

DANIEL PONCE DE MIRANDA

**ANÁLISE DAS PERDAS COM DERIVATIVOS CAMBIAIS NA CRISE FINANCEIRA
INTERNACIONAL: O CASO DAS EMPRESAS EXPORTADORAS BRASILEIRAS**

Monografia apresentada à disciplina Trabalho de Fim de Curso como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. José Guilherme Silva Vieira.

**CURITIBA
2010**

TERMO DE APROVAÇÃO

DANIEL PONCE DE MIRANDA

ANÁLISE DAS PERDAS COM DERIVATIVOS CAMBIAIS NA CRISE FINANCEIRA
INTERNACIONAL: O CASO DAS EMPRESAS EXPORTADORAS BRASILEIRAS

Monografia aprovada como requisito parcial para a conclusão do curso de Ciências
Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná,
pela seguinte banca examinadora:



Orientador: Prof. José Guilherme Silva Vieira



Prof. Denise Maria Maia



Prof. Fernando Motta Correia

RESUMO

A recente crise financeira internacional teve início no mercado imobiliário norte-americano, porém se alastrou pelo globo conforme ia se agravando, ao chegar ao Brasil provocou, entre outros efeitos, a alta da cotação do dólar frente ao real, fato que gerou um efeito conseqüente e inesperado: inúmeras empresas exportadoras brasileiras apresentaram perdas devido a derivativos cambiais, o que gerou a suspeita de que essas empresas vinham especulando com esses instrumentos financeiros com o objetivo de aumentarem suas receitas. Dessa forma, este trabalho tem como objetivo analisar a situação dessas empresas e buscar evidências que mostrem se elas estavam utilizando os derivativos para proteção de suas receitas ou para especulação.

Palavras chaves: Derivativo; Especulação; *Hedge*; Sadia; Aracruz.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – PROJEÇÕES DO PIB PARA A ECONOMIA MUNDIAL.....	12
TABELA 2 – EVOLUÇÃO DA DESPESA/RECEITA OPERACIONAL FINANCEIRA E DO RESULTADO OPERACIONAL DA SADIA (R\$ MILHÕES) – 2006 A 2009.....	16
TABELA 3 – EXPOSIÇÃO CAMBIAL DA SADIA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2007.	17
TABELA 4 – EXPOSIÇÃO CAMBIAL DA SADIA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2008.	19
TABELA 5 – EVOLUÇÃO DA DESPESA/RECEITA OPERACIONAL FINANCEIRA E DO RESULTADO OPERACIONAL DA ARACRUZ (R\$ MILHÕES) – 2005 A 2009.....	23

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
2 REFERENCIAL TEÓRICO	8
2.1 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY	8
2.2 DERIVATIVOS, HEDGE E ESPECULAÇÃO	10
3 A ECONOMIA PRÉ-CRISE NO BRASIL E NO MUNDO	13
3.1 CENÁRIO ECONÔMICO PRÉ-CRISE NO MUNDO	13
3.2 CENÁRIO ECONÔMICO PRÉ-CRISE NO BRASIL	14
4 OS CASOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS	16
4.1 O CASO DA SADIA	17
4.2 O CASO DA ARACRUZ	23
4.3 OUTROS CASOS	25
5. ESPECULAÇÃO OU HEDGE?	27
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	29
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	31

1 INTRODUÇÃO

Com o pedido de concordata do banco Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008 foi deflagrada a crise financeira que assolou o mundo no ano de 2008 e 2009, e que ainda no ano de 2010 tem seus efeitos sentidos. Essa crise teve início no mercado imobiliário dos Estados Unidos, principalmente, devido ao segmento *subprime*, que são hipotecas que embutem um risco maior de inadimplência, pois são empréstimos feitos a indivíduos de renda muito baixa, que às vezes apresentam um histórico de inadimplência, porém oferecem um retorno mais alto, para o prestador, para compensar esse risco mais elevado.

O mercado imobiliário norte-americano teve um grande crescimento após a crise de 2001, crise das empresas “pontocom”, pois os juros a partir de então começaram a cair como resposta do Federal Reserve para a desaceleração econômica pela qual os Estados Unidos vinham passando, assim o mercado imobiliário se aproveitou dos juros baixos e do conseqüente, aumento da demanda por crédito.

O crescimento da demanda por financiamentos e hipotecas atingiu seu auge em 2005, dessa forma as financeiras aproveitaram essa grande demanda e começaram a fazer empréstimos para o segmento *subprime*.

Outro fator responsável pelo baixo custo do crédito era a abundância de capital na economia global, já que vários países, sendo o principal deles a China, estavam acumulando reservas em dólar e usando essas reservas para fazer empréstimos, e os Estados Unidos eram o principal recebedor desse capital.

Porém em 2006 os juros já estavam altos, o que encareceu os imóveis e diminuiu a demanda fazendo com que a oferta de imóveis superasse a demanda, assim os empréstimos ficaram mais caros e a inadimplência aumentou gerando uma escassez de crédito na economia norte-americana.

Com o anúncio do Lehman Brothers, que tinha sua carteira de ativos ancorada em valores hipotecários, o pânico se espalhou pelo mercado de crédito, assim muitos bancos diminuíram a concessão de empréstimos com medo de calote, o que refletiu globalmente gerando uma escassez de empréstimos pelo mundo e uma fuga de capitais para investimentos mais “sólidos”.

Consequentemente, a essa retração do crédito, ocorreu uma diminuição da quantidade de dólares na economia mundial, levando a uma valorização de sua cotação em relação às moedas dos principais países emergentes, entre eles o Brasil, segundo Garcia; Vervloet (2009), entre 1º de setembro e 31 de dezembro de 2008, o real depreciou-se 42% frente ao dólar.

Com a desvalorização do real frente ao dólar, fato que deveria ser visto com otimismo por grande parte das empresas exportadoras brasileiras, veio à tona um outro problema, grande empresas brasileiras estavam sofrendo perdas financeiras com a desvalorização do real devido a derivativos cambiais.

O que chama a atenção nesta situação é o fato de que a maior parte das empresas que sofreram perdas com derivativos não são empresas financeiras e sim empresas produtivas exportadoras que apostaram alto nesses derivativos, o fato de empresas exportadoras usarem derivativos como proteção do poder de compra em reais de suas receitas em moeda estrangeira é comum, mas muitas dessas empresas passaram a impressão, devido ao grande prejuízo que sofreram, de estarem usando derivativos com fins especulativos.

Dessa forma, este trabalho tem o objetivo de analisar a situação dessas empresas e, brevemente, da economia brasileira e mundial no período pré-crise *subprime*, estudando o processo que levou essas empresas ao prejuízo e buscar evidências de que os derivativos foram usados apenas para proteção de receitas ou também com caráter especulativo.

Assim, este trabalho, além desta introdução, apresenta na seção dois o referencial teórico referente à hipótese instabilidade financeira de Minsky e à conceituação de derivativos, de *hedge* e de especulação, na seção três será apresentada uma breve descrição da economia mundial e brasileira no período anterior a crise, na seção quatro são apresentados dados relativos às empresas envolvidas com derivativos que apresentaram prejuízos com o objetivo de evidenciar se ocorreu apenas proteção ou especulação, por fim a seção cinco apresenta as conclusões finais do presente trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA DE MINSKY

A hipótese da instabilidade financeira de autoria de Hyman Minsky é uma releitura e um aprofundamento de certos pontos da Teoria Geral, de John Maynard Keynes, que Minsky considera fundamentais para entender o funcionamento da economia moderna, assim o autor tenta explicitar as questões financeiras da economia moderna, bem como, a instabilidade do desenvolvimento de uma economia capitalista e como estes fatos se articulando.

Da mesma forma que Keynes, Minsky observa que da relação entre investimento e poupança surgem os ciclos econômicos, sendo que o sistema financeiro não seria um mediador do lado real da economia, e sim, a dimensão real, responsável pela determinação do caminho tomado pela economia capitalista.

Os mercados financeiros colocariam ordem sobre as relações de trocas buscando equilíbrio entre fluxos de obrigações e de receitas, porém, as operações financeiras permitem tanto operações complexas e que alavancam posições quanto operações que ameaçam esse equilíbrio, o qual depende da capacidade de geração de receitas para o cumprimento das obrigações.

Assim, o investimento, e sua articulação com o sistema financeiro, têm papel fundamental na economia, já que o investimento será o principal responsável pela busca de obrigações e pela, conseqüente, geração de receitas, dessa forma, o lucro é o elemento que faz a ligação intertemporal entre as expectativas dos tomadores de empréstimos com as expectativas dos credores. Eles são determinados pelo tamanho e estrutura existente da demanda agregada, eles determinam se as dívidas passadas e o preço pago pelos ativos de capital são validados, e afetam as expectativas de longo prazo dos empresários e banqueiros que entram nas decisões de investir e financiar o investimento. (Minsky, 1982, p.104).

Na busca por capital por parte das firmas, Minsky estabelece três tipos de posturas financeiras: *hedge*, especulativa e *Ponzi*. A postura *hedge* se caracteriza pela firma que espera que o influxo de renda vindos de seus ativos supere a saída de recursos para o cumprimento das obrigações para dado período. A postura

especulativa se dá quando a firma espera períodos futuros onde o influxo de renda seja menor do que suas obrigações com amortização da dívida, mas suficientes para o pagamento dos juros da dívida e que no longo prazo o influxo de renda superem os pagamentos assumidos. Na postura *Ponzi* o influxo de renda dos seus ativos não suprem a necessidade da firma para o pagamento de suas obrigações, nem juros e nem amortização, sendo necessário um endividamento crescente para poder pagar suas obrigações.

Assim, a cada período, a economia apresenta suas firmas divididas entre posturas *hedge*, especulativa e *Ponzi*, resultado de suas administrações e expectativas de longo prazo. Dessa forma, quanto maior o número de firmas com postura especulativa e *Ponzi*, maior será a fragilidade da economia, pois qualquer alteração nas condições econômicas aumentará a necessidade, dessas firmas, de capital externo para que possam continuar com o pagamento de suas obrigações.

Dessa forma, Minsky descreve como a partir de um período de estabilidade se dá um ciclo econômico, partindo de um cenário positivo de expansão nos investimentos e grande crescimento econômico, com grande parte das empresas com uma postura financeira *hedge*, surgem firmas que começam a adotar posturas mais alavancadas e maior proporção de obrigações em relação ao influxo de renda esperado, gerando uma euforia e uma mudança nas expectativas de longo prazo dos agentes, pois esse cenário positivo leva a um aumento das receitas, e a mudança nas expectativas levam os agentes a acreditar que esse cenário positivo se estenderá por um longo período, assim as firmas aumentam o investimento e a compra de ativos, sendo que parte desses gastos é financiado com capital externo à firma, que são disponibilizados pelos bancos que tiveram suas expectativas de longo prazo alteradas, também, pelo cenário econômico positivo e buscam maiores lucros.

Este processo continua e as obrigações das firmas mantêm a tendência de crescimento, fazendo com que muitas dessas firmas que possuíam uma postura *hedge* passem a uma postura especulativa e as de postura especulativa para uma postura *Ponzi*, gerando um *boom* que aumenta os preços dos ativos e os investimentos, este movimento leva a uma fragilização financeira da economia deixando as firmas vulneráveis à alta dos juros, por conta da necessidade de refinanciamento contínuo, do descasamento entre a realização do ativo e os fluxos de compromissos, e da possibilidade de alterações de exigências por parte dos credores.

Nesse sentido, Minsky completa:

(...)The first theorem of the financial instability hypothesis is that the economy has financing regimes under which it is stable, and financing regimes in which it is unstable. The second theorem of the financial instability hypothesis is that over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system. In particular, over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move to a financial structure in which there is a large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance. Furthermore, if an economy is in an inflationary state, and the authorities attempt to exorcise inflation by monetary constraint, then speculative units will become Ponzi units and the net worth of previously Ponzi units will quickly evaporate. Consequently, units with cash flow shortfalls will be forced to try to make positions by selling out positions. This is likely to lead to a collapse of asset values (MINSKY, 1992, p.7-8)

Assim, de modo geral, a reversão do ciclo econômico e o fim do cenário econômico positivo ocorrem com a não validação sucessiva dos investimentos feitos anteriormente, dos preços pagos pelos ativos e dos empréstimos pelos lucros. Situação que gera uma busca pela liquidez, fazendo com que os bancos reduzam os empréstimos e aumentem os juros, com isso firmas com posturas especulativa e *Ponzi* começam a ter dificuldades para honrar suas obrigações e a saída, na busca por capital, passa a ser a venda de ativos, levando a uma queda nos preços dos ativos e, assim, as obrigações não são pagas, deflagrando-se a crise. A economia entra na fase de recessão, a deflação de dívida.

Ferreira, Penin (2007, p. 2) completam:

A Hipótese da Instabilidade Financeira formulada por Minsky atesta que a economia capitalista cria endogenamente uma estrutura financeira sujeita a crise a partir do funcionamento normal dos mercados. Esse padrão de crescimento do capitalismo seria instável por ser acompanhado de maior fragilidade do sistema. Flutuações econômicas, amplificadas pela ação do sistema financeiro, seriam manifestações de mudanças nas condições de financiamento da economia.

Portanto, para Minsky as crises são conseqüência da forma como a economia é estruturada, sendo que a melhor maneira de se prevenir crises seria a intervenção governamental nos mercados financeiros, mas isso exigiria cautela por trazer maior rigidez e limitar a atuação das forças de crescimento do capitalismo.

2.2 DERIVATIVOS, HEGDE E ESPECULAÇÃO

O derivativo financeiro é uma inovação financeira que surgiu no final da década de 1970 e começo da década de 1980 como reflexo do fim do Acordo de Bretton Woods, que gerou o fim do sistema de câmbio fixo, a flutuação das taxas de juros e da inflação, além do preço do petróleo, o que resultou em um aumento da incerteza quanto ao futuro pelos agentes econômicos ao redor do mundo.

Dessa forma, os bancos passaram a buscar uma forma de proteger seus clientes frente a essas flutuações de preços e taxas, levando-os a buscar novos instrumentos que pudessem dar essa proteção, assim a inovação se tornou fundamental na luta pela concorrência.

Assim, surgem os derivativos com o propósito de proteger rendas e receitas dos agentes econômicos contra as variações excessivas, contudo na busca por maiores lucros por parte dos bancos esse instrumento acabou se tornando mais um produto que os bancos passaram a oferecer para seus clientes de forma indiscriminada.

Existem diversos conceitos para derivativos, segundo Dodd; Griffith-Jones (2007, p. 13) derivativo é um contrato financeiro que tem seu valor derivado de outro ativo, como o preço de uma *commodity*, índice, taxa ou evento, e frequentemente estão embutidos em títulos híbridos ou estruturados, já segundo Hull (2005) derivativos são instrumentos financeiros que têm a função econômica de criar mercados, descobrir preços futuros e permitir o gerenciamento de riscos, protegendo as empresas contra perdas.

Eles surgiram com o objetivo de proteger os agentes econômicos contra os riscos de oscilações nos preços dos ativos, principalmente, de produtos agrícolas em um primeiro momento, contudo, com o desenvolvimento dos mercados financeiros os derivativos passaram a ser usados com outras finalidades tais como, alavancagem para aumentar a rentabilidade de uma opção já existente, arbitragem para buscar lucros na diferença de preços em mercados diferentes e especulação que permite investir no mercado futuro sem possuir o capital correspondente no mercado à vista.

Assim, os derivativos permitem reduzir diferentes tipos de riscos relacionados às finanças, mas também permitem multiplicar as perdas ou os ganhos em relação ao investimento inicial, já que no mercado de derivativos um pequeno investimento inicial permitem a movimentação de grandes quantias. Este fato revela o risco

envolvido no mercado de derivativos no tocante ao tamanho da participação da firma ou agente.

Conseqüentemente, o principal problema relativo ao mercado de derivativos não é a participação ou não participação nesse mercado, mas sim, a postura adotada ao ingressar nesse mercado, sendo que pode-se adotar uma postura *hedge* ou especulativa, já que os bancos os vendem indiscriminadamente, vendo-o apenas como mais um produto que tem como objetivo gerar lucro.

Basicamente, uma posição *hedge* assumida em derivativos é feita para a proteção de riscos e consiste em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista, já uma posição especulativa, segundo Kaldor (1939), é a compra (ou venda) de mercadorias tendo em vista a revenda (ou recompra) a uma data posterior quando o motivo de tal ação é a antecipação de uma mudança nos preços em vigor e não uma vantagem resultante de seu uso ou uma transformação ou transferência de um mercado para outro.

Assim, operações de *hedge* não podem, por definição, acarretar perdas significativas, já operações especulativas podem levar à prejuízos insustentáveis, falências e, dependendo do perfil dos agentes atingidos, riscos sistêmicos.

Os derivativos podem ser usados como *hedge* como substitutos de uma operação que seria realizada em um período futuro no mercado à vista, sendo que essa operação pode ter várias finalidades, tais como, liquidar uma posição anteriormente existente no mercado à vista, cumprir um compromisso, em conseqüência de um contrato já existente.

Já se usados para especulação os derivativos são operados como uma posição líquida, comprada ou vendida, em um mercado de derivativos, sem cobertura de uma posição oposta no mercado com vencimento em data diferente.

Ou seja, para que se dê o caráter especulativo na utilização dos derivativos, o agente deve ter adquirido o contrato do derivativo, deve ter “comprado” ou “vendido” o derivativo, sem possuir o capital que possa garantir o cumprimento do contrato.

3 A ECONOMIA PRÉ-CRISE NO BRASIL E NO MUNDO

3.1 CENÁRIO ECONÔMICO PRÉ-CRISE NO MUNDO

Como prenuncia a Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky a crise do *subprime* norte-americano foi precedida por um período de estabilidade e crescimento econômico, com expectativas por parte dos governos e dos agentes financeiros de que esse cenário continuaria no longo prazo, como é possível observar na Tabela 1 que mostra as projeções para o PIB.

TABELA 1 – PROJEÇÕES DO PIB PARA A ECONOMIA MUNDIAL

PROJEÇÕES	ABRIL/07	OUTUBRO/07	ABRIL/08	OUTUBRO/08	ABRIL/09
PIB mundial	4,9	5,2	3,7	3,9	-1,3
Economias avançadas	2,7	2,5	1,3	1,5	-3,8
Economias emergentes	7,2	8,1	6,7	6,9	1,6

FONTE: FMI (2010)

Como mostra a Tabela 1, as boas expectativas continuaram apesar da gravidade da crise no mercado imobiliário norte-americano, que havia iniciado já em meados de 2007, apesar das projeções apresentarem uma pequena piora para 2008, as expectativas eram de que a crise não se aprofundaria e se tornaria mundial.

Esse cenário gerou um relaxamento nos bancos que passaram a fazer empréstimos para clientes de baixa renda e com histórico de inadimplência, fato que foi o ponto de partida para que a crise se formasse.

Cabe o destaque que já em março de 2008 o quinto maior banco de investimentos dos EUA, o Bear Stearns, foi a falência e acabou sendo vendido para o JP Morgan Chase, em seguida, em 15 de setembro de 2008 o banco norte-americano Lehman Brothers pediu concordata, fato que representou o marco inicial da crise financeira mundial.

Conseqüentemente, as expectativas e as previsões para 2009 mudaram radicalmente, com um ajuste negativo bem mais relevante em todas as variáveis observadas, já que nesse momento os efeitos da crise já eram sentidos quase que mundialmente.

Portanto, fica claro que o *boom* por qual a economia mundial tinha passado refletiu nas expectativas dos agentes econômicos em um primeiro momento com uma melhora nas expectativas de longo prazo, até outubro de 2008, quando essas expectativas se reverteram em função da crise que já havia se alastrado mundialmente.

O fato de em um primeiro momento a crise não ter afetado as expectativas dos agentes ajuda a explicar por que alguns agentes acabaram se expondo demais a certos riscos.

3.2 CENÁRIO ECONÔMICO PRÉ-CRISE NO BRASIL

No Brasil as expectativas também eram boas, já que no período de 2003 a 2008, segundo IBGE (2010), a economia cresceu a uma taxa média de 3,9%, sendo que nos dois últimos anos desse período o crescimento foi acima de 5,0%, o que gerou um crescente otimismo nos agentes econômicos brasileiros.

Outros dois indicadores também mostravam a melhora no cenário econômico brasileiro, a taxa Selic vinha sofrendo uma queda progressiva, de 21% ao ano em 2003, segundo MINISTÉRIO DA FAZENDA (2010), para aproximadamente 12% ao ano, o que levou a um barateamento do crédito interno.

A queda da taxa Selic veio acompanhada da queda na taxa de inflação, com o IPCA acumulado caindo, segundo IBGE (2010), de aproximadamente 15% ao ano em 2003 para 5,9% ao ano no final de 2008.

Esses fatos foram acompanhados pela persistente queda da cotação do dólar em relação ao real, de R\$ 3,50 por dólar, em 2003, a taxa de câmbio chegou a atingir menos de R\$ 1,60 por dólar em julho de 2008, segundo BANCO CENTRAL DO BRASIL (2010).

Os agentes econômicos brasileiros possuíam a expectativa de que esse cenário se estenderia no longo prazo, como mostra pesquisa de opinião de mercado do Banco Central do Brasil, a previsão era de que a cotação do dólar chegaria ao final de 2008 em, aproximadamente, R\$ 1,60.

Nacionalmente, outro fator tinha força na formação das expectativas, muitos agentes acreditavam que o Brasil, junto com outros países em desenvolvimento,

estava ganhando certa independência econômica dos países desenvolvidos, assim a crise que havia começado nesses países teria um menor impacto na economia nacional.

Todos os componentes desse cenário levaram os agentes econômicos nacionais a acreditarem que a situação do Brasil era tranqüila e estável, gerando um relaxamento nos agentes econômicos que passaram a buscar capital para fazer investimentos e os credores também começaram a facilitar os empréstimos levados por esse bom momento da economia brasileira.

Assim, a maioria dos agentes começaram a tomar riscos em excesso, fragilizando a economia brasileira e resultando no agravamento da crise no território nacional, com muitas empresas nacionais tendo grandes prejuízos, especialmente, com derivativos, como será demonstrado a seguir.

4 OS CASOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Com o agravamento da crise financeira internacional no segundo semestre de 2008, que levou a uma escassez de crédito, aumento da aversão ao risco e alta da cotação do dólar, seus efeitos chegaram ao Brasil mostrando que muitas empresas produtivas nacionais estavam com posições alavancadas, já que várias dessas empresas apresentaram prejuízo devido à volatilidade dos preços dos ativos, principalmente, da cotação do dólar, devido ao pânico que havia se instalado na economia mundial, o que levou os agentes econômicos a buscarem investimentos de maior “qualidade”, ou seja, eles levaram seu capital para economias mais sólidas, gerando uma grande diminuição do fluxo de capital para as economias em desenvolvimento, entre elas o Brasil, elevando a cotação do dólar.

Nesse cenário muitas empresas começaram a divulgar que haviam sofrido enormes prejuízos, principalmente, por apostarem errado em derivativos, essas empresas apostaram que o real continuaria a se valorizar frente ao dólar, o que vinha acontecendo e que muitos previam que continuaria a acontecer, porém com o aprofundamento da crise internacional a cotação do dólar passou a se valorizar, fato que levou essas empresas a prejuízos.

Merece destaque o fato que muitas dessas empresas que tiveram prejuízos com derivativos serem empresas exportadoras, o que, em parte, explica o motivo de elas estarem utilizando derivativos para proteção de suas receitas, porém, os enormes prejuízos não deveriam ter acontecidos se os derivativos tivessem sido usados apenas para proteção, já que assim as empresas teriam a receita, que estariam protegendo, para receber e quitar o derivativo, o que gera uma suspeita que os montantes elevados de suas operações, muito superiores a suas receitas de exportação, seriam um sinal de uma postura especulativa por parte dessas empresas.

Entre as empresas que passaram por este problema destaca-se a Sadia S. A., empresa brasileira do setor alimentício, líder de mercado em todos os setores em que atua e uma das maiores empresas exportadoras do Brasil, que sofreu enormes prejuízos, teve sua credibilidade frente aos agentes econômicos abalada e, por fim, acabou sofrendo uma fusão, com outra empresa do setor alimentício, a Perdigão, e

a Aracruz Celulose S.A, considerada a maior produtora de celulose de eucalipto, tem nas exportações a maior parte de suas receitas.

4.1 O CASO DA SADIA

A Sadia foi uma das empresas brasileiras que sofreram perdas devido à utilização de derivativos, após três trimestres de crescimento de sua receita operacional em 2008, no dia 25 de setembro de 2008, depois de uma desvalorização média de 16% do real perante o dólar, a empresa liquidou antecipadamente operações realizadas no mercado financeiro relacionadas a derivativos, devido à alta da cotação do dólar e do agravamento da crise mundial, segundo comunicado oficial da empresa.

Ela se tornou assim a primeira empresa brasileira não-financeira a comunicar perdas relacionadas diretamente à crise financeira internacional, sendo que essas perdas foram de R\$ 760 milhões referente a liquidação dessas operações.

Esse comunicado surpreendeu grande parte do mercado, o que refletiu no valor das suas ações, seu valor de mercado chegou a cair de 8 bilhões de reais, antes do anúncio, para 4,5 bilhões após anúncio. Não se esperava que uma empresa exportadora do ramo de alimentos estivesse assim tão exposta a esse tipo de variação cambial (Garcia; Vervloet, 2009).

A participação da Sadia no mercado de derivativos, ou pelo menos, no mercado financeiro, já era grande antes do aprofundamento da crise internacional, pois como mostra seus Demonstrativos de Resultado de Exercício (DRE) para os anos anteriores a 2008 a receita operacional financeira da empresa já era parte considerável de suas receitas totais, como mostra a Tabela 2.

TABELA 2 – EVOLUÇÃO DA DESPESA/RECEITA OPERACIONAL FINANCEIRA E DO RESULTADO OPERACIONAL DA SADIA (R\$ MILHÕES) – 2006 A 2009

	<i>DESPESA/RECEITA OPERACIONAL FINANCEIRA</i>	RESULTADO OPERACIONAL
1T06	104	75,1
2T06	47,4	68,3

3T06	40,7	151,6
4T06	-	-
1T07	-6,4	144,1
2T07	-3,8	278,8
3T07	-15,1	441,4
4T07	132	867,3
1T08	90,2	223,9
2T08	96,6	387,9
3T08	-1.189,4	-695,7
4T08	-3.892,3	-3.197,9
1T09	-260	-318,8
2T09	346,5	400,7

FONTE: SADIA (2007, 2008, 2010)

Como mostra a Tabela 2 a Sadia já apresentava em 2006 grandes receitas operacionais financeiras, sendo que no primeiro trimestre de 2006 sua exposição a variações cambiais era enorme, já que sua receita operacional financeira foi 38% maior que seu resultado operacional, fato que deixa claro como suas posições eram alavancadas.

Nos trimestres seguintes ocorreu uma reversão deste cenário, contudo sua receita operacional financeira ainda representava grande parte do seu resultado operacional, sendo que no segundo trimestre sua receita operacional financeira era 69% de seu resultado operacional, no terceiro trimestre essa parcela era de 27%.

Em 2007 a Sadia apresentou um lucro de R\$ 768 milhões, com a receita líquida chegando à R\$ 8,7 bilhões, dessa receita líquida R\$ 4,5 bilhões eram provenientes de exportação, sendo que desse lucro R\$ 132 milhões eram de receitas operacionais financeiras, ou seja, 17% do lucro da empresa no ano tinha origem em operações financeiras, desse lucro advindo de receitas operacionais financeiras grande parte era originária de derivativos financeiros em dólar, como demonstra a Tabela 3.

TABELA 3 – EXPOSIÇÃO CAMBIAL DA SADIA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2007

CONSOLIDADO			
31/12/2007			
	Notional	Taxa média	Valor justo
	Original ¹		Exposto ²

¹ Quantidades originais contratadas.

² Considera a probabilidade de exercício do notional contratado, com base na curva futura do dólar.

	US\$ mil	US\$ mil	R\$/US\$	R\$ mil
Contratos futuros de dólar				
Non Deliverable Forward	380.000	380.000	2,00	57.355
Target Forward	347.500	347.500	1,95	30.505
Posição Vendida de US\$	727.500	727.500	1,97	87.860
Target Forward	390.000	572.500	1,81	11.952
Compra de opções de compra US\$	250.000	250.000	1,95	-
Posição Comprada de US\$	640.000	822.500	1,87	11.952
Posição Líquida de US\$	87.500	95.000		99.812

FONTE: SADIA (2007)

Sendo que grande parcela dos contratos de derivativos eram do tipo *target forward*, onde a empresa aposta duas vezes na valorização do real, ele funciona basicamente da seguinte forma, primeiro a empresa vende ao banco o dólar através de um derivativo chamado *non deliverable forward*, é uma venda a termo, onde a empresa se compromete a entregar o dólar em um dia qualquer do futuro, por uma cotação pré-fixada, é o *hedge* clássico.

Porém, a Sadia vendia uma segunda vez os dólares ao banco através de uma opção de compra. Através dela, o banco paga um valor à empresa para ter o direito de comprar o dólar no futuro pela cotação pré-estabelecida, caso a taxa de câmbio no dia de vencimento desse contrato estivesse menor que a pré-estabelecida, o banco não exerceria seu poder de compra e a operação se encerra, já se na data de vencimento a taxa de câmbio estivesse acima da pré-estabelecida, a Sadia teria que comprar dólares a taxa atual para vender ao banco a taxa pré-estabelecida menor.

Esse tipo de derivativo tem um risco muito grande, pois caso a taxa de câmbio na data de vencimento esteja acima da pré-estabelecida a empresa é obrigada a comprar dólares mais caro para repassar ao banco por um valor menor, gerando prejuízo.

O que demonstra que apesar da Sadia ser uma empresa exportadora que deve buscar a proteção de suas receitas ante variações da cotação do dólar, além de outras moedas, ela já estava apostando alto em derivativos, já que para esse tipo de derivativo os eventuais ganhos são mínimos em comparação ao grande prejuízo que eles podem acarretar caso a variação cambial seja no sentido contrário ao apostado.

É o que mostra Nassif (2008) em um exemplo da magnitude que o prejuízo causado por esse tipo de derivativo pode chegar, hipoteticamente, se uma empresa vendesse US\$ 10 milhões a um banco uma segunda vez, após já ter vendido através de um *non deliverable forward*, através de uma opção de compra, assim o banco passava a ter direito de comprar US\$ 10 milhões a uma taxa de câmbio pré-estabelecida, no exemplo R\$ 1,73, na data de vencimento da opção, se na data de vencimento a taxa estivesse abaixo de R\$ 1,73 o banco não exerceria o direito de compra.

Contudo, se a taxa de câmbio estivesse acima da pré-estabelecida, por exemplo, se a taxa fosse R\$ 2,00, a empresa teria que adquirir por esse valor no mercado, para entregar ao banco por R\$ 1,73. Sua perda seria de 13,5% ou R\$ 2,7 milhões. A empresa perde entregando os dólares a termo por esse valor e perde comprando dólares no mercado para pagar as opções.

Entretanto, apesar do risco embutido nas operações que a Sadia vinha realizando, ela continuou a apostar em derivativos no ano seguinte, já que as previsões apontavam para a continuidade da valorização do real frente ao dólar e os lucros com essas operações vinham sendo significativos.

Assim, no ano de 2008 a Sadia manteve sua política administrativa e financeira e nos três primeiros trimestre daquele ano seu resultado foi bom, com sua receita líquida acumulando R\$ 7,6 bilhões, um aumento de 26% em relação com o mesmo período de 2007, contudo ela já apresentava alguns números preocupantes nesse período, o terceiro trimestre de 2008 foi fechado com um prejuízo de R\$ 442 milhões, sendo que neste mesmo trimestre sua despesa operacional financeira chegou a R\$ 1,1 bilhão, no mesmo período de 2007 ela teve lucro de R\$ 393 milhões.

Entretanto, foi no quarto trimestre de 2008, com o aprofundamento da crise internacional, que a situação da empresa começou a se deteriorar de forma mais grave, pois após uma desvalorização média de 16% do real frente ao dólar em menos de dois meses as operações com derivativos que a Sadia vinha trabalhando chegou a um ponto crítico, como mostra a Tabela 4 a exposição cambial da empresa era grande no ano de 2008.

TABELA 4 – EXPOSIÇÃO CAMBIAL DA SADIA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2008

CONSOLIDADO				
31/12/2008				
	Notional Original ³ US\$ mil	Exposto ⁴ US\$ mil	Taxa média R\$/US\$	Valor justo R\$ mil
Contratos futuros de dólar				
Non Deliverable Forward	295.000	295.000	2,33	(11.726)
Target Forward	1.490.000	2.980.000	1,78	(1.774.298)
Venda de opções de compra US\$	751.667	751.667	1,91	(331.546)
Posição Vendida de US\$	2.536.667	4.026.667	1,85	(2.117.570)
Non Deliverable Forward	2.967.667	2.967.667	2,36	(1.366)
Target Forward	320.000	80.000	1,79	45.666
Venda de opções de compra US\$	491.667	491.667	1,80	97.073
Posição Comprada de US\$	3.779.334	3.539.334	2,27	141.373
Posição Líquida de US\$	1.242.667	487.333		(1.976.197)

FONTE: SADIA (2008)

Com o pedido de concordata do banco norte-americano Lehman Brothers e a cotação do dólar que já vinha caindo, a crise financeira se tornou realmente internacional, assim em 25 de setembro de 2008, como já foi dito, a Sadia lança por meio de seu Departamento de Relacionamento com o Investidor uma nota noticiando a liquidação antecipada de algumas operações com derivativos, o que ocasionou perdas no montante de R\$ 760 milhões.

Contudo, a exposição cambial da Sadia ainda era grande através, principalmente, de derivativos tóxicos, derivativos com grande risco embutido, como já mostrou a Tabela 4, em comparação com sua receita operacional líquida de exportação que no ano foi de R\$ 5,5 bilhões, dessa forma ao final do ano de 2008 apesar dela ter tido uma receita líquida de R\$ 10,7 bilhões seu prejuízo ficou em R\$ 2,4 bilhões, assim 2008 foi o primeiro ano em 64 anos de história que a Sadia apresentou prejuízo ao final de um ano.

³ Quantidades originais contratadas.

⁴ Considera a probabilidade de exercício do notional contratado, com base na curva futura do dólar.

Como mostra Valor Econômico (2008), a Sadia não estava apenas apostando em derivativos cambiais como também em derivativos de crédito sofisticados como *first to default* e *credit default swaps*, além de títulos atrelados a dívidas de diversas instituições, como o banco norte-americano Lehman Brothers, que no auge da crise pediu concordata.

Nessas operações de derivativos de crédito, a empresa assume o risco de inadimplência ou de uma ou mais instituições. Quando elas quebram ou deixam de pagar suas dívidas, os contratos precisam ser liquidados. (Valor Econômico, 2008).

Todos esses fatos tiveram um efeito negativo para a Sadia, o que levou sua dívida líquida pular de R\$ 724 milhões para R\$ 6,7 bilhões e ver seu valor de mercado cair de R\$ 6,9 bilhões para R\$ 2,5 bilhões no período de um ano.

Após esse prejuízo ser anunciado a Sadia começou a reduzir sua exposição a derivativos cambiais, buscando equilíbrio em suas finanças, segundo G1 (2008), a idéia da empresa é trazer a exposição a um patamar máximo de R\$ 500 milhões, ou cerca de dois meses de exportações.

Cabe o destaque que devido a nova lei contábil nº 11.638/07, que entrou em vigor em 1º de janeiro de 2008, que buscava a atualização das regras contábeis brasileiras e o aprofundamento da harmonização dessas regras com os pronunciamentos internacionais, em especial os emitidos pelo International Accounting Standards Board (IASB), por meio dos International Financial Reporting Standards (IFRS), os derivativos foram contabilizados pelo seu valor justo e os potenciais ganhos e perdas foram reconhecidos no resultado de 2008, mesmo antes de suas realizações, o que elevou o prejuízo. Sem antecipar em 2008 as perdas que terá este ano, a empresa diz que seu prejuízo seria de R\$ 468 milhões.

Fato que foi benéfico para a economia nacional, já que gerou maior transparência das demonstrações financeiras das empresas, pois passaram a mostrar a real situação da empresa em determinado com seus compromissos presentes e futuros.

Apesar dos esforços para diminuir sua exposição cambial e equilibrar suas contas, a Sadia apresentou prejuízo no valor de R\$ 239 milhões no primeiro trimestre de 2009, uma reversão sobre o lucro de R\$ 248 milhões registrado no mesmo período de 2008.

Entretanto, os danos a empresa foram além de perdas financeiras, em termos de governança ela tornou uma referência negativa, pois apesar de em seu estatuto

políticas de controle de risco, esse fatos mostraram que essas políticas eram ignoradas, o que gerou uma queda no preço de suas ações, além de processos contra a empresa por parte dos acionistas e, por fim, levou a demissão do diretor financeiro da empresa, Adriano Ferreira, que acabou sendo responsabilizado pelas operações com derivativos que causaram esse grande prejuízo para a empresa.

A Sadia começou o ano de 2009 apresentando prejuízo devido, principalmente, aos custos e despesas maiores e forte perdas financeiras, os custos com produtos ficaram em R\$ 2,07 bilhões, o prejuízo com operações financeiras chegou a R\$ 260 milhões.

Já no segundo semestre de 2009 o resultado financeiro da Sadia teve uma melhora, com sua receita líquida ficando em R\$ 5,03 bilhões e a receita operacional financeira em R\$ 346 milhões de lucro, assim ela fechou o trimestre com R\$ 107 milhões de lucro.

O que refletiu as expectativas do diretor de Relação com os Investidores, Wilson Teixeira, para o ano de 2009. Contudo, mesmo com essa melhora em seu resultado financeiro, a situação da Sadia frente ao mercado continuou frágil, o que levou a sua fusão com outro gigante do setor alimentício, a Perdigão S. A., fato que segundo que a corretora Brascan (Portal Exame, 2009) gerariam ganhos de sinergia chegariam a 2,2 bilhões de reais e trariam um aumento de 23,4% no valor de mercado das duas empresas juntas.

Com a fusão foi criada a Brasil Foods S. A., uma empresa que ficará entre as dez maiores do setor alimentício das Américas, maior produtora e exportadora mundial de carnes processadas e terceira maior exportadora brasileira (atrás de Petrobras e da mineradora Vale), com cerca de 119 mil funcionários, 42 fábricas e mais de R\$ 10 bilhões em exportações por ano (cerca de 42% da produção), a gigante surge com um faturamento anual líquido de R\$ 22 bilhões (Folha de São Paulo, 2009).

4.2 O CASO DA ARACRUZ

A Aracruz Celulose é outra grande empresa exportadora brasileira que sofreu perdas devido a derivativos durante a crise financeira internacional, seguindo o

anúncio da Sadia, a Aracruz divulgou em 26 de setembro de 2008 que estava exposta acima do limite estabelecido em suas posições em derivativos cambiais e que a alta na cotação do dólar ocasionou perdas financeiras para a empresa.

TABELA 5 - EVOLUÇÃO DA DESPESA/RECEITA OPERACIONAL FINANCEIRA E DO RESULTADO OPERACIONAL DA ARACRUZ (R\$ MILHÕES) – 2005 A 2009

	DESPESA/RECEITA OPERACIONAL FINANCEIRA	RESULTADO OPERACIONAL
2005	49,4	483,2
2006	134,2	939,3
2007	29,9	1.039,90
2008	-5.924,5	-5.353
1T2009	-109,8	-
2T2009	30,9	-
3T2009	571	181
4T2009	-67	-150

FONTE: FIBRIA (2010)

Contudo como mostra a Tabela 5, a Aracruz já vinha participando do mercado de derivativos há algum tempo e de forma expressiva, entretanto com resultados positivos essas operações estavam gerando receita para a empresa até o ano de 2007.

Assim, o agravamento da crise financeira internacional, que levou a cotação do dólar subir em relação ao real, teve um efeito nefasto nas operações de derivativos da Aracruz e em 26 de setembro de 2008, um dia após a Sadia anunciar perdas devido a operações com derivativos, a Aracruz também anunciou perdas com operações de derivativos, principalmente *target forward*, que totalizaram R\$ 1,9 bilhão no terceiro trimestre de 2008, com as despesas financeiras líquidas totalizando R\$ 2,1 bilhões no mesmo trimestre.

Apesar dos esforços da Aracruz para diminuir sua exposição cambial e preservar o caixa, no quarto trimestre de 2008 sua despesa operacional financeira foi de R\$ 2,8 bilhões, em 3 de novembro de 2008, a Aracruz chegou a um acordo com os bancos que eram contrapartes em diversas operações com derivativos, para eliminar 97% de sua exposição a esses instrumentos, tendo registrado uma perda total de aproximadamente US\$ 2,13 bilhões (fair value). (ARACRUZ, 2009)

Esses péssimos resultados levaram a Aracruz a perder seu diretor financeiro e de relação com investidores, Isac Zagury, e a fechar o ano de 2008 com um prejuízo líquido de R\$ 4,2 bilhões, além de ter sua credibilidade fortemente abalada.

Apenas no quarto trimestre a Aracruz teve R\$ 77 milhões de prejuízo com derivativos exóticos, além de R\$ 517 milhões de prejuízo com contratos de *swap* de dólar, sendo que no trimestre anterior os prejuízos foram de R\$1,9 bilhão e R\$ 457 milhões, respectivamente. (ARACRUZ, 2009)

Esses números deixam claro que a Aracruz estava altamente exposta a variação do dólar, já que aparentemente ela estava usando derivativos com o objetivo de conseguir lucros maiores e não apenas a proteção de sua receita, sinalizando que a empresa vinha especulando no mercado financeiro na busca por aumentar sua receita.

Dessa forma, com a Aracruz afundada em dívidas, começou o ano de 2009, com a empresa buscando fazer acordos para pagar suas dívidas com os bancos credores com os quais ela havia adquirido derivativos cambiais, acordos que foram praticamente concluídos já no mês de janeiro, o que levou a retomada do processo de fusão da Aracruz com a Votorantim Papel e Celulose. (VEJA, 2009)

O acordo de fusão foi fechado em 1º de setembro de 2009 após a Votorantim Papel e Celulose fechar acordo para compra de 28,03% de participação na Aracruz, assim surgiu a Fibria, uma gigante da celulose com receita líquida estimada em R\$ 6 bilhões.

4.3 OUTROS CASOS

Além de Sadia e Aracruz, outras empresas brasileiras tiveram prejuízos com derivativos cambiais, estimativas do BNDES davam conta que mais de 200 empresas de médio e grande sofriam de exposição excessiva a volatilidade cambial.

Entre essas empresas está o Grupo Votorantim, que divulgou, em 10 de outubro de 2008, nota de esclarecimento ao mercado em que reconhece perdas de 2,2 bilhões de reais com a eliminação de sua exposição cambial decorrente de operações de *swap* em dólar. A empresa tornou-se, dessa forma, a nova vítima da disparada do dólar devido a suas apostas na desvalorização por meio de derivativos. (PORTAL EXAME, 2008)

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

A Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) também sofreu prejuízos com derivativos, a empresa admitiu em seu balanço uma perda de R\$ 1,3 bilhão decorrente de uma operação de swap que derrubou em 94,3% seu lucro líquido, para R\$ 40 milhões, ante os US\$ 699 milhões atingidos em igual período do ano anterior.

Além das empresas supracitadas, muitas empresas de médio porte, não necessariamente do setor exportador, tiveram problemas com derivativos. Exemplo disso é a rede de lojas de móveis Tok & Stok que buscava se proteger contra variações cambiais sobre empréstimos que havia tomado em dólar e acabou sofrendo prejuízos de 55 milhões de reais. Aqui vale citar que essa empresa não é exportadora, não possuindo receitas em dólares. Os grandes prejuízos sofridos são clara evidência de que suas operações com *hedge* foram montadas de maneira equivocada se o objetivo era puramente proteção, pois acabou aumentando seu risco natural e não o diminuindo. A empresa agora processa o banco que montou essas operações, alegando que o mesmo lhe vendeu um produto diferente do que era necessário. (Garcia; Vervloet, 2009)

5. ESPECULAÇÃO OU HEDGE?

Em uma crise da magnitude da crise financeira que teve início em 2007 e se alastrou pelo globo no terceiro trimestre de 2008, é de se esperar que a maioria dos países sofra com seus efeitos, com o Brasil não seria diferente e como essa era uma crise que teve uma origem externa, um dos setores mais afetados seria o setor exportador, sendo que ele pode ser afetado de diversas formas.

Como a crise afetou de forma mais pesada as economias desenvolvidas que possuem grande demanda de importação, principalmente, para produtos que o Brasil exporta, dessa forma com a aprofundamento da crise a demanda por importações dessas economias diminuiu afetando o Brasil.

Outro fator que afetou a economia brasileira foi que a crise levou a uma escassez de crédito, pois a confiança dos agentes econômicos foi abalada pela crise e pela quebra de diversos bancos e grandes empresas devido à crise.

Contudo, um fato chamou a atenção quando os primeiros efeitos da crise chegaram ao Brasil, principalmente, o grande aumento da cotação do dólar em relação ao real, várias empresas exportadoras apresentaram prejuízos com instrumentos financeiros que deveriam ser usados para a proteção de suas receitas.

Dessa forma, criaram-se suspeitas de que essas empresas estariam usando derivativos financeiros para especulação em busca de lucros e não para a proteção de suas receitas em moedas estrangeiras, segundo Garcia; Vervloet, (2009), embora não seja fácil conseguir encontrar meios de mostrar estatisticamente que tais empresas estariam especulando, pois isso envolveria obter acesso a informações confidenciais dos contratos negociados pelas mesmas, existem vários indícios que apontam nesse sentido.

Era de se esperar que as empresas exportadoras brasileiras estivessem utilizando de derivativos cambiais para a proteção de suas receitas, já que seus custos são em real e grande parte de suas receitas são em dólar.

Entretanto, as perdas apresentadas devido a derivativos foram de uma magnitude elevada não compatível com o objetivo da utilização de derivativos cambiais para a proteção de receitas, o que indica a utilização desses instrumentos para a geração de receitas com a especulação sobre a cotação do dólar em relação ao real.

Se junta a isto, o fato de que um número elevado de empresas sofreu perdas relacionadas a derivativos cambiais, segundo estimativas do BNDES foram mais de 200 empresas de médio e grande porte teriam sofrido perdas com derivativos, sendo que essas empresas estão acostumadas a utilizar esses tipos de instrumentos financeiros e possuem profissionais responsáveis por suas finanças, dessa forma, a suspeita de que essas empresas vinham especulando com derivativos aumenta, já que seria extremamente difícil todas essas empresas terem errado e se exposto dessa maneira a riscos cambiais.

O tipo de derivativo usado pela maioria dessas empresas, o *target forward*, vem corroborar a suspeita de especulação com derivativos cambiais, já que ao contratar esse tipo de produto as empresas estavam cientes de que estariam se expondo de maneira gritante caso houvesse reversão da taxa de câmbio e, mesmo assim, optaram por ele em detrimento de derivativos mais tradicionais e seguros.

Soma-se a isso o fato de que os bancos vendiam de forma quase que indiscriminada esse tipo de derivativo, com o objetivo de lucrar e ganhar mercado frente à concorrência, também é possível imaginar que esse tipo de derivativo era uma opção mais barata em comparação com outros instrumentos cambiais devido ao maior risco para o comprador contido nesse tipo de derivativo.

Assim, as empresas acreditando na continuação do cenário estável brasileiro no longo prazo passaram a utilizar esse tipo de derivativo para proteção de suas receitas, aproveitando-se de seu menor preço e possibilidade de obter ganhos adicionais.

A conseqüência disso tudo é que uma situação que já seria desfavorável para essas empresas, devido às reduções no consumo e comércio internacionais, redução da oferta de crédito, fuga de capital estrangeiro investido no país e tantos outros problemas relacionados, se tornou ainda pior devido às grandes perdas observadas no mercado de derivativos. (Garcia; Vervloet, 2009)

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise financeira internacional que teve origem no mercado imobiliário norte-americano em 2007 chegou ao Brasil no terceiro trimestre de 2008, com o pedido de concordata do banco Lehman Brothers, que teve como consequência, principalmente, a escassez de crédito no mercado internacional e a alta da cotação do dólar em relação ao real.

Essa depreciação do real chegou a 42% entre 1º de setembro e 31 de dezembro de 2008 e acabou atingindo negativamente de forma expressiva um grupo de empresas que deveriam estar preparadas para esse tipo de situação, as empresas produtoras exportadoras.

Esse tipo de empresa deveria estar protegida para desvalorizações do real, já que grande parte de suas receitas são em dólar sendo então necessário a proteção dessa receita e isso é feito através de derivativos cambiais, contudo foram esses mesmos derivativos que afetaram essas empresas negativamente, gerando grandes prejuízos para elas. Entre essas empresas as que mais se destacam por terem apresentados as maiores perdas foram a Sadia S.A. e a Aracruz Papel e Celulose.

Dessa forma nasceu a suspeita de que essas empresas vinham utilizando derivativos cambiais para a especulação com o objetivo de aumentar suas receitas e analisando os resultados dessas empresas, principalmente, Sadia e Aracruz. É possível observar que elas já vinham com uma alta exposição cambial desde antes do início da atual crise financeira internacional e a receita advinda desses instrumentos cambiais era parte importante de seus resultados operacionais.

Apesar da falta de evidências mais concretas em relação a utilização de derivativos cambiais para especulação, os dados apresentados indicam que provavelmente era isto o que realmente vinha acontecendo, dada as grandes perdas sofridas com essas operações cambiais, já que essas empresas estão acostumadas a trabalhar com esse tipo de instrumento financeiro e possuem profissionais responsáveis por suas áreas financeiras.

Assim, é pouco provável que essas empresas tenham errado no momento de montar essas operações ou que não tinham conhecimento dos desdobramentos que essas operações poderiam ter, o que reforça a chance delas terem usado os derivativos para especulação.

Contudo, os bancos que negociam esses derivativos também são, em parte, responsáveis por essa situação, já que para aumentarem suas receitas eles passaram a oferecer e vender de forma indiscriminada, para qualquer tipo de empresa, derivativos cambiais fato que acabou facilitando a ocorrência desse tipo de situação.

Portanto, apesar da impossibilidade de confirmação de que essas empresas vinham especulando com os derivativos, fica claro que falhas ocorreram seja no controle interno dessas empresas que as expuseram e a seus acionistas a riscos desnecessários, seja por parte dos reguladores do mercado financeiro que permitiram que essas empresas e, principalmente, os bancos atuassem de forma tão inconseqüente, vendendo esse tipo de instrumento financeiro sem nenhum critério.

Assim, deve-se atentar para o caso ocorrido com as empresas exportadoras brasileiras, já que elas mostraram a necessidade de uma nova discussão sobre a reformulação da regulamentação financeira, para que os derivativos venham ser usados para proteção de riscos ao invés de causarem enormes perdas para empresas ou, ainda, produzirem ou agravarem crises econômicas.

Primeiramente a busca por soluções para o melhor funcionamento do mercado financeiro deve ser em escala global, sendo que um dos principais objetivos que deve-se buscar seria uma maior transparência na relação entre os bancos e os outros agentes financeiros.

Além de maior transparência nas operações financeiras das empresas, pois apesar de ser necessário a participação das empresas nacionais no mercado financeiro para conseguir se manterem competitivas, em casos como os descritos nesse trabalho não só as empresas sofreram perdas como também os seus acionistas, os seus empregados e os consumidores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARACRUZ. Disponível em: <www.aracruz.com.br>. Acesso em: 15/05/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 26/03/2010.

DODD, R.; GRIFFITH-JONES, S. **Report On Derivatives Markets: Stabilizing Or Speculative Impact On Chile And A Comparison With Brazil**. Santiago: Cepal e Nações Unidas, 2007.

FERREIRA, T. T.; PENIN, G. **A Crise Imobiliária Norte-americana sob a Ótica de Hyman Minsky**. São Paulo, 2007.

FIBRIA. Disponível em: <www.fibria.com>. Acesso em: 16/05/2010.

FMI. Fundo Monetário Internacional. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/index.aspx>>. Acesso em: 15/04/2010.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Perdigão e Sadia Assinam Acordo de Fusão**. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u568000.shtml>>. Acesso em: 16/05/2010.

G1. **Sadia Reduz de Forma Acelerada Exposição a Derivativos**. São Paulo, 2008. Disponível em: <http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL915156-9356,00-SADIA+REDUZ+DE+FORMA+ACELERADA+EXPOSICAO+A+DERIVATIVOS.html>. Acesso em: 26/04/2010.

GARCIA, M.; VERVLOET, W. **Incentivo Perverso das Reservas Internacionais: O Caso das Empresas Exportadoras Brasileiras**. Rio de Janeiro, 2009.

HULL, J. **Fundamentos dos Mercados Futuros e de Opções**. 4ª Ed. São Paulo: Cultura Associados e BM&F, 2005.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em: <www.ibge.gov.br> Acesso em: 11/03/2010.

KALDOR, N. **Speculation and Economic Stability**. *Review of Economic Studies*, v. 7, n. 1, 1939.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Disponível em: < <http://www.fazenda.gov.br/> >. Acesso em: 02/04/2010.

MINSKY, H. P. **Can “It” Happen Again? Essays On Instability And Finance**, Armonk, NY: M. E. Sharpe. 1982.

MINSKY, H. P. **The Financial Instability Hypotesis**. New York: The New Economics Institute, 1992 (Working Paper, 74). Disponível em: <<http://www.levy.org>>. Acesso em: 27/03/2010.

NASSIF, L. Luis Nassif Online. Disponível em: <<http://www.advivo.com.br/luisnassif/>>. Acesso em: 02/05/2010.

PORTAL EXAME. **Grupo Votorantim Perde 2,2 Bilhões de Reais com Derivativos**. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/financas/m0168954.html>>. Acesso em: 03/05/2010.

PORTAL EXAME. **O Impacto de uma Eventual Fusão entre Sadia e Perdigão**. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/negocios/impacto-eventual-fusao-sadia-perdigao-469667.html>>. Acesso em: 16/05/2010.

SADIA S.A. **Demonstrações Contábeis 2007**. São Paulo, 2007.

SADIA S.A. **Demonstrações Contábeis 2008**. São Paulo, 2008.

SADIA S.A. Disponível em: <http://ri.sadia.com.br/static/ptb/indicadores_balancos.asp?language=ptb>. Acesso em: 26/04/2010.

VALOR ECONÔMICO. **Sadia Admite Aplicação em Derivativos de Crédito e Títulos do Lehman**. São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2008/09/26/ult1913u95640.jhtm>>. Acesso em: 17/04/2010.

VEJA. **Fusão Aracruz-Votorantim Começa a Avançar**. São Paulo, 2009.
Disponível em: <[http://veja.abril.com.br/noticia/brasil/fusao-aracruz-votorantim-
comeca-avancar-415945.shtml](http://veja.abril.com.br/noticia/brasil/fusao-aracruz-votorantim-comeca-avancar-415945.shtml)>. Acesso em: 03/05/2010.