

DERIVATIVOS & GOVERNANÇA

QUAL O PAPEL DA GOVERNANÇA
CORPORATIVA NAS PERDAS COM
DERIVATIVOS DAS EMPRESAS
NÃO-FINANCEIRAS NA CRISE?

Meio trihão de dólares – U\$ 500.000.000.000,00 - essa foi a quantia estimada por Randal Dodd do FMI em 2009 (“*Exotic Derivatives Losses in Emerging Markets: Questions of Suitability, Concerns for Stability*”) da perda das empresas não-financeiras com transações em derivativos após o início da crise financeira no final de 2007. No Brasil os casos emblemáticos foram os da Aracruz, Sadia e Votorantim, embora dados recentes do Banco Central revelem que as perdas foram de mais de R\$ 30 bilhões em dezenas de empresas de capital aberto e fechado. No mundo as perdas se espalharam por todos os continentes, com empresas da Índia, Indonésia, Polônia, China, Coréia do Sul, entre outros países.

por **RODRIGO ZEIDAN**



Existe uma explicação simples, mas insuficiente, para explicar essas perdas; as empresas estavam simplesmente se protegendo, através de estratégias de hedge, das variações de câmbio ou, em alguns casos, do preço do petróleo.

Nesse caso, as perdas das empresas seriam apenas perdas contábeis e seriam compensadas pelo aumento da receita operacional. Assim, uma empresa exportadora ganharia, operacionalmente, com um aumento na taxa de câmbio, mas perderia nos contratos com derivativos. Essa explicação, embora atraente, não serve para explicar a maioria dos casos, dado que a reação do mercado acionário ao anúncio da perda, para muitas empresas, foi brutal, com casos como o da Citic Pacific, de Honk Kong, cujas ações despencaram 70% em 3 dias, ou da Aracruz, cuja ação saiu de R\$ 12,00 antes da crise para R\$1,40 em novembro de 2008.

Algumas empresas foram à falência, outras processaram ou foram processadas pelos bancos que venderam os contratos de derivativos e até regras contábeis foram modificadas em diversos mercados (no Brasil, China e Índia, por exemplo). Na China a Comissão de Administração e Supervisão de Ativos Estatais tentou, junto ao Estado chinês, que as empresas chinesas afetadas pelos contratos de derivativos pudessem simplesmente ignorar esses contratos, sem pagar aos bancos internacionais os valores acordados em contrato (*Reuters, 2009*).

A explicação mais plausível para as perdas das empresas não-financeiras com derivativos ao redor do mundo é a de que as empresas estabeleceram estratégias alavancadas especulativas ou simplesmente cometiveram erros na avaliação de risco dos contratos de derivativos. Mas realmente as perdas com derivativos geraram perdas para os acionistas? Mais ainda, os acionistas não deveriam ser capazes de monitorar as estratégias de risco das empresas para impedir a execução de estratégias alavancadas? Nesse caso, quais as falhas de governança corporativa das empresas que causaram essa dissonância entre as estratégias de risco das empresas e o monitoramento dessas estratégias?

Para responder essas perguntas foi desenvolvido um projeto de pesquisa, chamado de “Hedging with Derivatives and Corporate Governance”, cujo objetivo é responder duas per-

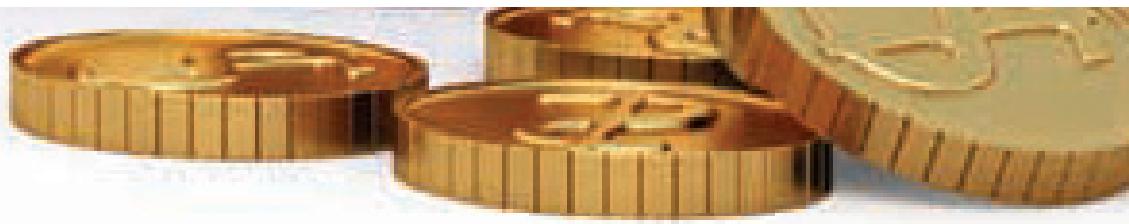
guntas: as empresas especularam com derivativos? Em caso positivo quais as falhas na estrutura de governança corporativa das empresas que permitiram as falhas na gestão de risco que levaram a posições alavancadas em derivativos sem monitoramento por parte dos acionistas?

As empresas da amostra estão espalhadas por todos os continentes, totalizando 49 empresas em 10 diferentes mercados financeiros. A amostra apresenta empresas pequenas e grandes (a receita total em 2008 – ano das perdas com derivativos - vai desde U\$ 26 milhões da C-Motech da Coréia do Sul até U\$ 33,7 bilhões para China Railway Group) que operam em setores primariamente industriais, com relevância para receitas provenientes de exportação, embora com algumas exceções.

A tabela ao lado mostra todas essas empresas, com dados sobre receita anual e as relações entre as perdas com derivativos, receita anual e capitalização de mercado. Também são apresentados dados sobre a queda do preço das ações no primeiro dia e o resultado de um teste estatístico que mede o retorno anormal sobre o preço das ações após um período de seis meses (os valores em “negrito” representam resultados estatisticamente significativos).

Os resultados são interessantes e mostram como as perdas com derivativos impactaram as empresas de forma diferente. As maiores perdas na amostra selecionada foram no México, tanto em termos absolutos como em termos de retornos anormais sobre o preço das ações após seis meses. As empresas da Coréia do Sul e Japão também, em sua maioria, apresentam retornos anormais negativos após seis meses. Contudo, na Índia e China os impactos após seis meses foram pequenos.

No Brasil os casos emblemáticos das empresas Aracruz e Sadia revelam-se nos expressivos retornos negativos sobre os preços das ações. Em contrapartida, empresas como Embraer, Braskem e CSN apresentaram perdas contábeis significativas, mas sem efeito no preço das ações após seis meses. Nesse caso parece claro que a visão de mercado de que a Aracruz e Sadia estavam especulando com derivativos se confirma, assim como a percepção de que muitas outras empresas, como Embraer, Braskem e CSN, apresentaram perdas derivadas de estratégias de proteção (*hedge*) que estavam de acordo com suas políticas de gestão de risco. Deve-se observar que nem todas as empresas que apresentam retornos negativos após seis meses estavam especulando com derivativos, mas não se pode negar que para muitas empresas os dados mostram que houve destruição do patrimônio dos acionistas.



AMOSTRA DE PERDAS COM DERIVATIVOS DE EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS AO REDOR DO MUNDO - 2008

EMPRESA	PAÍS	PERDAS (U\$ MILHÕES)	PERDAS/ RECEITA	PERDAS/ CAPITAL MERCADO	DATA	PREÇO AÇÕES NO 1º DIA	RETORNO ANORMAL 6 MESES
APN EUROPEAN RETAIL PROPERTY	Austrália	86,14	88,10%	651,0%	26/8/2008	-5,35%	-1,948
WESTFIELD TRUST	Austrália	504,79	35,60%	2,30%	26/8/2008	-3,36%	-1,371
ARACRUZ	Brasil	1.145,91	32,20%	34,50%	29/9/2008	-19,60%	-17,009
BRASKEM	Brasil	737,75	7,50%	10,90%	3/10/2008	-6,30%	-3,302
COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL	Brasil	863,15	11,30%	10,80%	1/10/2008	-5,50%	-1,894
EMBRAER SA	Brasil	103,02	1,60%	2,40%	4/11/2008	-3,40%	-1,382
SADIA	Brasil	1.290,52	20,80%	24,30%	25/9/2008	-35,50%	-32,439
VICUNHA TEXTIL SA	Brasil	81,20	13,30%	21,80%	11/11/2008	-11,11%	-10,574
AIR CHINA	China	281,13	3,70%	1,80%	16/10/2008	-10,01%	-8,704
CHINA COSCO HOLDINGS	China	338,36	1,80%	3,40%	12/12/2008	-5,20%	-5,178
CHINA EASTERN AIRLINES	China	857,84	14,20%	11,50%	24/10/2008	-5,27%	-2,151
CHINA RAILWAY CONSTRUCTION	China	180,92	0,60%	2,10%	22/10/2008	-9,97%	-6,169
CHINA RAILWAY GROUP	China	595,74	1,80%	6,10%	10/10/2008	-3,23%	0,101
SHENZHEN NANSHAN POWER CO	China	30,56	6,70%	6,80%	24/10/2008	-3,16%	0,944
BAIKSAN	Coréia do Sul	25,45	15,60%	22,30%	7/7/2008	-8,28%	-7,414
C-MOTECH	Coréia do Sul	5,37	20,00%	26,80%	2/6/2008	-9,50%	-5,599
DAEWOO SHIPBUILDING & MARINE	Coréia do Sul	1.773,05	15,90%	28,20%	16/10/2008	-12,64%	-8,421
HAN KWANG	Coréia do Sul	3,68	10,00%	19,20%	2/7/2008	-21,84%	-20,952
MONAMI	Coréia do Sul	18,51	7,50%	10,20%	9/7/2008	-19,70%	-16,21
TAESAN LCD	Coréia do Sul	685,67	81,30%	94,20%	18/8/2008	-14,88%	-14,337
UJU ELECTRONICS	Coréia do Sul	10,90	13,30%	5,40%	7/7/2008	-6,70%	-2,664
WIN4NET	Coréia do Sul	39,28	56,00%	71,90%	14/8/2008	-14,85%	-12,894
CHINA HAISHENG JUICE HLDG	Hong Kong	24,54	11,30%	14,70%	22/10/2008	-14,26%	-13,266
CITIC PACIFIC	Hong Kong	2.084,07	35,00%	27,50%	21/10/2008	-55,10%	-54,972
AUROBINDO PHARMA	Índia	66,68	9,40%	6,10%	4/3/2008	-3,73%	-0,806
HCL TECHNOLOGIES	Índia	68,41	2,90%	0,90%	11/7/2008	-5,62%	-1,719
KPIT CUMMINS INFOSYSTEMS	Índia	20,58	11,30%	5,40%	28/4/2008	-12,41%	-9,111
RAJSHREE SUGARS & CHEMICALS	Índia	3,27	3,70%	12,90%	17/3/2008	-8,74%	-6,872
SABERO ORGANICS GUJARAT	Índia	3,19	3,70%	3,10%	7/1/2008	-5,00%	-0,044
SUNDARAM MULTI PAP	Índia	5,65	19,00%	8,20%	16/1/2008	-4,51%	0,299
ZEE ENTERTAINMENT ENTERPRISE	Índia	20,34	4,10%	2,50%	10/6/2008	-3,53%	-1,808
ANEKA TAMBANG	Indonésia	27,74	3,00%	1,40%	17/10/2008	-7,85%	-4,250
ELNUSA	Indonésia	3,22	1,20%	1,50%	8/10/2008	-13,03%	-9,257
KALBE FARMA	Indonésia	22,56	2,40%	1,10%	10/10/2008	-5,54%	-1,796
TIMAH	Indonésia	12,57	1,60%	1,00%	6/10/2008	-31,28%	-29,182
AJINOMOTO	Japão	372,58	3,20%	5,80%	16/10/2008	-10,88%	-10,801
ARIAKE JAPÃO	Japão	8,01	3,80%	1,60%	22/10/2008	-9,95%	-6,825
SAIZERIYA	Japão	160,45	18,80%	20,50%	27/11/2008	-15,56%	-14,192
ALFA	México	537,29	5,20%	6,80%	6/10/2008	-9,59%	-5,765
CEMEX	México	1.480,93	7,30%	21,90%	1/10/2008	-7,10%	-6,925
CONTROLADORA COML MEXIC	México	2.187,34	45,70%	50,80%	8/10/2008	-75,39%	-74,325
GRUMA	México	1.321,16	32,90%	10,80%	13/10/2008	-55,09%	-53,26
GRUPO INDUSTRIAL SALTILLO	México	215,65	24,40%	45,30%	8/10/2008	-13,03%	-9,903
GRUPO POSADAS	México	128,58	20,80%	18,90%	14/10/2008	-13,33%	-10,616
VITRO	México	368,03	14,10%	20,50%	10/10/2008	-20,13%	-16,988
APATOR	Polônia	11,96	7,70%	4,20%	16/10/2008	-8,79%	-4,853
ODLEWNIE POLSKIE	Polônia	47,39	77,30%	46,60%	15/10/2008	-5,03%	-1,472
ZAKLADY MAGNEZYTOWE ROPCZYCE	Polônia	23,91	12,70%	9,00%	26/11/2008	-8,57%	-8,565
ZELMER	Polônia	10,91	5,40%	4,50%	14/10/2008	-5,53%	-5,565

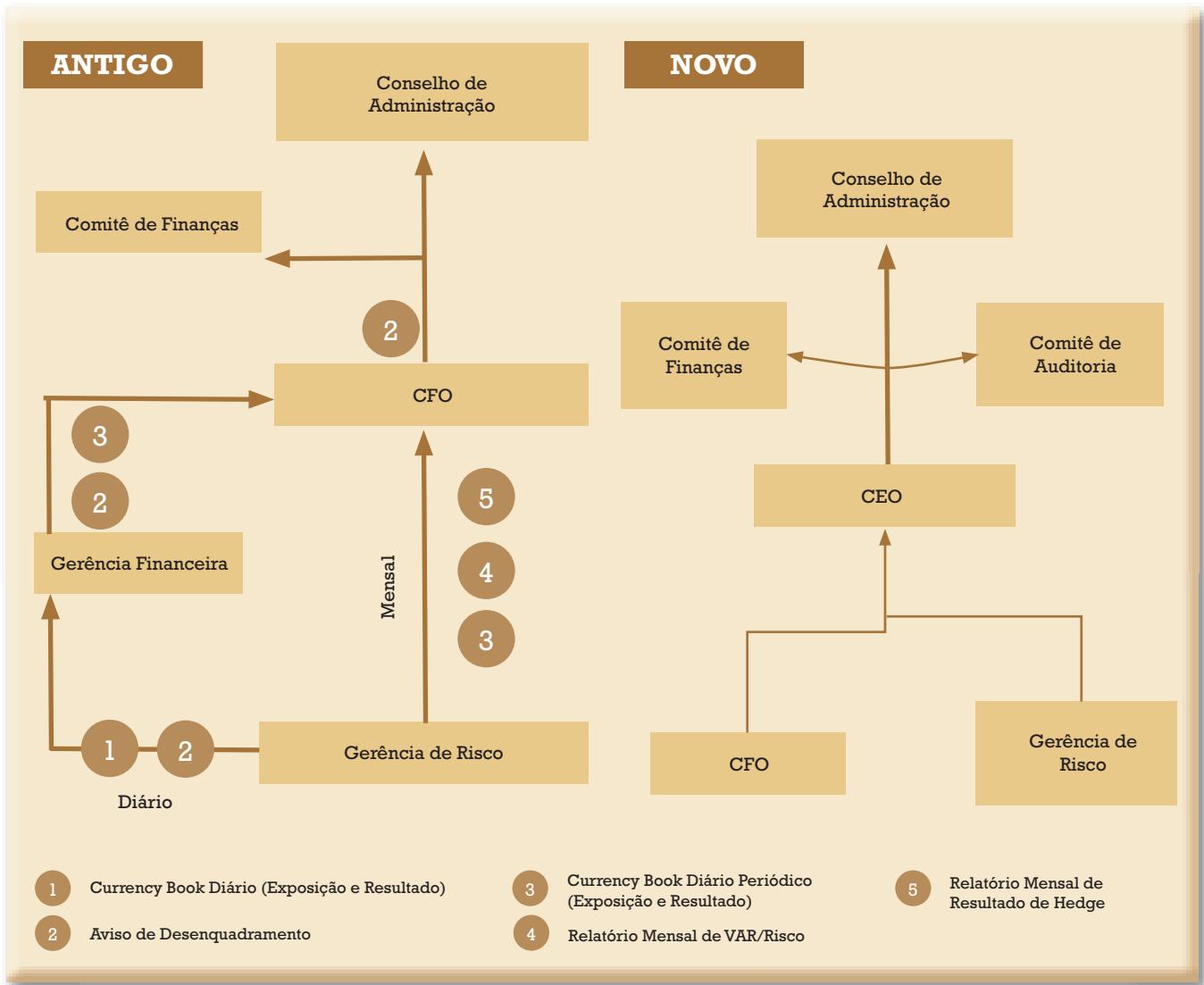
MERCADO GLOBAL

Para a segunda pergunta também foi feito um modelo estatístico. A ideia principal foi relacionar os fatores que contribuíram para a execução de estratégias de gestão de risco mal calculadas que resultaram em destruição de valor para as empresas que alavancaram suas posições com derivativos. O modelo apresentou diversas hipóteses, mas as variáveis de governança corporativa que apresentaram resultado significativo foram: falta de estrutura formal de monitoramento; estrutura de remuneração do CFO e existência de uma política formal de hedge. Assim, a falta de estruturas formais contribui para a tomada de posições alavancadas em derivativos.

Esses resultados não eram esperados, dado que o monitoramento das ações dos executivos normalmente envolve estru-

turas que formam um conjunto de ações de monitoramento que vão muito além de regras codificadas de funcionamento, como atuação do conselho de administração, relatórios periódicos, supervisão dos outros executivos, entre outras. Um exemplo de como a falta de estrutura formal de governança corporativa afetou o monitoramento da gestão de risco é o da Sadia. Como mostra a figura a seguir, na estrutura antiga toda a gestão de risco passava pela Diretoria Financeira, que era responsável pela apresentação dos resultados ao Conselho de Administração. Na nova estrutura, mais transparente, os relatórios de gestão de risco passam para auditoria e para o CEO, sem interferência da Diretoria Financeira. Se tal estrutura estivesse em curso antes da crise, talvez a empresa não tivesse incorrido nas significativas perdas financeiras com derivativos, de mais de um bilhão de dólares.

MUDANÇAS NA ESTRUTURA DE GESTÃO DE RISCO DA SADIA APÓS AS PERDAS COM DERIVATIVOS



Fonte: Apresentação Sadia 3º Trimestre de 2008.

“

O mercado brasileiro passa por um processo de profissionalização que tem trazido muitos ganhos para as empresas e para o país. Contudo, ainda restam diversos desafios para que as empresas brasileiras se tornem referência em relação à governança e transparência. A crise revelou que os contratos de derivativos apresentaram armadilhas que os executivos não foram capazes de evitar por falhas na governança e monitoramento por parte dos acionistas.

”

No caso da estrutura de remuneração do CFO, revela-se que uma estrutura voltada para remuneração de curto prazo aumenta a probabilidade de que esse executivo tome posições alavancadas. Esse resultado, embora não surpreendente, mostra que muitas empresas ainda apresentam estruturas de remuneração aquém dos incentivos considerados ideais pelas teorias modernas de governança corporativa.

Em mercados onde o fluxo de informações é imperfeito ou incompleto os papéis do monitoramento e supervisão são fundamentais. No caso das empresas não-financeiras que apresentaram perdas substanciais com contratos de derivativos houve várias falhas nestas questões. Por essa razão, a evolução do processo de supervisão dos contratos de derivativos no Brasil, evidenciados pelas mudanças nas normas de transparência de informações relativas a esses instrumentos por parte da CVM, deve continuar por considerável período de tempo. É interessante notar que as empresas não-financeiras dos mercados mais desenvolvidos, como EUA ou Europa, não foram afetadas pelos contratos de derivativos, seja pelas estruturas de governança corporativa existentes ou pelas regras fortes de transparência de informações relativas a esses instrumentos.

O caso das empresas não-financeiras que perderam cerca de meio trilhão de dólares com derivativos é um dos marcos da crise financeira. Não existe uma explicação única, mas o fato é que a estrutura do mercado brasileiro está mudando para refletir as lições aprendidas com as perdas com derivativos. Ainda assim, as empresas brasileiras mui-

tas vezes relutam em abrir informações com argumentos de que as mesmas seriam estratégicas. Nesse caso, vale lembrar que a SEC - Securities and Exchange Commission, a versão norte-americana da CVM, estabelece regras muito mais transparentes para transações financeiras por empresas não-financeiras, o que ajudou as empresas americanas a evitarem a armadilha dos derivativos e, mesmo assim, está em processo uma reestruturação das regras sobre transparência nas transações com esses instrumentos no mercado norte-americano.

O mercado brasileiro passa por um processo de profissionalização que tem trazido muitos ganhos para as empresas e para o país. Contudo, ainda restam diversos desafios para que as empresas brasileiras se tornem referência em relação à governança corporativa e transparência para os investidores. A crise revelou que os contratos de derivativos apresentaram diversas armadilhas que os executivos não foram capazes de evitar por falhas na estrutura de governança e monitoramento por parte dos acionistas. RI

**RODRIGO ZEIDAN**

é professor de Economia & Finanças na Fundação Dom Cabral e professor assistente afiliado na Nottingham University Business School China.
rodrigo.zeidan@fdc.org.br