3 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2000.

SANTOS, J. E. Mercado Financeiro Brasileiro; instituições e instrumentos. São Paulo: Editora Atlas, 1999.