



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
Centro de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração

RODRIGO ANGELOS DA COSTA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DERIVATIVOS: ESTUDO DE CASO SOBRE A
UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVATIVOS PELA
COMPANHIA ARACRUZ CELULOSE**

CURITIBA

2017

RODRIGO ANGELOS DA COSTA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DERIVATIVOS: ESTUDO DE CASO SOBRE A
UTILIZAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVATIVOS PELA
COMPANHIA ARACRUZ CELULOSE**

Artigo apresentado ao Centro de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração como requisito parcial à conclusão do Curso MBA em Finanças da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Elenilton Rüdiger Johann.

CURITIBA

2017

Governança Corporativa e Derivativos: Estudo de Caso Sobre a Utilização de Instrumentos Financeiros Derivativos Pela Companhia Aracruz Celulose

Rodrigo Angelos da Costa

RESUMO

Este artigo teve como objetivo investigar a associação entre a Governança Corporativa e a utilização de instrumentos financeiros derivativos no caso da companhia Aracruz Celulose. Foi utilizado um estudo de caso com o suporte de quatro artigos que explanaram o caso Aracruz Celulose e que relacionaram a Governança Corporativa e a utilização de instrumentos financeiros derivativos. Também foram utilizados os comunicados oficiais da companhia divulgados através de fatos relevantes e arquivados junto a CVM. A Aracruz Celulose foi uma grande companhia exportadora brasileira. A companhia, preocupada com a desvalorização do dólar norte-americano, fechou contratos de derivativos exóticos com bancos apostando na continuação da valorização do real. O que de fato aconteceu com o dólar foi o oposto ao que a Aracruz Celulose esperava. A companhia emitiu um comunicado informando que foi fortemente impactada pela alta do dólar norte-americano. Em novembro de 2008, foi relatada a eliminação de 97% da exposição da companhia a instrumentos financeiros derivativos com a realização de um prejuízo total de US\$ 2,13 bilhões. Foi possível observar que apesar da Aracruz Celulose ter sido listada no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA e ter contratado uma empresa de auditoria independente, essas medidas não foram o suficientes para coibir o desastre financeiro que comprometeu a continuidade da companhia. Essa evidenciação põe em dúvida a eficácia dos mecanismos de governança e de auditoria. A mesma questão ocorre com a efetividade da fiscalização realizada pela própria CVM referente ao cumprimento das normas.

Palavras-Chave: Governança Corporativa, Teoria da Agência, Derivativos.

1. INTRODUÇÃO

O tema Governança Corporativa está presente nos estudos acadêmicos e nas estratégias das companhias na atualidade. Há um discurso sugerindo que as companhias com melhores práticas de Governança Corporativa tem maior alinhamento de interesses entre acionistas e executivos, e a adesão a essas práticas entram nas estratégias das companhias com o objetivo de aumentar a captação de recursos junto ao mercado (BORBA, 2011).

Com o propósito de reduzir os conflitos de interesses entre acionistas e executivos, alguns instrumentos e práticas de governança corporativa foram criados como forma de garantir maior transparência de informações e de assegurar que os interesses dos proprietários sejam cumpridos (CAVALCANTE; DE LUCA, 2013).

No ano de 2008, a companhia Aracruz Celulose sofreu uma perda bilionária com a utilização de instrumentos financeiros derivativos por parte dos administradores da companhia que surpreendeu o mercado e os próprios acionistas. A Comissão de Valores Mobiliários (2015, p. 38) define derivativos como “instrumentos financeiros cujos preços estão ligados a outro instrumento que lhes serve de referência”. Para Kimura (2001, p. 6), derivativos “podem ser definidos como produtos financeiros cujo valor depende do preço de algum outro ativo denominado ativo-objeto”.

Este trabalho trata da Governança Corporativa e o uso de Derivativos. É um estudo de caso sobre a utilização de instrumentos financeiros derivativos pela companhia Aracruz Celulose. O problema desta pesquisa é a seguinte questão: Qual a associação entre a Governança Corporativa e a utilização de instrumentos financeiros derivativos no caso da companhia Aracruz Celulose? Portanto, o objetivo desta pesquisa é de investigar a associação entre a Governança Corporativa e a utilização de instrumentos financeiros derivativos no caso da companhia Aracruz Celulose.

Para comprimir com o objetivo desta pesquisa, ele foi dividido em três objetivos específicos: a) Apresentar conceitos de Governança Corporativa e sua relação com a

Teoria da Agência; b) Expor conceitos de instrumentos financeiros derivativos; c) Relacionar a Governança Corporativa e a utilização de instrumentos financeiros derivativos no caso da companhia Aracruz Celulose.

A Governança Corporativa está presente nos estudos acadêmicos e nas estratégias das companhias. O estudo é importante, academicamente, para reforçar o entendimento da literatura que investiga os fatores a serem observados pelas companhias para aumentar a atratividade na captação de recursos junto ao mercado de capitais.

Este trabalho também pode auxiliar as companhias a aprimorarem o gerenciamento de riscos inerentes ao uso de instrumentos financeiros derivativos. Ter um maior controle quanto à utilização de derivativos pode ser uma maneira de aumentar o alinhamento entre acionistas e administradores, reduzindo o conflito de interesses.

Por fim, este trabalho é importante por alertar investidores e gestores sobre o perigo da utilização de instrumentos financeiros derivativos de maneira especulativa, podendo colocar em risco a continuidade da companhia.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Na seção 2.1 desta pesquisa, foram apresentados conceitos, vantagens e desvantagens da Governança Corporativa, e os segmentos de listagem utilizados para classificar as companhias listadas na BM&FBOVESPA de acordo com seu nível de governança. Nessa seção, também foram abordados conceitos de conflito de interesse, denominado de Teoria da Agência. Na seção 2.2, foram expostos conceitos de instrumentos financeiros derivativos, suas principais finalidades e as principais modalidades.

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com Silveira (2010, p. 2), Governança Corporativa pode ser conceituada como “o conjunto de mecanismos que visam fazer com que as decisões corporativas

sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio e o retorno de todos os acionistas”. A Governança Corporativa trata do processo de decisão da alta cúpula da companhia e das relações entre executivos, conselheiros e acionistas.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM – conceitua Governança Corporativa como “conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital” (CVM, 2017a, p. 1).

Os benefícios externos da Governança Corporativa abrangem melhor visibilidade dos ativos, diminuição do custo de capital próprio e de terceiros, reduzindo a taxa mínima de atratividade e podendo elevar o valor da empresa. Entre os benefícios internos estão à redução da possibilidade de fraudes devido a maior gestão de riscos e das melhorias nos controles internos, e a independência dos papéis dos acionistas, conselheiros e executivos. Embora a Governança Corporativa possa levar benefícios para a companhia, a sua introdução também tende a elevar os gastos, podendo ser considerado como um fator impeditivo para companhias de menor porte, pois gera despesas adicionais que podem não superar os benefícios de sua implantação (SILVEIRA, 2010). O Quadro 1 a seguir resume as vantagens e desvantagens da Governança Corporativa apresentadas nesse parágrafo.

Quadro 1: Vantagens e Desvantagens da Governança Corporativa

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> • Pode elevar o valor de mercado da companhia; • Diminuir o custo de capital próprio e de terceiros; • Melhorar a transparência de informações gerando maior credibilidade; • Melhorar o processo decisório na alta 	<ul style="list-style-type: none"> • Diminuição do poder de decisão; • Menor ocorrência de operações informais; • Aumento de despesas; • Aumento da transparência de informações para os

gestão; <ul style="list-style-type: none"> • Contribuir com a gestão de riscos. 	concorrentes.
---	---------------

Fonte: adaptado pelo autor, a partir de Silveira (2010, p. 202).

A BM&FBOVESPA, companhia que gere a bolsa de valores brasileira, é uma referência na classificação dos níveis de Governança Corporativa. De acordo com Rabelo *et al.* (2007), os níveis de Governança Corporativa da BMF&BOVESPA são segmentos de listagem que buscam adaptar um meio de negociação que estimule e gere valor aos investidores e as companhias, levando a um aumento da credibilidade ao mercado de ações. A Figura 1 a seguir mostra a relação de superioridade entre os níveis de Governança Corporativa.

Figura 1: Níveis de Governança Corporativa



Fonte: elaborada pelo autor.

Dentre os Níveis de Governança Corporativa classificados pela BM&FBOVESPA, o Nível 1 é o que proporciona menos características de boas práticas de Governança Corporativa e o Novo Mercado é o que oferece mais. As ações também podem ser classificadas como Tradicionais ou Básicas que são aquelas que não participam de nenhum nível de governança. Outras classificações que não estão representadas na

Figura 1 são: Bovespa Mais e a Bovespa Mais 2. De acordo com a BM&FBOVESPA (2017a), essas classificações estão relacionadas ao segmento de Governança Corporativa do mercado de balcão organizado. Essa duas classificações são usadas por companhias de pequeno porte que desejam se inserir no mercado de bolsa de valores e que possuem o objetivo de melhorar a sua visibilidade diante investidores com melhores práticas de Governança Corporativa.

O Quadro 2 abaixo resume as principais características de cada nível, permite diferenciar os diferentes segmentos de listagem e comparar com as companhias que não participam dos níveis de Governança Corporativa.

Quadro 2: Segmentos de Listagem

Característica	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional Básico
Ações Emitidas	Somente ON	ON e PN	ON e PN	ON e PN
Percentual Mínimo de Ações em Circulação	No mínimo 25%	No mínimo 25%	No mínimo 25%	Não há regra
Distribuições Públicas de Ações	Esforço de Dispersão Acionária	Esforço de Dispersão Acionária	Esforço de Dispersão Acionária	Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros (20% são independentes)	Mínimo de 5 membros (20% são independentes)	Mínimo de 3 membros	Mínimo de 3 membros
Vedação à Acumulação de Cargos	Presidente do conselho e diretor presidente pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente pela mesma pessoa	Presidente do conselho e diretor presidente pela mesma pessoa	Não há regra

Obrigação do Conselho de Administração	Manifesta�o sobre ofertas públicas de aquisi�o	Manifesta�o sobre ofertas públicas de aquisi�o	Não há regra	Não há regra
Demonstra�es Financeiras	Traduzidas para inglês	Traduzidas para inglês	Conforme legisla�o	Conforme legisla�o
Reunião Pública Anual	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativa
Calendário de Eventos Corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Tag Along	100% ON	100% ON e PN	80% ON	80% ON
Oferta Pública de Aquisi�o de A�es no Mínimo pelo Valor Econ�mico	Obrigatório em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigatório em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legisla�o	Conforme legisla�o
Adesão � Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: adaptado pelo autor, a partir de BM&FBOVESPA (2017b).

O termo *Tag Along* no quadro 2 se refere ao percentual que deve ser ofertado aos acionistas minoritários detentores de a es ordinárias ou preferenciais em caso de oferta de compra de a es aos acionistas controladores com o objetivo de controlar uma companhia (ALVES *et al.*, 2007).

A BM&FBOVESPA (2017c) possui diversos índices de monitoramento que podem ser utilizados como referência. Os  ndices que realizam o acompanhamento de a es ligadas a Governança Corporativa são:  ndice de A es com Tag Along Diferenciado - ITAG -  ndice de Governança Corporativa Trade - IGCT -  ndice de A es com Governança Corporativa Diferenciada - IGC - e  ndice de Governança Corporativa Novo Mercado IGC-NM.

Outro conceito importante para este trabalho é o termo conflito de agência ou Teoria da Agência. Berle e Means (1932) definiram como conflito de agência os interesses conflitantes entre o proprietário e o gestor da companhia que por diversas vezes podem ter interesses distintos.

O controle dos conflitos de interesse é um dos fundamentos da Governança Corporativa. Para reduzir esses conflitos, surgiram instrumentos de governança empenhados em garantir maior transparência de informações e em proteger os proprietários (CAVALCANTE; DE LUCA, 2013).

O conceito de Governança Corporativa engloba o conceito de Teoria da Agência quando trata de alinhar os interesses dos gestores aos dos proprietários. (ARRUDA *et al.*, 2008).

Apesar da BM&FBOVESPA exigir uma série de requisitos para uma companhia participar de um segmento de listagem, ela não é enfática quanto as informações relativas ao uso de derivativos. Essa regulamentação está a cargo principalmente da CVM, através da instrução normativa 475 e da deliberação 550, ambas de 2008, e do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC – através do pronunciamento 14 de 2008. As regulamentações da CVM e o pronunciamento são resultados de readequações após grandes companhias serem impactadas pelo uso de derivativos na crise global que aconteceu nesse mesmo ano.

O primeiro artigo da instrução normativa 475 da CVM (2008a, p.1) informa que “as companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial”. O terceiro parágrafo desse mesmo artigo complementa que as notas explicativas precisam permitir aos interessados avaliarem a importância dos instrumentos financeiros, principalmente “os instrumentos financeiros derivativos para a posição financeira e os resultados da companhia, bem como a natureza e extensão dos riscos associados a tais instrumentos”. A deliberação

550 (CVM, 2008b) ponderou sobre a exposição de informações de instrumentos financeiros derivativos em notas explicativas divulgadas trimestralmente (ITRs).

O pronunciamento 14 do CPC (2008, p. 27) exige a divulgação, nas notas explicativas, de uma série de informações quantitativas e qualitativas em relação aos instrumentos financeiros derivativos, destacando pelo menos as seguintes informações: “política de utilização; riscos associados a cada estratégia; valor justo de todos os derivativos contratados; ganhos e perdas no período; principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial; valor e tipo de margens dadas em garantia”. A deliberação 566 da (CVM, 2008c) aprovou o pronunciamento 14 do CPC.

As regulamentações não proíbem o uso de instrumentos financeiros derivativos para fins de especulação. Elas apenas exigem informações necessárias para que os interessados possam avaliar a companhia.

2.2 DERIVATIVOS

A CVM (2015, p. 38) define derivativos como “instrumentos financeiros cujos preços estão ligados a outro instrumento que lhes serve de referência”. Para Kimura (2001, p. 6), derivativos “podem ser definidos como produtos financeiros cujo valor depende do preço de algum outro ativo denominado ativo-objeto”.

De acordo com o CPC 38 (2009, p. 8), derivativo é um instrumento financeiro que possui simultaneamente as seguintes características:

- “(a) o seu valor altera-se em resposta à alteração na taxa de juros especificada, preço de instrumento financeiro, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, avaliação ou índice de crédito, ou outra variável, desde que, no caso de variável não financeira, a variável não seja específica de uma parte do contrato (às vezes denominada subjacente);
- (b) não é necessário qualquer investimento líquido inicial ou investimento líquido inicial que seja inferior ao que seria exigido para outros tipos de contratos que se esperaria que tivessem resposta semelhante às alterações nos fatores de mercado; e
- (c) é liquidado em data futura.”

A utilização de derivativos possui vantagens e desvantagens. As vantagens incluem redução de incertezas motivadas por modificações dos principais indicadores financeiros, diminuição do nível de exposição a um determinado fator de risco, possibilidade de se proteger contra eventuais alterações bruscas do preço do dólar, commodity etc., redução de riscos financeiros abrangidos nas operações da companhia. As desvantagens incluem a facilidade de utilizá-los com fins especulativos, colocando em risco a continuidade da companhia, e a estrutura do derivativo pode ser altamente complexa de forma a camuflar outros riscos dos acionistas, chefes e demais envolvidos.

Os riscos operacional, de mercado e de crédito são os principais riscos envolvidos em operações com derivativos. O risco operacional pode ser definido como “risco de haver erro humano ou falha de equipamentos, programas de informática ou sistema de telecomunicações imprescindíveis ao funcionamento de determinado sistema”. Já o risco de mercado pode ser definido como “risco de desvalorização de instrumento financeiro ou de carteira de instrumentos financeiros, decorrente de variação nas taxas de juros, nas taxas de câmbio, nos preços de ações ou nos preços de mercadorias”. Por fim o risco de crédito pode ser definido como “risco de que a contraparte na transação não honre sua obrigação nos termos e condições do contrato” (BCB, 2017a, p. 1).

Os derivativos são utilizados com diferentes objetivos. O objetivo vai depender essencialmente da situação em que o participante se encontra. Ele pode ter a intenção realizar proteção (*hedge*), de especular ou arbitrar.

O *hedger* pode ser definido como o participante que tem o objetivo de “proteger um bem ou um ativo contra variações adversas de taxas, moedas ou preços.” (CVM, 2015, p. 39). Segundo Farhi (1999), as operações de *hedge* são, essencialmente, as que assumem, para um tempo futuro, a posição contrária à que está no mercado à vista com o objetivo de proteção.

O especulador é o participante que tem a intenção de realizar operações que buscam seguir a tendência de preços do mercado (CVM, 2015). Segundo Farhi (1999, p. 95), a especulação pode ser entendida como as “posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato”.

O arbitrador é o participante que busca “tirar proveito da diferença de preços de um mesmo produto ou ativo negociado em mercados diferentes” (CVM, 2015, p. 39). De acordo com Farhi (1999), essas operações têm aumentado o alinhamento entre os mercados financeiros. Por meio delas, eventuais diferenças são minimizadas.

Os derivativos podem ser classificados em derivativos financeiros e não-financeiros. Os derivativos financeiros são os que derivam da taxa de câmbio, de juros, inflação, ações e outros índices financeiros. Os derivativos não financeiros são essencialmente os ligados a commodities agrícolas tais como café, boi gordo e petróleo, os de energia e os climáticos.

Tanto os ativos financeiros quanto os não financeiros podem ter as modalidades Mercado a Termo, Mercado Futuro, Mercado de Opções e Mercado de SWAP. Esses são os produtos mais simples do mercado. As combinações complexas entre eles são conhecidas como derivativos exóticos (ROSS *et al.*, 2011).

Um contrato a termo é realizado por duas partes para vender um ativo com pagamento programado para o futuro. O preço é combinado no momento de fechamento do acordo, porém o pagamento ocorre na data da entrega. Essa modalidade de contrato foi a primeira a ser conhecida pela sociedade. Basicamente, as partes contratam agora por um preço fixo e acertam o pagamento depois (CVM, 2015).

Os contratos futuros também são baseados em uma entrega futura. Esses contratos possuem maior liquidez do que os a termo, são ajustados financeiramente de forma diária a preços de mercado e são padronizados. A contraparte da operação é um terceiro que faz a intermediação, reduzindo a ocorrência de inadimplência (ROSS *et al.*, 2011).

As opções devem ser entendidas a partir das partes envolvidas na negociação. O titular, comprador, de uma opção tem o direito de comprar ou vender um ativo, por um preço previamente fixado, sendo facultativo exercê-lo em data futura. O lançador, vendedor, da opção, por sua vez, tem a obrigação de vender ou comprar esse ativo caso a opção seja exercida (CVM, 2015).

O contrato de *swap* pode ser definido como um acordo entre duas partes com a finalidade de realizar a troca de fluxos financeiros no futuro. Existem vários tipos de *swaps* negociados pelo mercado financeiro, entre eles: *swap* de dólar pela taxa DI, *swap* de moeda, *swap* de índices e *swap* de commodities (CVM, 2015).

Os derivativos exóticos são combinações complexas dos derivativos vistos anteriormente. Entre os produtos exóticos estão as operações estruturadas que vem ganhando força através do título Certificado de Operações Estruturadas – COE.

De acordo com a Resolução 4.263 de 2013 (2017b, p.1), o Certificado de Operações Estruturadas constitui certificado que representa “um conjunto único e indivisível de direitos e obrigações, com estrutura de rentabilidades que apresente características de instrumentos financeiros derivativos”. O derivativo *Sell Target Forward* é um exemplo de uma operação estruturada.

O derivativo *Sell Target Forward* é uma operação de alto risco que possui como característica a combinação de derivativos em que o detentor realiza uma aposta dupla na desvalorização de um ativo. Por exemplo, uma companhia pode vender dólar através de um contrato a termo na qual ela vende o dólar em uma data futura a um preço previamente fixado, apostando na queda do dólar. Posteriormente, a companhia realiza uma nova venda do dólar para a contraparte em uma data futura através de uma operação de venda de uma opção de compra, dando à companhia a obrigação de vender o dólar a um preço previamente fixado caso a contraparte exerça o direito de compra (LUCCHESI, 2008).

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa é descritiva. De acordo com Gil (2002), pesquisas descritivas possuem a finalidade de expor características de um grupo, bem como encontrar a existência de associações entre variáveis. Neste estudo, busca-se investigar a associação entre a Governança Corporativa e a utilização de derivativos no caso da companhia Aracruz Celulose. A abordagem do estudo é qualitativa (SAMPIERI *et al.*, 2006).

Este artigo é um estudo de caso. Segundo Yin (1989), o estudo de caso é um estudo empírico que investiga um evento contemporâneo com a finalidade de se aprofundar sobre o tema e esclarecer os fatos. Desta maneira, o estudo de caso permite ao pesquisador entender a essência do evento e o seu contexto.

Foram selecionados quatro artigos que explanaram o caso Aracruz Celulose e que relacionaram a Governança Corporativa e a utilização de derivativos, cumprindo com o terceiro objetivo específico desta pesquisa. Esses artigos possuem relação direta com o tema pesquisado e foram escolhidos de acordo com a disponibilidade em revistas científicas. Também foram utilizados os comunicados oficiais da companhia divulgados através de fatos relevantes e arquivados junto a CVM.

4. RESULTADOS

A Aracruz Celulose foi uma grande companhia exportadora brasileira listada no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. Era vista como a companhia que mais produzia celulose de eucalipto do mundo. Ela era responsável por aproximadamente 25% da oferta global e mais de 90% das receitas eram oriundas de exportações. Em 2008, a companhia sofreu com a desvalorização dos preços da celulose no mercado internacional, mas não foi apenas isso que contribuiu para um prejuízo de aproximadamente quatro bilhões de reais no fechamento do ano e uma desvalorização em torno de 75% da cotação de suas ações de maio de 2008 a dezembro do mesmo ano (VERVLOET; GARCIA, 2011).

No primeiro semestre de 2008, os analistas tinham a perspectiva do dólar entre R\$ 1,55 e R\$ 1,70 para o final do ano. A desvalorização do dólar frente ao real vinha acontecendo desde 2006. Nessa perspectiva, diversas companhias exportadoras, cautelosas com a viabilidade de suas atividades diante a valorização do real frente ao dólar, procuraram uma maneira de se proteger e de garantir uma receita extra caso a tendência se confirmasse. Algumas companhias exportadoras, incluindo a Aracruz Celulose, fecharam contratos de derivativos exóticos com bancos. Esses contratos são conhecidos pela complexidade de sua estrutura e foram denominados com a expressão *Sell Target Forward* (SILVA; PIENESE, 2010).

Conforme mencionado no referencial teórico, essa modalidade de derivativo é de alto risco e representava para a Aracruz Celulose uma aposta dupla na desvalorização do dólar frente ao real. A operação utilizada pela Aracruz Celulose garantia ganhos limitados caso o real continuasse se valorizando ou se mantivesse no mesmo patamar, contudo a companhia estava exposta a um risco duas vezes maior do que sua posição em dólar. Os contratos de *Sell Target Forward* da companhia Aracruz Celulose tinham cláusulas que limitavam as perdas dos bancos de forma a desmontar toda a estrutura se a companhia atingisse um determinado ganho, porém em caso de ajuste negativo, dólar acima da cotação alvo, a companhia teria um prejuízo dobrado (SILVA; PIENESE, 2010).

O que de fato aconteceu com o dólar foi o oposto ao que a Aracruz Celulose esperava como pode ser observado no gráfico da cotação do dólar comercial frente ao real representado na Figura 2.

Figura 2: Cotação de Compra do Dólar Comercial ante o Real em 2008



Fonte: figura elaborada pelo autor a partir de dados da Thomson Reuters.

No dia 25 de setembro de 2008, a Aracruz Celulose emitiu o primeiro comunicado através de fato relevante enviado ao mercado e à CVM informando que a companhia foi fortemente impactada pela alta do dólar norte-americano decorrente de operações com instrumentos financeiros derivativos denominados *Target Forward*. Esse primeiro fato relevante não apresentou valores, mas informou que iriam expor as posições o quanto antes com base nos números no dia 30 de setembro de 2008 (JÚNIOR; SÁ, 2013). O comunicado também apresentou mais quatro aspectos sobre o acontecimento conforme abaixo (CVM, 2017b):

- “(i) 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;
- (ii) a administração vem tomando as medidas necessárias para ordenadamente reduzir a exposição da Companhia aos referidos instrumentos e minimizar seu impacto;
- (iii) ampliar seus controles internos;

(iv) foi contratada uma empresa especializada para a realização de apuração do valor de mercado atualizado das posições em aberto, e do valor total da exposição da Companhia, a fim de informar-se à Presidência da Companhia e ao Conselho de Administração”

Em um segundo comunicado, do dia 02 de outubro de 2008, a consultoria contratada avaliou que os instrumentos financeiros derivativos mantidos pela companhia foram apurados com um valor justo de R\$ 1,95 bilhão negativo com base no fechamento do dia 30 de setembro de 2008. Contudo, um terceiro comunicado, do dia 03 de novembro de 2008, foi relatado a eliminação de 97% da exposição da companhia a instrumentos financeiros derivativos com a realização de um prejuízo total de US\$ 2,13 bilhões (VERVLOET; GARCIA, 2011).

De acordo com o Júnior e Sá (2013), para continuar as atividades da companhia e cobrir com sua necessidade de capital de giro, a Aracruz Celulose buscou captação de recursos com bancos aumentando o seu endividamento de aproximadamente 3 bilhões de reais ao final de 2007 para cerca de 9 bilhões de reais ao final de 2008.

Em um quarto comunicado, do dia 19 de janeiro de 2009, a companhia informou que os US\$ 2,13 bilhões se juntaram a outros US\$ 500 milhões, referentes a dívidas previamente existentes com alguns bancos, e realizou um acordo em que a dívida foi renegociada com um prazo de amortização de 9 anos, podendo ser diminuído para 7 anos dependendo do resultado operacional da companhia. Por fim, em abril de 2009, os controladores de Aracruz Celulose realizaram a transferência e alienação para as companhias São Teófilo Representações e Participações S.A. e para a Votorantim Celulose e Papel S.A., passando esta a deter cerca de 84% do capital votante da Aracruz Celulose S.A. (CVM, 2017b). Em setembro de 2009, ocorreu a fusão das companhias Aracruz Celulose e Votorantim Celulose e Papel gerando uma nova companhia chamada de Fibria Celulose S.A. (JÚNIOR; SÁ, 2013).

Explorado o acontecimento, podemos verificar a associação entre a Governança Corporativa e a utilização de derivativos no caso da companhia Aracruz Celulose. O primeiro comunicado da companhia é explícito quanto à necessidade de melhora na

governança quando aborda que a companhia deve ampliar os mecanismos de controle e quando diz que as perdas podem ter excedido os limites máximos previstos na política financeira.

É oportuno informar que o Vervloet e Garcia (2011) apresentam uma fala do diretor financeiro, que renunciou ao cargo antes do primeiro comunicado, afirmando ter apresentado mensalmente ao comitê financeiro as operações realizadas pela área e que o conselho aprovava a política financeira adotada. Por sua vez, o conselho da companhia negou ter conhecimento das operações e insistiu em culpar o ex-diretor financeiro e alguns funcionários.

De acordo com Zani *et al.* (2011), o fato da Aracruz Celulose ter sido listada no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA não foi suficiente para evitar o desastre financeiro a ponto de comprometer a continuidade da companhia. Tal acontecimento põe em dúvida a eficácia dos mecanismos de governança. A mesma dúvida ocorre com a efetividade da fiscalização pela própria CVM tanto da companhia quanto dos auditores independentes autorizados a confirmar a autenticidade e o cumprimento das normas. Uma prova dessa falta de efetividade pode ser observada através da multa de 1 milhão aplicada pela CVM três anos após o acontecimento à companhia de auditoria Deloitte e a um sócio da companhia Aracruz Celulose por omitir informações relativas ao risco das operações denominadas *Sell Target Forward* nas notas explicativas.

5. CONCLUSÃO

O objetivo geral do trabalho foi investigar a associação entre a Governança Corporativa e a utilização de instrumentos financeiros derivativos no caso da companhia Aracruz Celulose. O objetivo geral foi dividido em três objetivos específicos. O primeiro foi apresentar conceitos de Governança Corporativa e sua relação com a Teoria da Agência. Esse objetivo foi abordado na seção 2.1 desta pesquisa. O segundo objetivo era expor conceitos de instrumentos financeiros derivativos. Esse objetivo foi abordado na seção 2.2. Por fim, o terceiro objetivo foi relacionar a Governança Corporativa e a

utilização de instrumentos financeiros derivativos no caso da companhia Aracruz Celulose. Esse último objetivo foi abordado nos resultados desta pesquisa.

A seção 2.1 foi focada em Governança Corporativa, sendo possível observar seu conceito, definido como um conjunto de práticas que tem como objetivo maximizar o desempenho de uma companhia, protegendo os *stakeholders*, tais como investidores, empregados e credores. Também foram expostas as principais vantagens que incluem melhora na transparência de informações, gerando maior credibilidade, e melhora no processo decisório da alta gestão. As desvantagens incluem menor ocorrência de operações informais e aumento da transparência de informações aos concorrentes.

A seção 2.2 foi focada nos conceitos relacionados ao instrumento financeiro derivativo. Esse instrumento pode ser conceituado como um produto financeiro cujo valor depende do preço de algum outro ativo chamado de ativo-objeto. A utilização desse instrumento possui algumas vantagens como a diminuição do nível de exposição a um determinado fator de risco e a possibilidade de se proteger contra eventuais alterações bruscas de preços. As desvantagens incluem a facilidade de utilizá-los com fins especulativos, colocando em risco a continuidade da companhia, e a estrutura do derivativo pode ser altamente complexa de forma a camuflar outros riscos dos acionistas, chefes e demais envolvidos.

Nos resultados, foi possível observar que apesar da Aracruz Celulose ter sido listada no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA e ter contratado uma empresa de auditoria independente, essas medidas não foram o suficientes para coibir o desastre financeiro que comprometeu a continuidade da companhia. Essa evidenciação põe em dúvida a eficácia dos mecanismos de governança e de auditoria. A mesma questão ocorre com a efetividade da fiscalização realizada pela própria CVM referente ao cumprimento das normas. Depois que os efeitos negativos dessa falta de fiscalização se concretizam, é difícil a recuperação dos danos causados.

Analisando friamente, uma companhia exportadora deveria utilizar derivativos para se proteger da desvalorização do dólar ante o real de forma a alinhar suas receitas futuras

em dólar com o valor exposto nesses derivativos. Quando a Aracruz Celulose se expôs mais do que deveria para realizar a proteção, ela saiu de uma operação de *hedge* para uma operação de especulação. O derivativo exótico, *Sell Target Forward*, contribuiu para que o risco da companhia aumentasse em uma razão de 2 para 1.

Para os administradores da companhia, pode ter sido interessante utilizar derivativos de forma especulativa com o objetivo de inflar os ganhos e conseqüentemente receber maiores valores de participação nos lucros, porém essa atitude colocou em risco a continuidade da companhia devido às adversidades quanto ao que foi estimado. Essa atitude dos administradores não é interessante para os acionistas que investem com visão de longo prazo, possibilitando um conflito de interesses. Para reduzir esse conflito, seguem algumas ações a serem tomadas: alterar a forma de remuneração dos administradores; exigir mais cenários; solicitar mais informações sobre os motivos que levaram a utilização dos derivativos; aumentar o controle e evitar o uso especulativo. Essas medidas não são eficazes se não houver fiscalização e acompanhamento do cumprimento das normas.

Este trabalho pode auxiliar as companhias a aprimorarem o gerenciamento de riscos inerentes ao uso de derivativos. Ter um maior controle quanto à utilização de derivativos pode ser uma maneira de aumentar o alinhamento entre acionistas e administradores, reduzindo o conflito de interesses.

A limitação da pesquisa foi o estudo de apenas uma companhia de forma descritiva. Portanto os resultados e conclusões não podem ser generalizados. Fica como sugestão para próximas pesquisas o estudo de maneiras de divulgação de informações ligadas ao uso do instrumento financeiro derivativo que sejam mais compreensíveis aos *stakeholders* sobre os riscos e possíveis prejuízos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, D. L.; RIBEIRO, K. C. S.; MANTESE, F. A. O. Governança Corporativa e o Desempenho das Ações de Empresas do Setor Elétrico. In: Seminários em Administração FEA-USP - X SEMEAD, São Paulo, 2007.

ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; JUNIOR, N. I. F. A Governança Corporativa e a Teoria da Agência em consonância com a Controladoria. Revista de Administração UFSM, Santa Maria, v. 1, n. 1, p. 71-84, 2008.

BCB. Banco Central do Brasil. Glossário Completo. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/GLOSSARIO/>> Acesso em: 03/07/2017a.

_____. Banco Central do Brasil. Resolução nº 4.263 de 2013. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2013/pdf/res_4263_v1_O.pdf> Acesso em: 18/07/2017b.

BERLE, A.; MEANS, G. C. The modern corporation and private property. New York: Macmillan, 1932.

BM&FBOVESPA. Bovespa Mais. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/> Acesso em: 17/02/2017a.

_____. Segmentos de Listagem. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/> Acesso em: 17/02/2017b.

_____. Índices de Governança. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-governanca/> Acesso em: 23/02/2017c.

BORBA, P. R. Relação entre Níveis de Governança e Volatilidade das Ações na Bovespa. In: Seminários em Administração -XIV SEMEAD, São Paulo: São Paulo, 2011.

CAVALCANTE, M. C. N.; DE LUCA, M. M. M. Controladoria como instrumento de Governança no setor público. REPeC, Brasília, v. 7, n. 1, p. 73-90, jan./mar. 2013.

CPC. COMITE DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁVEIS. Pronunciamento Técnico CPC 14. 2008

_____. Pronunciamento Técnico CPC 38. 2009.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>> Acesso em: 20/02/2017a.

_____. Instrução Normativa 475. 2008a.

_____. Deliberação 550. 2008b.

_____. Deliberação 566. 2008c.

_____. Mercado de Derivativos no Brasil: conceitos, produtos e operações. 2015.

- _____. Informações Periódicas Eventuais. Disponível em: <<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ExibeTodosDocumentosCVM.asp?CNPJ=42.157.511/0001-61&CCVM=434&TipoDoc=C&QtLinks=10>> Acesso em: 27/07/2017b.
- FARHI, M. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. Revista Economia e Sociedade, Campinas, v.13, p.93-114, dez. 1999.
- GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- JÚNIOR, F. J. L.; SÁ, F. F. Análise dos impactos econômico-financeiros e administrativos na utilização de derivativos especulativos pelas empresas Sadia, Aracruz Celulose e Votorantim. RAGC, v.1, n.2, p.37-57, 2013.
- KIMURA, H. A utilização de instrumentos derivativos financeiros por empresas brasileiras. EAESP, FGV, 2001.
- LUCCHESI, C. P. Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311. Valor Econômico, São Paulo, 8 out. 2008
- RABELO, S. S. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SECURATO, J. R. Análise Comparativa de Carteiras de Governança Corporativa Inferiores e Superiores. Revista de Gestão USP (REGE-USP), São Paulo, v.14, n. especial, p.1-16, 2007.
- ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. Administração Financeira. São Paulo, Atlas, 2011.
- SAMPIERI, R. H. *et al.* Metodologia de pesquisa. 3. ed. São Paulo: Mc Graw-Hill, 2006.
- SILVA, B. A. O.; PIENESE, H. P. A Crise Financeira Internacional (2008) e o Efeito dos Derivativos Cambiais: a operação de target forward da Aracruz Celulose. RACEF, Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE, Ed. 01, 2010.
- SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa no Brasil e no Mundo. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- YIN, R.K. Case study research: design and methods. California: Sage, 1989.
- VERVLOET, W.; GARCIA, M. Incentivo perverso das reservas internacionais: o caso das empresas exportadoras brasileiras. RBCE, p. 67-82, 2011.
- ZANI, B. T. *et al.* Disclosure de operações de derivativos: evolução e grau de cumprimento da instrução CVM nº 235/95 e deliberação CVM nº 550/08. Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos. Outubro/Dezembro, 2011.