

# **Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes no ciclo recente<sup>1</sup>**

*Maryse Farhi*<sup>2</sup>

*Roberto Alexandre Zanchetta Borghi*<sup>3</sup>

Artigo submetido às Sessões Ordinárias

Área: 5. Dinheiro, Finanças Internacionais e Crescimento

Sub-área: 5.2. Economia e Finanças Internacionais

## **Resumo**

Com o aprofundamento da crise financeira internacional durante o segundo semestre de 2008 e o processo de apreciação do dólar, diversas empresas produtivas de economias emergentes registraram enormes perdas, ao operarem nos mercados de derivativos, especialmente de câmbio. Esse fato aponta para o caráter “financeirizado” das corporações e, sobretudo, para sua dinâmica, muitas vezes, especulativa, diante do ambiente das finanças desregulamentadas. O objetivo do artigo reside justamente em articular tais aspectos da lógica de atuação das empresas com a crise e discutir alguns efeitos macroeconômicos, sobre a taxa de câmbio, por exemplo, advindos dos prejuízos financeiros resultantes das apostas em derivativos. Enfatiza-se o volume de riscos envolvidos nessas operações e analisam-se as perdas em várias empresas produtivas provenientes de economias emergentes. Por fim, reitera-se a necessidade de repensar os mecanismos regulatórios e de supervisão.

## **Abstract**

As a consequence of the deepening international financial crisis during the second semester of 2008 and the process of U.S. dollar appreciation, several productive companies from emerging economies have registered enormous losses, since they have operated on derivatives markets, especially about exchange rates. This fact points to the “financialization” feature of corporations and, particularly, to its speculative dynamics towards the financial deregulation environment. The aim of this paper is to articulate

---

<sup>1</sup> Os autores agradecem a Marcos Antonio Macedo Cintra pela leitura atenta do artigo e seus enriquecedores comentários. Qualquer equívoco remanescente é de responsabilidade dos autores.

<sup>2</sup> Professora do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisadora da Fapesp.

<sup>3</sup> Mestrando do Instituto de Economia da Unicamp.

these characteristics of the logic behind enterprises' behavior with the crisis and to discuss some macroeconomic effects – related, for example, to exchange rates – resulted from the financial losses caused by bets on derivatives. It is emphasized the size of the risks involved in these operations and it is analyzed these losses in many non-financial companies from emerging economies. Finally, it is reinforced the need to rethink the regulation and supervisory mechanisms.

## **1. Introdução**

A recente crise financeira internacional iniciou-se, em meados de 2007, com a elevação da inadimplência das hipotecas de alto risco (*subprime*) nos Estados Unidos e agravou-se, assumindo contornos sistêmicos, com a falência do Lehman Brothers em setembro de 2008. Seus reflexos estão sendo sentidos no mundo todo, suscitando sucessivas intervenções públicas a fim de garantir a solvência bancária e minorar os impactos recessivos da brusca redução do crédito. Mas, ela tem igualmente renovado a discussão sobre o caráter “financeirizado” das operações realizadas por empresas marcadamente produtivas. Desde as décadas de 1980 e, principalmente, 1990, ganhos e prejuízos, mediante a alavancagem financeira de corporações, geralmente grandes, operando instrumentos extremamente complexos, têm sido observados.

Na verdade, a adoção de procedimentos financeiros em suas atividades já foi incorporada à lógica de atuação das firmas, por meio do crescente processo de “financeirização”. Essa busca por elevados ganhos financeiros mostrou de forma mais contundente suas consequências, tanto no atinente aos riscos (e prejuízos) aos quais as corporações se expuseram, quanto aos impactos macroeconômicos provocados por sua magnitude e simultaneidade em relação à crise. Esse debate, apesar de incipiente, principiou com a divulgação dos resultados negativos de algumas empresas produtivas, em diversas economias emergentes, decorrentes, sobretudo, de operações com derivativos financeiros no mercado de câmbio. Embora as perdas verificadas entre empresas brasileiras sejam consideráveis, esse processo está muito longe de se restringir a elas, atingindo, ao que se sabe no momento, empresas da China, da Coreia do Sul, da Índia e do México. Ou seja, acometeu inúmeras corporações de economias emergentes. Nestas, estão presentes, em distintos graus, os grandes bancos internacionais, pelos quais muitas dessas empresas alegam ter sido enganadas, ao estabelecerem contratos assimétricos de derivativos. No Brasil, instituições financeiras nacionais também

participaram do movimento, diferentemente, por exemplo, do México, cujo setor bancário é dominado por *players* internacionais.

O artigo procura avaliar as inter-relações, nas economias emergentes, entre as operações com instrumentos de derivativos financeiros, o processo de especulação e a crise atual. Para isso, ele encontra-se dividido em duas seções, além dessa introdução e das considerações finais. Na primeira seção, apresentam-se os conceitos de *hedge*, especulação e arbitragem. Exploram-se ainda os possíveis riscos decorrentes da estrutura “financeirizada” e especulativa das empresas na esfera dos derivativos. Na segunda seção, estudam-se alguns casos de prejuízos apurados pelas empresas operando nesses mercados, seus impactos macroeconômicos e seus desdobramentos nas economias emergentes, mais especificamente no que concerne à repercussão na taxa de câmbio e na percepção de riscos. Nas considerações finais, salienta-se o papel de intensificação do processo de “financeirização” das empresas e a importância de novos mecanismos de regulação e supervisão desses mercados.

## **2. Hedge, arbitragem, especulação e os mercados de derivativos**

Com o fim dos acordos de Bretton Woods e a maior volatilidade dos juros e do câmbio, inúmeros instrumentos de derivativos financeiros foram criados e difundidos, com a finalidade inicial de cobertura de riscos. Contudo, a utilização desses mecanismos não se restringiu a esse propósito, dada a possibilidade de elevados ganhos de capital. Em decorrência disso, faz-se mister diferenciar e entender os conceitos de *hedge*, arbitragem e especulação, sobretudo no que se refere aos mercados de derivativos, nos quais as empresas alavancaram suas posições.

Primeiramente, deve-se procurar definir um derivativo. De modo geral, segundo Dodd e Griffith-Jones (2007: 13), “a derivative is a financial contract whose value is derived from an underlying asset or commodity price, an index, rate or event. They commonly go by names such as forward, future, option, and swap, and they are often embedded in hybrid or structured securities”. A característica própria desse conjunto de derivativos é negociar no presente o valor futuro de um ativo. Para que isso aconteça, é necessário que haja acordo entre o comprador e o vendedor. Por essa razão, os mercados de derivativos constituem um jogo de soma zero, em que os montantes perdidos por uns correspondem exatamente aos ganhos por outros, excetuando-se os custos de transação.

Conforme Guttman (2008: 20-21), os instrumentos de derivativos “ajudaram a reduzir os diferentes tipos de risco associados às finanças, e ainda serviram como

ferramentas excelentes de especulação”. Esse último aspecto evidencia o grau do risco ao qual uma instituição, em contrapartida, pode se expor, na medida em que assume posições cada vez maiores em derivativos. Logo, o cerne do problema não consiste em assumir posições em derivativos, uma vez que estas, quando vinculadas à cobertura de riscos, não provocam prejuízos insustentáveis. Consiste em assumir posições especulativas, cujos prejuízos podem ser insustentáveis, inclusive com impactos macroeconômicos, visto que podem, dependendo do perfil e do tamanho do detentor, acarretar profundas crises de crédito e de confiança.

Saxena e Villar (2008) discutem a ampliação do uso de instrumentos de *hedge* em mercados de economias emergentes, salientando a importância dos derivativos nesse processo. “Hedging took a gigantic step forward with the development of derivative products in global financial markets. The growth in depth and breadth of these markets has made derivatives one of the most important instruments to trade risk in financial markets” (2008: 72). Todavia, os autores não enfatizam o caráter especulativo também presente no emprego dos derivativos em operações de agentes financeiros ou não-financeiros. Apesar disso, ressaltam que “the non-financial corporate sector has a relatively greater share of more complex and long-lived FX derivatives. There are many opportunities for the use of FX derivatives to increase among the corporate non-financial sector in many EMEs. However, even in advanced economies the corporate non-financial sector does not hedge a great deal of the risks in their balance sheet in the derivatives market” (2008: 77). Isso indica que muitos dos riscos assumidos nos balanços, mesmo de empresas produtivas de economias desenvolvidas, não estão cobertos. De todo modo, a problemática é mais abrangente, pois não se trata apenas da utilização dos derivativos para cobertura de riscos, que podem, inclusive, estar fora do balanço patrimonial, mas também de sua função destinada à especulação, a qual amplifica os riscos.

Complementarmente a isso, tem-se a questão da alavancagem, que permite multiplicar o tamanho tanto das perdas como dos ganhos possíveis em relação ao capital inicial. Nos mercados de derivativos, pequenas margens iniciais ou depósitos de garantia possibilitam operar imensas quantias. Os resultados percentuais podem ser espetaculares, funcionando como fator suplementar de atração para os especuladores que podem ver seu investimento inicial multiplicar-se várias vezes, o que seria praticamente impossível se operassem nos mercados à vista. O reverso da medalha é

que os prejuízos potenciais podem ser teoricamente ilimitados em algumas destas operações e nem sempre é possível dimensioná-los *ex ante*.

Faz-se mister ainda explorar algumas diferenças entre os conceitos de *hedge* e de especulação. Segundo Farhi (1999: 94-95), “as operações de cobertura de riscos (*hedge*) consistem, essencialmente, em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista. (...) tanto o industrial que tem uma dívida em divisas e compra contratos de câmbio no mercado futuro ou adquire opções de compra quanto o investidor que deverá dispor de uma soma em dinheiro num prazo dado e compra contratos de índice de valores estão realizando *hedge* de compra, embora suas posições no mercado à vista no momento das operações sejam distintas”.

Por sua vez, a especulação pode ser vista como “as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato”. A partir da difusão dos mercados de derivativos, abrangendo uma gama extensa de ativos, “é o fato de elas (as posições) serem mantidas líquidas, sem cobertura por uma posição oposta em outra temporalidade e no mesmo ativo ou num ativo correlato, que as caracteriza como especulativas. Não o fato de serem resultantes de uma expectativa concernente aos preços, já que esta permeia todos os tipos de operações realizadas nos mercados financeiros contemporâneos” (Farhi, 1999: 104).

Dois detalhes importantes do debate remetem ao conceito de arbitragem. Há várias modalidades de operações de arbitragem, cujo objetivo reside em realizar ganhos de capital, aproveitando-se das distorções nas relações de preços. Elas consistem basicamente de duas pontas opostas, envolvendo seja o mesmo ativo em temporalidades distintas, seja a execução da operação com derivativos diversos em praças financeiras também diferentes, seja ativos distintos com grau de correlação real entre os movimentos de seus preços.

O primeiro aspecto a ser frisado trata-se da passagem de uma operação de arbitragem para especulação. Basta que uma das pontas seja liquidada e a outra, mantida em aberto, para que o caráter da operação se torne especulativo. O segundo aspecto refere-se ao encadeamento entre os mercados financeiros possibilitado pela arbitragem. Na medida em que isso se intensifica, eventuais disfunções nesses mercados podem se alastrar rapidamente para outros.

Vale ressaltar que os mercados de derivativos vinculados às taxas de câmbio,

que se proliferaram com o avanço da globalização financeira, passaram a exercer uma influência decisiva no processo de formação do preço das principais divisas negociadas nos mercados cambiais globais (dólar, marco/euro, iene, libra esterlina, franco suíço). Isso devido às características desses mercados, principalmente, os elevados volumes negociados – e, assim, sua maior liquidez, relativamente aos mercados à vista –, bem como sua transparência quando negociados nos mercados organizados. Essa influência também é observada em algumas economias emergentes, com destaque para o Brasil, em razão da existência de mercados de derivativos líquidos e profundos e do elevado grau de abertura financeira, que permite o acesso de investidores estrangeiros a esses mercados além de criar “vasos comunicantes” com o mercado de derivativos de câmbio *offshore*. Nas economias emergentes que partilham dessas características, as negociações envolvendo esses instrumentos financeiros desempenham um papel fundamental na evolução da taxa de câmbio nominal. As operações de arbitragem no tempo constituem o principal mecanismo de transmissão entre a taxa do mercado futuro e a taxa de câmbio à vista. Mediante essas operações, os bancos e gestores de fundos procuram obter lucro a partir de diferenças de curtíssimo prazo nas cotações das moedas e nas respectivas taxas de juros.

Portanto, o que se pode deduzir dessa discussão é que as empresas, caracteristicamente produtivas e crescentemente financeiras, enxergaram uma possibilidade de ganho não-operacional com esses instrumentos, para além do que representaria uma garantia contra a volatilidade de preços. Isto é, aproveitando-se da elevada alavancagem permitida pela própria existência dos derivativos, em que se pode adquirir, no futuro, um ativo que não se deseja receber, e vender a descoberto outro que não se possui *ex ante*, elas, de fato, não se restringiram ao *hedge*, mas sim, especularam, ao apostarem em determinada direção do comportamento futuro de um ativo sem qualquer tipo de cobertura.

### **3. Crise financeira internacional: os prejuízos financeiros de empresas produtivas**

O aprofundamento no segundo semestre de 2008 da crise financeira internacional, originada com as hipotecas de alto risco (*subprime*) e difundida por meio das carteiras de ativos “tóxicos” adquiridas por inúmeros agentes, como bancos de investimento, seguradoras, instituições hipotecárias, municípios, entre outros, fez

“transparecer”<sup>4</sup> as posições alavancadas de empresas produtivas, ao acentuar a volatilidade dos preços dos ativos. No caso das taxas de câmbio, houve, a partir de meados do ano de 2008, mais um episódio da “fuga para a qualidade”, que provocou a valorização do dólar frente às demais moedas. Porém, essa valorização foi muito mais acentuada nas economias emergentes. Diretamente atingidos por novo *sudden stop* dos fluxos de capitais estrangeiros, os preços dos ativos e as taxas de câmbio dessas economias se tornaram importantes alvos do movimento de desalavancagem global e de “fuga para a qualidade” dos investidores.

Nesse contexto, foram reveladas enormes perdas financeiras de importantes empresas de economias emergentes em posições nos mercados de derivativos de câmbio<sup>5</sup>. Elas haviam realizado operações de montantes elevados nesses mercados, apostando que a moeda nacional não se depreciaria contra o dólar. Esta decisão foi aparentemente tomada no primeiro semestre de 2008, período em que o dólar sofreu intensa desvalorização em relação ao conjunto das moedas, contribuindo para a forte alta dos preços internacionais das *commodities*, expressos em dólar. Mas, como já apontado, o aprofundamento da crise acabou levando a fortes quedas dos preços das *commodities* e à nova tendência de apreciação internacional do dólar. Foi neste momento que os prejuízos das empresas provocados pelas apostas especulativas vieram à tona.

---

<sup>4</sup> A partir de determinado momento, as empresas de capital aberto tiveram de divulgar seus prejuízos. Por se tratarem de operações geralmente “fora do balanço”, elas são muito pouco transparentes. Nas economias atingidas, esforços ou exigências das entidades de regulação dos mercados de capitais passaram a ser realizados para que essas posições constassem, de forma clara, nos balanços. Mesmo nesses casos de companhias de capital aberto, cujas demonstrações financeiras são publicadas, não havia o controle e o arcabouço normativo requeridos para veicular resultados provenientes de tais operações. Após as revelações desses prejuízos, novas regras contábeis foram adotadas no Brasil, de acordo com as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entre as quais se destaca a que trata dos instrumentos financeiros, que compreende desde os derivativos exóticos até qualquer recebível (Valenti, jan. 2009). A deliberação nº 550 da CVM, anunciada depois da divulgação dos casos da Sadia e da Aracruz, detalhava como deveriam ser relatados pelas empresas as posições de derivativos, bem como sugeria que fosse apresentado um quadro de análise de sensibilidade com a probabilidade de ganhos e perdas em três possíveis cenários. Na nova regra, emitida em dezembro de 2008, a exibição desse quadro passou de facultativo, como no balanço do terceiro trimestre, para obrigatório, no balanço anual de 2008 (Valenti e Fregoni, jan. 2009).

<sup>5</sup> Um relatório do banco HSBC sobre a América Latina (2009: 7) aponta para a extensão e profundidade da crise, cujo caráter global seria apenas dimensionado a partir do processo de enfraquecimento das moedas dos países latino-americanos decorrente do excesso de derivativos cambiais presentes no setor corporativo. “Growth forecasts were only revised downward in a meaningful way when the failure of Lehman Brothers in mid-September made it clear that the US crisis was becoming global and the international banking system was much more vulnerable than originally thought. But it wasn’t really until the corporate sector in Mexico, Brazil, and a few other Latin American countries forced a major weakening in currencies as a result of overleveraged currency derivatives in October that we all realized how truly global the crisis was going to be, with a depth and reach much beyond previous estimates”.

Destaca-se o fato de muitas dessas empresas serem exportadoras, ou seja, aquelas que mais sofrem o impacto de uma apreciação da taxa de câmbio de suas moedas nacionais. De um ponto de vista microeconômico, fazia sentido essas empresas buscarem coberturas de riscos contra essa apreciação. Todavia, os montantes elevados de suas operações, muito superiores aos volumes de suas exportações, caracterizaram sua postura especulativa e tiveram, no segundo semestre de 2008, efeitos macroeconômicos, ao contribuir para acentuar a depreciação da taxa de câmbio.

Dentre os motivos explicitados no relatório do FMI (2008: 53) para uma possível exposição das firmas à volatilidade da taxa de câmbio, ressalta-se o fato de que elas “may purchase financial derivatives contracts to offset their balance-sheet exchange rate risk”. Às vezes, no entanto, a utilização dos instrumentos de derivativos não se restringe a esse caráter de *hedge*, mas assume a feição especulativa<sup>6</sup>. Neste caso, a diferença entre *hedge* e especulação assume um caráter quantitativo: nessa operação, as empresas estariam fazendo *hedge* até o montante presumido de suas exportações no período e estariam especulando no montante que ultrapassasse tais exportações. O relatório do FMI (2008), embora enfatize o uso dos derivativos financeiros como *hedge* para o risco cambial<sup>7</sup>, também destaca sua utilização especulativa, geralmente “fora de balanço”, referindo-se às perdas incorridas por empresas brasileiras e mexicanas em decorrência da depreciação das moedas domésticas<sup>8</sup>.

No caso das empresas brasileiras, é importante assinalar que parte desses contratos foi firmada no mercado de balcão *offshore*, de modo que não é possível avaliar seu tamanho e extensão. Já a parcela efetuada no mercado brasileiro poderia ter sido realizada na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) ou, no caso de operações no

---

<sup>6</sup> Uma empresa estatal chinesa do setor de energia, a Shenzhen Nanshan Power, possuía contratos de derivativos de petróleo, porém, por ordem do órgão regulador de valores mobiliários da China, teve seus contratos cancelados, visto a exposição da empresa a perdas, caso os preços do insumo continuassem a cair. Nesse caso, deve-se salientar o alerta dado pela Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China (CSRC, na sigla em inglês), a qual informou às empresas chinesas que elas apenas têm permissão para realizar operações em mercados de derivativos no exterior a fim de se protegerem – efetuarem o *hedge* de suas posições físicas –, ficando proibidas de especularem (Anderlini, out. 2008). Isso difere, de certo modo, das recomendações e permissões brasileiras, uma vez que não se possuía o efetivo controle das posições e muitas das empresas operaram junto a bancos estrangeiros fora do país em mercados de balcão, inviabilizando qualquer dimensionamento do risco total.

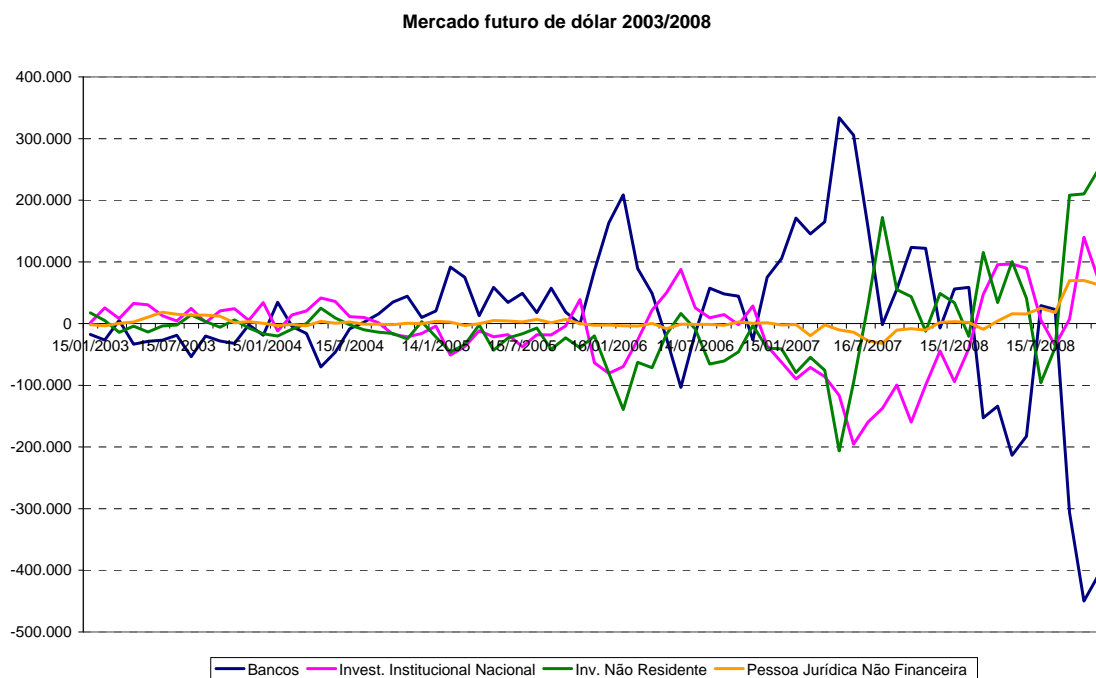
<sup>7</sup> “One important way firms may have cut the exposure to currency risk has been the growing reliance on financial derivatives to hedge currency risk” (FMI, 2008: 55).

<sup>8</sup> “There is the possibility that off-balance-sheet activities increase the risk exposure, when not used to hedge but to speculate. Very recently, some firms in Brazil and Mexico have incurred significant losses on foreign currency derivative positions when the exchange rate depreciated in October” (FMI, 2008: 56).



mercado de balcão, ser registrada na Cetip<sup>9</sup>. O Gráfico 1 mostra claramente que a participação das pessoas jurídicas não-financeiras no mercado futuro de câmbio da BM&F tem sido bastante baixa, o que levanta a hipótese de que as operações entre as empresas e os bancos foram, sobretudo, realizadas no mercado de balcão.

**Gráfico 1. Posição dos participantes no mercado futuro de câmbio**  
(em contratos de US\$ 50.000,00)



**Fonte:** elaboração própria com base nos dados da BM&F.

Por peculiaridades da legislação brasileira, as operações no mercado de balcão têm de ser registradas e são, portanto, menos opacas. Prates e Farhi (2008) apontam que as informações da Cetip (Tabela 1) mostram a existência, em 29 de outubro de 2008, de US\$ 94 bilhões em posições de contratos a termo de dólar sem entrega física entre os agentes de mercado e seus clientes. A tabela também permite verificar a existência de dois períodos de mercado aumento das posições: o primeiro ocorreu no final de 2005 e em 2006; o segundo se iniciou no final de 2007, quando a crise financeira internacional já havia eclodido, e se acentuou a partir de agosto de 2008.

<sup>9</sup> Criada pelas instituições financeiras e pelo Banco Central, a CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos – iniciou suas operações em 1986. Ela é uma sociedade administradora de mercados de balcão organizados, ou seja, de ambientes de negociação e registro de valores mobiliários, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos de balcão. É, na realidade, uma câmara de compensação e liquidação sistemicamente importante, nos termos definidos pela legislação do SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro (Lei 10.214), que efetua a custódia escritural de ativos e contratos, registra operações realizadas no mercado de balcão, processa a liquidação financeira e oferece ao mercado uma Plataforma Eletrônica (CetipNET) para negociações *on-line*.

É importante sublinhar que os dados divulgados pela Cetip apresentam duas particularidades. A primeira é que, embora se conheça o montante total das operações, é impossível determinar a partir desses dados se cada agente está comprado ou vendido e, portanto, identificar sua posição líquida. A segunda diz respeito à maior complexidade da liquidação antes do vencimento das operações de derivativos de balcão relativamente àquelas realizadas em mercados organizados. Contrariamente a estes últimos, em que basta realizar a operação contrária para que a posição original seja considerada liquidada e não apareça mais nas posições em aberto, as liquidações em mercados de balcão envolvem, geralmente, a realização de uma operação idêntica à original, mas com os “sinais trocados”. Assim, essas operações de balcão são registradas duas vezes, uma referente à posição original e outra à sua liquidação antecipada, até o vencimento. Os dados existentes não permitem estimar qual a proporção dessas operações de liquidação antecipada.

**Tabela 1. Operações com derivativos cambiais no mercado de balcão**

<p>Contrato a termo de moeda sem entrega física  Estoque – Dólar dos Estados Unidos  Mercado- Cliente</p>	
Data	<p>Contratos  Volume Financeiro (US\$)</p>
30/03/2005	11.920.546.922,39
30/06/2005	11.474.767.753,79
30/09/2005	12.906.739.323,58
30/12/2005	20.132.756.958,96
31/03/2006	23.474.088.026,69
30/06/2006	28.776.493.602,94
29/09/2006	32.176.836.912,64
29/12/2006	30.076.180.458,56
30/03/2007	30.020.028.968,60
29/06/2007	37.509.893.619,81
28/09/2007	42.983.701.780,35
28/12/2007	48.944.903.336,69
31/03/2008	57.392.717.048,35
30/06/2008	54.072.843.514,46
30/09/2008	86.132.477.590,63
29/10/2008	94.715.855.151,75

Fonte: Cetip.

A Tabela 2 expõe algumas das principais empresas de economias emergentes que sofreram perdas com derivativos em virtude da alta do dólar. Conforme apontado pelo relatório do FMI (2008), muitas são de origem brasileira ou mexicana. Há também

as provenientes da China e de Hong Kong. Diversos prejuízos ultrapassaram US\$ 1 bilhão. Ademais, pode-se notar que os ramos de atuação das firmas listadas são diversos, indicando que a utilização dos instrumentos de derivativos para além da cobertura de riscos de empresas exportadoras foi generalizada, isto é, caracterizou o comportamento de inúmeras corporações de distintos setores. Do Brasil, destacam-se: Aracruz, Grupo Votorantim, Sadia e Vicunha Têxtil (que não aparece na tabela), além de algumas empresas de médio porte, de capital fechado, e da TAM<sup>10</sup>.

**Tabela 2. Prejuízos de empresas com derivativos ligados à alta do dólar**

Empresa	País	Setor	Perdas (US\$ milhões)
Citic Pacific	Hong Kong	Infraestrutura	-2.400
Controladora Comercial Mexicana	México	Varejo	-2.200
Aracruz	Brasil	Celulose	-2.130
Grupo Votorantim	Brasil	Diversificado	-1.040
Cemex	México	Cimento	-711*
Gruma	México	Alimentos de milho	-684
China Cosco Holdings Co.	China	Construção naval	-577
Air China Ltd.	China	Companhia aérea	-450**
Sadia	Brasil	Alimentos processados	-360
Alfa	México	Diversificado	-273***
Vitro	México	Vidro	-227

\* Em 14 de outubro de 2008; inclui derivativos de câmbio, juros e cotação da ação. Para o quarto trimestre de 2008, prevê-se uma perda de US\$ 431 milhões.

\*\* Assim como a TAM, perdas relacionadas a contratos de *hedge* de combustível.

\*\*\* Perdas com derivativos de câmbio no quarto trimestre de 2008. As perdas atingiram US\$ 770 milhões, se somados os prejuízos com outras operações cambiais.

**Fonte:** elaboração própria a partir de Regalado e Lyons (out. 2008), Caminada e Price (dez. 2008), Mavin (dez. 2008), Randewich (out. 2008) e Diaz (jan. 2009).

*Nota:* nem todas as perdas estão contabilizadas. Evidentemente, muitas empresas não estão listadas e algumas posições de derivativos encontram-se em aberto.

Um dos casos mais graves foi o da Controladora Comercial Mexicana, terceira maior rede de varejo do México, que teve de pedir concordata, ao não conseguir pagar US\$ 1,4 bilhão aos bancos com os quais operou os contratos de derivativos. Vale enfatizar que o mercado bancário mexicano é dominado por grandes instituições financeiras internacionais, como o Citigroup, o BBVA, o Santander, o HSBC e o Scotiabank. Apenas não se sabe ao certo quais delas venderam às empresas os voláteis derivativos (Randewich, out. 2008). Também mexicanos, conglomerados, como Cemex,

<sup>10</sup> Diferentemente da maioria, a TAM registrou uma perda financeira no terceiro trimestre de 2008 de R\$ 301,5 milhões, sendo R\$ 268,3 milhões correspondentes a perdas com *hedge* de combustível. A empresa “havia protegido 50% do seu consumo de combustível a US\$ 110 o barril de petróleo, mas a cotação do insumo no trimestre fechou a US\$ 104” (Campassi, nov. 2008).

Gruma, Alfa e Vitro, registraram prejuízos significativos com derivativos de câmbio, ao acreditarem na continuidade do processo de valorização do peso frente ao dólar<sup>11</sup>.

Embora não presentes na tabela, inúmeras companhias da Coreia do Sul<sup>12</sup>, como a PSM Inc. e a Taesan LCD Co. – esta inclusive pediu concordata em setembro de 2008 após as perdas advindas com as apostas no won –, incorreram em prejuízos ao operarem a opção cambial denominada “knock-in knock-out” (KIKO), um derivativo para realizar *hedge* contra a apreciação da moeda local frente ao dólar. Essa opção, comumente utilizada por exportadores sul-coreanos, permitia à firma vender dólares a uma taxa de câmbio won por dólar fixa, caso o won oscilasse dentro de uma banda preestabelecida no contrato. Todavia, se o valor do won caísse abaixo da banda, elas eram obrigadas a vender dólares abaixo da taxa de mercado, auferindo enormes perdas<sup>13</sup>. Mais de 520 pequenas e médias empresas exportadoras que adquiriram opções KIKO estavam próximas da insolvência. Muitas outras poderiam, durante o primeiro semestre de 2009, enfrentar igual situação, caso não se revertisse o enfraquecimento da moeda local e não houvesse injeção de capital no caixa das firmas (Jong-Heon, nov. 2008).

As perdas de empresas originárias de economias emergentes também atingiram a Índia. Nesse país, as perdas foram estimadas, em março de 2008, entre US\$ 3 bilhões e US\$ 3,5 bilhões. As pequenas e médias empresas representavam cerca de 25% desse total. Pode-se citar como exemplos desses prejuízos Axis Bank (6,73 bilhões de rúpias), KPIT Cummins<sup>14</sup> (893 milhões de rúpias) e Zee Entertainment (115 milhões de rúpias), mencionados pelo *Business Standard* (jun. 2008). Deve-se ainda salientar que estes casos indianos são anteriores ao aprofundamento da recente crise financeira internacional, ocorrido no segundo semestre de 2008.

---

<sup>11</sup> Ver, por exemplo, Thomson (out. 2008).

<sup>12</sup> Rocha (fev. 2009) menciona a decisão da corte judicial do distrito de Seul, na Coreia do Sul, que decidiu anular os contratos de *hedge* cambial de duas empresas exportadoras do país – a DS LCD e a MonAmi – com o Standard Chartered Bank, observando a assimetria presente na relação contratual firmada entre o banco e as empresas e o fato de que “tais contratações são exigíveis, em sua liquidação, desde que tais variações cambiais se processem dentro de um espectro razoável, o que não terá ocorrido com a desabrida alavancada do dólar”.

<sup>13</sup> Outras características das opções *knock-in* e *knock-out* podem ser encontradas em Santos (1998). De modo geral, elas são denominadas opções com barreira, que passam a existir ou deixam de existir se o preço à vista do objeto atingir determinado valor – a barreira.

<sup>14</sup> É curioso, na página eletrônica da empresa, ainda constar uma referência qualitativa ao Lehman Brothers, como testemunha de um modelo de negócio (pouco) exemplar. “A relationship-based and vertical focused business model (Focus on two verticals: Manufacturing & Diversified Financial services) has helped us grow at a fast pace with top line revenue growth of 10x and increase in market capitalization of 15x over the last 5 years. Our 95 plus active global clients and strategic partnerships with some of the largest & renowned players in their respective areas: Cummins & Cargill (Manufacturing) and Lehman Brothers (Financial Services) are a testimony to our business model” (<http://www.kpitcummins.com/corporate/profile.htm> - acesso em: 28/12/2008).

Alguns casos brasileiros merecem breves comentários<sup>15</sup>. A Sadia, por exemplo, divulgou uma perda não-recorrente de caixa, relacionada a instrumentos de derivativos, de R\$ 777,4 milhões no terceiro trimestre de 2008. A maior parte do prejuízo da Sadia adveio das operações especulativas com câmbio e uma parcela menor decorreu de aplicações em títulos do Lehman Brothers (Barbieri, out. 2008). A posição vendida em dólar da empresa alcançou US\$ 8,4 bilhões. A parcela de operações com prazo de doze meses liquidada antecipadamente provocou uma perda de R\$ 544,5 milhões e o prejuízo total com a crise registrado no terceiro trimestre, considerando todos os ajustes e efeitos sobre o caixa ou não, somou R\$ 1,2 bilhão<sup>16</sup> (Cruz e Valenti, out. 2008).

A Aracruz, por sua vez, uma das empresas brasileiras mais expostas ao risco das operações com derivativos, fixou suas perdas em US\$ 2,13 bilhões ao liquidar 97% de suas posições<sup>17</sup>. Após a proposta da empresa de parcelar o débito em quinze anos, rejeitada pelo grupo de bancos credores, dentre os quais estão o Itaú BBA, Santander, Merrill Lynch, JP Morgan, Citi, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Calyon, BNP Paribas, ING e Barclays (Adachi, nov. 2008b), e uma rodada de negociações, foi firmado um acordo para saldar sua dívida. Estabeleceu-se um prazo de nove anos para o pagamento em um esquema de juros crescentes, além de seis meses de carência (Adachi, jan. 2009).

Deve-se também destacar as perdas do Grupo Votorantim, que atingiram R\$ 2,2 bilhões, inferiores, portanto, às da Aracruz. As da Ajinomoto do Brasil, no encerramento de 2008, totalizaram R\$ 180 milhões, em operações cambiais similares, sendo R\$ 110 milhões devido a negócios com “non-deliverable forward” (NDF) e R\$ 70 milhões por causa de dívidas em moeda estrangeira (Cunha, jan. 2009). Em menor proporção, a Vicunha Têxtil registrou prejuízos, em setembro de 2008, de cerca de R\$

---

<sup>15</sup> Diversas empresas que tiveram de reapresentar os dados referentes ao terceiro trimestre de 2008 a pedido da CVM, detalhando seus contratos de derivativos, a exemplo de Lojas Americanas, Klabin, São Martinho, Inpar e Alpargatas, informaram que se utilizam de tais instrumentos financeiros apenas para proteção, ou seja, na forma de *hedge*. Marfrig, Vigor, Abyara, Cesp, CSN e VCP também foram notificadas, a fim de retificarem seus balanços (Vieira e Fregoni, jan. 2009).

<sup>16</sup> Vale frisar que, em 30 de setembro de 2008, depois de liquidada parcela significativa de suas posições, a Sadia ainda apresentava posição vendida em dólar no montante de US\$ 6,37 bilhões. Dado que possuía *hedge* equivalente a US\$ 4 bilhões, sua posição líquida vendida era de US\$ 2,37 bilhões, embora as posições compradas fossem de prazo mais curto, necessitando constante renovação e sinalizando a imperfeição do *hedge* (Adachi, out.-nov. 2008). Em dezembro de 2008, a exposição cambial da empresa com contratos em aberto diminuiu para US\$ 678 milhões, o equivalente a menos de três meses de exportação (Barbieri, dez. 2008).

<sup>17</sup> Em 9 de outubro de 2008, o *rating* de crédito da firma foi rebaixado de BBB para BB+ pela agência de risco Fitch, abaixo do nível de grau de investimento (Reis, Sciaccio e Santaella, 2008). Vale ressaltar, contudo, que após os acontecimentos evidenciados com a atual crise, a credibilidade dessas agências de risco já se deteriorou significativamente.

30 milhões com transações de derivativos, essencialmente posições vendidas em dólar<sup>18</sup> (Lucchesi e Vieira, out. 2008).

Além das grandes empresas, muitas companhias médias também sucumbiram ao apelo dos ganhos financeiros que pareciam ser tão fáceis. No final de outubro de 2008, o diretor de Relações com os Participantes da Cetip, Jorge Sant'Anna, informou que havia mais de quinhentas empresas envolvidas nos derivativos de câmbio. Entretanto, a exposição à variação cambial tinha se reduzido, já que, de 30 de setembro a 24 de outubro, as posições das empresas vendidas em dólar passaram de US\$ 40 bilhões para US\$ 20 bilhões para até noventa dias ulteriores (Chiarini, out. 2008). De acordo com levantamento da *Agência Estado* (out. 2008) referente principalmente ao primeiro semestre de 2008, 37 de 50 empresas não-financeiras do Ibovespa mantinham posições abertas com derivativos. No que concerne aos bancos envolvidos com tais operações, foram mencionados: Santander (com sessenta empresas como clientes), Unibanco (33 empresas) e Itaú (96 empresas). Os contratos versavam, especialmente, sobre modalidades *target forward* e *swaps*.

A maioria das empresas envolvidas não é de capital aberto. Logo, seus prejuízos apenas são revelados quando elas ingressam com processos judiciais, contestando a legitimidade dos contratos de derivativos firmados junto a grandes instituições financeiras. Dois exemplos são o grupo Arantes e a Tok & Stok, cujos casos foram divulgados após recorrerem ao Judiciário. As perdas do grupo Arantes com as operações supracitadas foram estimadas entre R\$ 200 milhões e R\$ 250 milhões. As dificuldades em refinarciar dívidas, derivadas, sobretudo, das restrições de crédito, impeliram a empresa a entrar com pedido de recuperação judicial estimado em aproximadamente R\$ 1,5 bilhão (Rocha, jan. 2009). Também levaram a empresa a suspender o pagamento dos juros devidos aos títulos de dívida emitidos no mercado internacional. A Tok & Stok, por sua vez, buscava evitar um prejuízo de até R\$ 55 milhões com o Itaú BBA resultante dos contratos de derivativos cambiais. A empresa alegou que o banco, a partir da concessão de financiamentos totalizando R\$ 29,3 milhões, montou operações de derivativos que associavam os empréstimos à redução da cotação do dólar, de tal forma que se esta permanecesse baixa, a empresa pagaria juros

---

<sup>18</sup> A perda informada pela empresa passou de R\$ 28,1 milhões para R\$ 32,6 milhões após acordo com o Citibank quanto à metodologia de cálculo e foi incorporada em seu balanço do terceiro trimestre, embora publicado com atraso (*Valor Econômico*, dez. 2008).

inferiores aos do mercado, e caso ultrapassasse um valor próximo de R\$ 2 por dólar, teria de pagar um montante muito superior (*Agência Estado*, jan. 2009).

O Quadro 1 mostra sinteticamente como eram realizadas as operações básicas, envolvendo as empresas exportadoras, sem adentrar nas especificidades dos complexos contratos de derivativos financeiros. Apenas reforça o encaminhamento dado por empresas à parte de seu capital vinculado a exportações. Reiteram-se a inexistência de limites para as perdas e o caráter especulativo das operações.

**Quadro 1. O funcionamento da operação**

<b>Mecanismo</b>	As empresas exportadoras são beneficiadas por um mecanismo de financiamento chamado ACC (Antecipação de Contratos de Câmbio), pelo qual recebem o valor de suas exportações, em reais, até seis meses antes de fazê-las.
<b>Defasagem</b>	As exportadoras aplicam esse dinheiro e recursos de seu próprio caixa no mercado financeiro para buscar compensação por uma eventual defasagem cambial. Assim, mesmo que o lucro com as exportações diminua com a valorização do real, as empresas ganham no mercado financeiro e reduzem suas perdas.
<b>Proteção</b>	As empresas usam esse mecanismo para proteger suas exportações, mas estavam operando além dos valores ligados a essas exportações. Além disso, algumas operações financeiras não tinham limites de perdas em caso de desvalorização do real.
<b>Prejuízo</b>	Na prática, elas apostaram que o real continuaria se valorizando, mas, com as oscilações na moeda causadas pela crise financeira, tiveram prejuízos.

Fonte: D'Amorim (out. 2008).

Prado (out. 2008) discute o risco inerente a operações com derivativos de câmbio, centrando sua análise no “princípio da trava cambial”, uma espécie de banda dentro da qual o câmbio pode flutuar sem que nenhuma das partes incorra em perdas. Com tal mecanismo, os prejuízos para uma das pontas aconteceriam caso o câmbio atingisse e ultrapassasse o piso ou o teto preestabelecido. Isso parece ter ocorrido com algumas empresas que não esperavam uma brusca e acentuada desvalorização do real, ao travarem suas posições em câmbio abaixo dos R\$ 2,00 por dólar.

Lucchesi, Balarin e Valenti (out. 2008) exploram o tipo de operação realizado por empresas como a Aracruz, denominado de *target forward*, na qual a empresa aposta duplamente na valorização da moeda nacional – no caso, o real –, assumindo duas vezes a posição vendida em dólar futuro. “Primeiro, ela vende o dólar para o banco por meio de um instrumento chamado de ‘forward’, ou no exterior ‘non-deliverable forward’ (NDF). É a tradicional venda de dólar a termo, por meio da qual a empresa vende dólar

em um dia no futuro a uma cotação prefixada. (...) a empresa realiza também outra transação acoplada: vende de novo o dólar para o banco no futuro e por meio de arriscada venda de opção de compra. Nesse instrumento, o banco paga um valor à empresa para ter o direito de comprar o dólar a uma cotação preestabelecida no futuro”. Ademais, as propostas de bancos às empresas para captação de recursos envolvendo venda de opções de compra de dólar atingiram empresas médias, inclusive construtoras. “Com a sobra de crédito, o dólar em queda e a competição cada vez mais acirrada entre bancos, esses produtos foram oferecidos por cada vez mais bancos para empresas cada vez menores”.

Delfim Netto (out. 2008) complementa as proposições anteriores, afirmando que as empresas firmaram contratos, cujas cláusulas principais eram: “1) estabelece um valor-nocional para a operação; 2) estabelece um valor-referência (*‘strike’*) da taxa de câmbio; 3) estabelece um prazo (de um a dois anos) de vigência; e, 4) há um acerto mensal de contas”. Identifica-se nesse modelo de contrato de *hedge* uma assimetria salientada por Delfim:

“se o valor do dólar for maior do que o de referência, a diferença é geralmente multiplicada por dois. Não há trava das perdas e o contrato tem que ser executado até o final. Adicionalmente, durante 12 meses, por exemplo, a avaliação mensal se dá entre um dólar *‘spot’* que flutua, *versus* um dólar referência nominal, cuja diferença favorável ao banco é multiplicada por dois, o que torna muito difícil a empresa sair da operação. Mesmo que o contrato permita a saída através do próprio banco, a perda para o cliente é expressiva e inevitável, dada a estrutura e o prazo da operação”.

Não é, portanto, de se estranhar que apareçam contestações judiciais, alegando que as empresas foram enganadas na formulação dos contratos, ainda que suas tesourarias também tenham sido negligentes na identificação dos riscos assumidos, ao crescentemente se aventurarem em operações financeiras “desconhecidas”. Isso tende a resultar em acordos, atenuando lucros e prejuízos de ambas as partes<sup>19</sup>. Os acordos tornam-se, assim, uma opção favorável, visto que os bancos estão diante da ameaça de não receber os valores devidos e as empresas, muitas vezes, necessitam de empréstimos

---

<sup>19</sup> Conforme Carvalho e Ignacio (jan. 2009), a maioria das empresas procura evitar recorrer à Justiça para reaver perdas com derivativos contra os bancos. A solução mais adotada tem sido acordos entre as partes, ainda que algumas companhias optem pela via judicial.



e refinanciamentos junto aos bancos, inclusive para suas atividades produtivas, o que as conduz a buscar evitar o *default* e, conseqüentemente, uma situação conflituosa, a qual poderia prejudicar sua imagem na tentativa de obter novos recursos (Carvalho e Ignacio, nov. 2008). Evidentemente, levará tempo para que todos os trâmites legais sejam cumpridos e as ações sejam julgadas em todas as instâncias possíveis<sup>20</sup>.

Isso exige maior transparência das operações, para que as autoridades reguladoras monetárias e financeiras detenham o conhecimento necessário do que está ocorrendo e dos agentes que estão com posições “compradas” ou “vendidas”<sup>21</sup>. Conforme salienta Lessa (nov. 2008), “todos que tivessem haveres ou deveres em moeda estrangeira deveriam registrá-las no BC. Não podemos dormir num dia com Sadia, Aracruz, Votorantim e Vicunha em boa situação e descobrir, pela manhã, que nem elas próprias sabem a extensão das suas perdas”. Em virtude disso, o BNDES se propôs a ajudar, em conjunto com os bancos privados, as empresas com perdas cambiais em operações financeiras, uma vez que as considerava de grande qualidade, evitando, assim, problemas de liquidez que as inviabilizassem (Lage, out. 2008). O socorro,

---

<sup>20</sup> Em alguns casos, as ações movidas por empresas contra os bancos foram indeferidas. Nota-se, por exemplo, o caso de duas empresas de médio porte – a Daiby, que moveu ação contra o HSBC, e a Baumer, contra o Santander. Ambas buscavam evitar os prejuízos advindos com os contratos de derivativos. A primeira procurou cancelar as obrigações decorrentes das perdas com a variação cambial em um contrato de *swap* a termo. A segunda havia firmado um contrato para a realização de operações com derivativos com o banco, porém este concedeu-lhe uma nota de crédito à exportação no total de R\$ 1,5 milhão, a qual deveria ser restituída acrescidos os juros, em seis parcelas. Com a desvalorização do real, os juros passaram de R\$ 20 mil, nas três primeiras parcelas, para R\$ 150 mil e R\$ 310 mil nas parcelas de setembro e outubro, respectivamente (Carvalho e Ignacio, out. 2008). Em contrapartida, há empresas que conseguiram suspender os efeitos de contratos de derivativos, como a própria Daiby, a qual já obteve, em outras instâncias, duas liminares para suspender contratos de derivativos fechados com o HSBC e o Unibanco, e uma outra empresa de médio porte, do setor de alimentos do Paraná. No contrato desta, estabelecido com o HSBC, “uma das cláusulas previa que o banco teria um limite de prejuízo de R\$ 100 mil, que se atingido permitia à instituição rescindir o contrato – mas para a empresa não havia limite de perdas e nem possibilidade de rescisão prévia anterior a um ano” (Aguiar, out.-nov. 2008). A decisão favorável à empresa se baseou na assimetria entre as partes presente no contrato, uma vez que colocava a empresa em “desvantagem exagerada”. Nessa mesma direção, a Radicifibras Indústria e Comércio, de São José dos Campos, também obteve uma liminar para suspender o pagamento de dívida com o Santander, envolvendo os contratos de derivativos cambiais (Góes e Carvalho, nov. 2008). Desdobramentos posteriores indicam ainda alguns casos, como o da Daiby supracitado e o da Vicunha contra a Merrill Lynch, que seguiram para a arbitragem (Carvalho e Ignacio, nov. 2008; Adachi, nov. 2008a). A Merrill Lynch procura receber R\$ 232,5 milhões da Vicunha por causa de dívida originada com suposta rolagem de derivativos de câmbio no dia 12 de setembro de 2008 (Adachi, dez. 2008).

<sup>21</sup> Nesse sentido, já se estuda a possibilidade da criação de uma central de risco de derivativos até o final do ano. O projeto surgiu no subcomitê de derivativos criado dentro do comitê de tesouraria da Federação Brasileira de Bancos (Febraban). A Cetip e alguns bancos também participam do plano, além da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), do Banco Central e da CVM. Segundo o diretor de relações com participantes da Cetip, Jorge Sant’Anna, o objetivo da central de derivativos seria divulgar informações sobre as negociações das empresas com derivativos, de modo a que os participantes do mercado pudessem avaliar os riscos consolidados. Sua concepção, portanto, seria sistematizar e consolidar as informações das operações realizadas pelas empresas, incluindo suas posições por indexador – juro, câmbio e *commodities* – e suas posições compradas, vendidas e livres, inclusive ao longo do tempo (Pavini e Carvalho, mar. 2009).

mediante empréstimo-ponte, deveria beneficiar cerca de 200 empresas, incluindo não apenas as que apostaram na continuidade da valorização do real, mas também outras que, dada a contração do crédito, necessitassem de capital para resolver problemas de liquidez e estabilizar o fluxo de caixa (Moreira, nov. 2008).

Não se pode deixar de mencionar também que, de acordo com Audi e Robarts (2008), empresas exportadoras como Perdigão, JBS, Marfrig<sup>22</sup> e Minerva, embora não engajadas em posições especulativas, apresentaram perdas referentes às suas dívidas em dólar, com a desvalorização do real, ainda que mitigadas por suas receitas de exportação. Do mesmo modo, registraram perdas advindas da variação cambial decorrentes de suas dívidas em dólar a Cesp<sup>23</sup> e a Tractebel, cujos riscos de refinanciamento, sobretudo em momentos de retração da liquidez, eram maiores (Gaeta e Prado, 2008). Assim como as demais, a Oi, que possuía dívidas de US\$ 750 milhões expostas à variação cambial, sem a existência de cobertura (*hedge*), apresentou, no terceiro trimestre de 2008, perda de R\$ 295 milhões, embora seu lucro líquido tenha se mantido positivo (*Folha de S. Paulo*, out. 2008).

O conjunto dessas perdas de empresas brasileiras e de outras economias emergentes foi anunciado em um período de acirramento da crise internacional e de forte elevação da aversão aos riscos. Nesse contexto, os impactos macroeconômicos desses prejuízos acentuaram-se muito. Em primeiro lugar, porque provocaram forte elevação da volatilidade e da desvalorização das moedas nacionais que já vinham sofrendo das repercussões da crise internacional. Em segundo lugar, tais prejuízos passaram a constituir um risco de crédito, já que os bancos poderiam não receber das empresas. Como ninguém sabia com precisão quais empresas e quais bancos estavam envolvidos, isso constituiu um fator determinante no forte empoçamento de liquidez nas operações interbancárias e na acentuada redução do crédito para pessoas jurídicas nas economias emergentes, inclusive nas que possuíam um sistema bancário que não estava diretamente ligado às complexas operações que resultaram na crise financeira internacional. Em terceiro lugar, observou-se um processo de perda de confiança nas empresas, em decorrência de suas operações pouco transparentes realizadas em

---

<sup>22</sup> A Marfrig, *player* nacional e global do setor de carnes, apresentou prejuízo líquido no terceiro trimestre de 2008 de R\$ 52,7 milhões decorrente do impacto cambial em seu resultado financeiro. Contudo, isso não está relacionado a operações com derivativos, mas ao endividamento da empresa em dólar (Lopes, nov. 2008).

<sup>23</sup> Devido à desvalorização cambial e ao seu forte endividamento em dólar (cerca de 60% de seu endividamento total), a Cesp registrou uma perda financeira de R\$ 565,7 milhões, o que resultou em um prejuízo total da companhia de R\$ 114 milhões no terceiro trimestre de 2008 (Goulart, nov. 2008).

mercados opacos. Isso significou uma dificuldade maior na obtenção de novos empréstimos ou renovação de antigos, não apenas porque as firmas que incorreram nesses prejuízos com derivativos perderam credibilidade junto aos bancos por efetuarem operações “desconhecidas”, mas também porque comprometeram, em grande medida, seus lucros futuros, destinados ao pagamento dessas dívidas. Consequentemente, quando realizados, os empréstimos incluíam juros mais elevados.

#### **4. Considerações finais**

A partir da década de 1970 e, notadamente, 1980, expandiram-se os processos de liberalização e desregulamentação dos mercados financeiro e cambial, em escala nacional e internacional. Isso permitiu a intensificação do processo de “financeirização” da economia<sup>24</sup>. Guttman (2008: 12-14) sublinha que esse movimento, no âmbito das instituições não-financeiras, vincula-se, especialmente, à dominação da lógica de maximização do valor ao acionista. Nesse contexto, as prioridades da empresa voltam-se aos resultados de curto prazo, em detrimento de atividades de longo prazo, que englobam, por exemplo, os investimentos produtivos. Assim, são observados “grandes aumentos nos portfólios de ativos financeiros de corporações não-financeiras (...), com rendimentos financeiros (juros, dividendos, ganhos de capital) tornando-se na mesma medida mais importantes”. No entanto, a obtenção de resultados de curto prazo está associada ao surgimento de instrumentos cada vez mais complexos, a exemplo das diversas modalidades de derivativos. Embora os desdobramentos desses fenômenos tenham permitido elevados ganhos especulativos e patrimoniais (Tavares e Belluzzo, 2002: 153), o sistema tornou-se mais instável, sujeito a riscos sistêmicos, dado o elevado grau de alavancagem, e a flutuações mais frequentes e intensas nos preços dos ativos<sup>25</sup>.

A relevância das finanças na lógica de atuação das grandes corporações foi acentuada não apenas pelo movimento de liberalização e desregulamentação dos fluxos de capitais, mas também pela própria constituição de redes globais das empresas transnacionais, operando em diferentes mercados e moedas. Elas passaram a participar da ciranda financeira, inicialmente, via operações nos distintos mercados de moedas dos

---

<sup>24</sup> Para uma abordagem crítica da globalização financeira e de suas implicações, ver Chesnais (1998).

<sup>25</sup> Guttman (2008: 15-16) salienta justamente tais aspectos, ao discutir a avalanche de inovações financeiras criadas nos mercados. “Inovações-chave, apesar de dotarem o sistema de crédito geral de flexibilidade e capacidade de reação às necessidades de credores e devedores, também incentivaram as bolhas de ativos, a subestimação de riscos e a alavancagem excessiva”.

países onde atuavam e via operações de *hedge*. Posteriormente, buscaram a obtenção de elevada lucratividade não-operacional, mediante a utilização de instrumentos especulativos. Assim, tornaram-se participantes da esfera financeira e gestoras desses ativos, por meio dos mais diversos mecanismos, visando operações patrimoniais em busca de ganhos de capital, aplicações em ativos financeiros e/ou financiamentos a empresas ligadas ao seu conglomerado ou rede para desenvolvimento de tecnologia. Conforme Braga (1997: 216),

“trata-se, como imposição da própria concorrência e da administração de riscos, de constituir finanças que não apenas impliquem uma adequada estrutura de dívida, de passivos (para imobilizar capital), mas ao mesmo tempo construir uma adequada posição credora/ativa para ter mobilidade, flexibilidade, agilidade inovativa, velocidade na captação de oportunidades lucrativas nos vários mercados nacionais, produtivos e financeiros”.

Desse modo, a maioria das grandes empresas montou sofisticados departamentos financeiros aptos a gerenciar riscos nos mais diferenciados ativos, cobrindo-os quando as expectativas de valorização são negativas ou mantendo-os descobertos para tirar proveito de uma eventual evolução favorável e, cada vez mais frequentemente, assumindo novos riscos nas aplicações de tesouraria. Esse movimento não se restringiu, contudo, às grandes corporações. Tanto empresas de economias emergentes como as de menor porte em economias desenvolvidas adotaram o mesmo estilo de gestão financeira.

Procurou-se mostrar nesse artigo as perdas incorridas por empresas produtivas, enfatizando o aspecto da especulação, que se realça no processo de “financeirização” de suas atividades. A utilização dos derivativos como forma de proteção, embora existente e importante, teve suas proporções reduzidas perante a expansão de seu uso especulativo. Com a crise financeira internacional e a acentuada volatilidade dos preços dos ativos, evidenciaram-se, por meio dos prejuízos financeiros, as apostas equivocadas de corporações ao redor do mundo, sobretudo, de economias emergentes.

Conforme já destacado, as empresas, atraídas pela expectativa de elevados retornos frente aos riscos envolvidos nas operações, aventuraram-se nos mercados de derivativos, assumindo posições claramente arriscadas. No caso das exportadoras brasileiras, as posições vendidas em dólar ultrapassaram em muito as receitas provenientes de exportações, dadas em dólar, intensificando os riscos de perdas sem

cobertura. Valeria, inclusive, analisar os bancos como contraparte dessas posições, sobretudo no que se refere às questões contratuais assimétricas dessas operações, suscetíveis de indagações na Justiça por parte das empresas.

Por fim, como resultado de tudo isso, ressurgiu o Estado em uma de suas principais atribuições, qual seja, manter a liquidez do sistema, evitando sua ruptura. Embora o socorro destine-se majoritariamente às instituições financeiras, as debilidades financeiras das empresas aqui expostas exigem a intervenção estatal, no sentido de mantê-las aptas produtivamente e, por conseguinte, evitar cortes ainda mais profundos em termos de emprego e renda. Após o desastre induzido pela “racionalidade dos agentes” presente no arcabouço teórico dos mercados eficientes, é indispensável repensar os mecanismos regulatórios e de supervisão, que se mostraram eivados de falhas no ambiente das finanças desregulamentadas.

## 5. Referências bibliográficas

- ADACHI, Vanessa. “Sadia promete enquadrar risco de câmbio em seis meses”. *Valor Econômico*, São Paulo, 31 de outubro, 1 e 2 de novembro de 2008.
- \_\_\_\_\_. (a) “Merrill Lynch levará Vicunha à arbitragem”. *Valor Econômico*, São Paulo, 5 de novembro de 2008.
- \_\_\_\_\_. (b) “Perda da Aracruz fica em US\$ 2,13 bi”. *Valor Econômico*, São Paulo, 5 de novembro de 2008.
- \_\_\_\_\_. “Começa arbitragem entre Vicunha e Merrill Lynch”. *Valor Econômico*, São Paulo, 15 de dezembro de 2008.
- \_\_\_\_\_. “Aracruz fecha acordo com credores”. *Valor Econômico*, São Paulo, 20 de janeiro de 2009.
- AGÊNCIA ESTADO. *Entenda as operações de derivativos e suas conseqüências*. São Paulo, 28 de outubro de 2008.
- \_\_\_\_\_. *Tok & Stok é vítima dos derivativos*. São Paulo, 25 de janeiro de 2009.
- AGUIAR, Adriana. “Nova liminar suspende contrato de derivativos”. *Valor Econômico*, São Paulo, 31 de outubro, 1 e 2 de novembro de 2008.
- ANDERLINI, Jamil. “Estatual chinesa é forçada a cancelar derivativo”. *Financial Times*. In: *Valor Econômico*, São Paulo, 23 de outubro de 2008.
- AUDI, Marcelo e ROBARTS, Alexander. *Sadia – FX-related profit warning; and implications for Brazilian food companies*. Banco Santander, Latin American Equity Research, New York, 26 de setembro de 2008.
- BARBIERI, Cristiane. “Sadia tem prejuízo de R\$ 777,4 mi no trimestre”. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 30 de outubro de 2008.
- \_\_\_\_\_. “Após prejuízo, Sadia reduz exposição cambial”. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 9 de dezembro de 2008.

- BRAGA, José Carlos. “Financeirização global. O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo”. In: TAVARES, Maria da Conceição e FIORI, José Luís (Orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997, p.195-242.
- BUSINESS STANDARD. “Forex derivatives loss at \$3 bn: Fitch”. Mumbai, 6 de junho de 2008.
- CAMINADA, Carlos e PRICE, Laura. “Aracruz fails to settle \$2.13 billion derivative loss”. *Bloomberg*, 12 de dezembro de 2008.
- CAMPASSI, Roberta. “TAM reduzirá custos para economizar até R\$ 400 milhões no próximo ano”. *Valor Econômico*, São Paulo, 11 de novembro de 2008.
- CARVALHO, Luiza de e IGNACIO, Laura. “Bancos saem na frente na disputa dos derivativos”. *Valor Econômico*, São Paulo, 24, 25 e 26 de outubro de 2008.
- \_\_\_\_\_. “Empresas negociam com os bancos perdas em contratos de derivativos”. *Valor Econômico*, São Paulo, 5 de novembro de 2008.
- \_\_\_\_\_. “Empresas ainda negociam com bancos”. *Valor Econômico*, São Paulo, 28 de janeiro de 2009.
- CHESNAIS, François (Coord.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- \_\_\_\_\_. “Mundialização: o capital financeiro no comando”. *Revista Outubro*, n. 5, 2001. Publicado originalmente em *Les Temps Modernes*, 607, 2000.
- CHIARINI, Adriana. “Exposição a derivativos cai à metade: US\$ 20 bi”. *Agência Estado*, São Paulo, 29 de outubro de 2008.
- CRUZ, Patrick e VALENTI, Graziella. “Sadia tem o maior prejuízo da história depois de derivativos”. *Valor Econômico*, São Paulo, 30 de outubro de 2008.
- CUNHA, LÍlian. “Ajinomoto tem perda de R\$ 180 mi com câmbio”. *Valor Econômico*, São Paulo, 20 de janeiro de 2009.
- D’AMORIM, Sheila. “Minoritários recorrem contra perda cambial”. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 18 de outubro de 2008.
- DELFIM NETTO, Antonio. “Hedge tóxico”. *Valor Econômico*, São Paulo, 14 de outubro de 2008.
- DIAZ, Cyntia Barrera. “Mexico’s Alfa posts quarterly loss as markets hurt”. *Reuters*, Cidade do México, 29 de janeiro de 2009.
- DODD, Randall e GRIFFITH-JONES, Stephany. *Report on derivatives markets: stabilizing or speculative impact on Chile and a comparison with Brazil*. Santiago: Cepal e Nações Unidas, maio de 2007.
- FARHI, Maryse. “Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem”. *Revista Economia e Sociedade*, IE/Unicamp, Campinas (13), p.93-114, dez. 1999.
- FMI. *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*. Washington, D.C.: World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund (IMF), October 2008.
- FOLHA DE S. PAULO. *Crise financeira compromete balanço da Oi*. São Paulo, Caderno Dinheiro, p.B8, 31 de outubro de 2008.

- GAETA, André e PRADO, Marcio. *Utilities – Financial exposure in uncertain times – are dividends safe?* Banco Santander, Latin American Equity Research, São Paulo, 8 de outubro de 2008.
- GÓES, Francisco e CARVALHO, Luiza de. “TJ suspende contrato de derivativos”. *Valor Econômico*, São Paulo, 28, 29 e 30 de novembro de 2008.
- GOULART, Josette. “Dívida em dólar leva Cesp a registrar prejuízo de R\$ 114 milhões”. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 de novembro de 2008.
- GUTTMANN, Robert. “Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças”. *Revista Novos Estudos*, Cebrap, n. 82, p.11-33, nov. 2008.
- HSBC. “It’s not easy to ease”. *Latin America Insight, HSBC Global Research*, February 2009.
- JONG-HEON, Lee. “South Korean firms suffering cash crunch”. *UPI Asia*, 18 de novembro de 2008.
- LAGE, Janaina. “BNDES anuncia ajuda para exportadoras”. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 25 de outubro de 2008.
- LESSA, Carlos. “A economia financeira e a lógica do cassino”. *Valor Econômico*, São Paulo, 19 de novembro de 2008.
- LOPES, Fernando. “Marfrig tem prejuízo com desvalorização cambial”. *Valor Econômico*, São Paulo, 13 de novembro de 2008.
- LUCCHESI, Cristiane; BALARIN, Raquel; VALENTI, Graziella. “Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311”. *Valor Econômico*, São Paulo, 8 de outubro de 2008.
- LUCCHESI, Cristiane e VIEIRA, André. “Vicunha Têxtil admite prejuízo”. *Valor Econômico*, São Paulo, 23 de outubro de 2008.
- MAVIN, Duncan. “Chinese companies stung by derivatives losses”. *Financial Post*, Hong Kong, 16 de dezembro de 2008.
- MOREIRA, Assis. “BNDES prevê ajuda para 200 empresas”. *Valor Econômico*, São Paulo, 13 de novembro de 2008.
- PAVINI, Angelo e CARVALHO, Maria Christina. “Mercado monta central de risco de derivativos”. *Valor Econômico*, São Paulo, 17 de março de 2009.
- PRADO, Maria Clara R. M. do. “Fábricas que viraram pó”. *Valor Econômico*, São Paulo, 9 de outubro de 2008.
- PRATES, Daniela e FARHI, Maryse. *A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real*. Instituto de Economia, Unicamp, novembro de 2008 (trabalho não publicado).
- RANDEWICH, Noel. “Mexico banks say derivative losses not their fault”. *Reuters*, Cidade do México, 22 de outubro de 2008.
- REGALADO, Antonio e LYONS, John. “Perdas cambiais são fantasma latino”. *The Wall Street Journal Americas*. In: *Valor Econômico*, São Paulo, 22 de outubro de 2008.

- REIS, Felipe; SCIACIO, Alex; SANTAELLA, Victoria. *Aracruz – Placing under review due to uncertainty surrounding extent of losses related to FX derivatives*. Banco Santander, Latin American Equity Research, São Paulo, 10 de outubro de 2008.
- ROCHA, Alda do Amaral. “Arantes perde com derivativo e pede recuperação judicial”. *Valor Econômico*, São Paulo, 13 de janeiro de 2009.
- ROCHA, João Luiz Coelho da. “Hedge cambial e o precedente internacional”. *Valor Econômico*, São Paulo, Opinião Jurídica, 9 de fevereiro de 2009.
- SANTOS, José Evaristo dos. *Dicionário de derivativos: inglês-português*. São Paulo: Atlas, 1998.
- SAXENA, Sweta e VILLAR, Agustín. “Hedging instruments in emerging market economies”. In: “Financial globalisation and emerging market capital flows”. *BIS Papers*, n. 44, Basel, dezembro de 2008, p.71-87.
- TAVARES, Maria da Conceição e BELLUZZO, Luiz Gonzaga. “Desenvolvimento no Brasil – relembando um velho tema”. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo e MUSSI, Carlos (Orgs.). *Políticas para a retomada do crescimento – reflexões de economistas brasileiros*. Brasília: Ipea, Cepal, 2002, p.149-184.
- THOMSON, Adam. “Empresas do México perdem com derivativos”. *Valor Econômico e Financial Times*, São Paulo, 17, 18 e 19 de outubro de 2008.
- VALENTI, Graziella. “Balanço de 2008 traz desafio às empresas”. *Valor Econômico*, São Paulo, 19 de janeiro de 2009.
- VALENTI, Graziella e FREGONI, Silvia. “Onze empresas terão de corrigir balanço”. *Valor Econômico*, São Paulo, 23, 24 e 25 de janeiro de 2009.
- VALOR ECONÔMICO. *Derivativo da Vicunha*. São Paulo, Caderno Finanças, Destaques, p.C1, 10 de dezembro de 2008.
- VIEIRA, Catherine e FREGONI, Silvia. “A pedido da CVM, empresas detalham contrato”. *Valor Econômico*, São Paulo, 26 de janeiro de 2009.