

Instrumentos Financeiros Derivativos: Análise Qualitativa da Evolução do *Disclosure* do Setor de Papel e Celulose.

DAFNE MARTINS DO PRADO SOUSA

Universidade de São Paulo

MARA JANE CONTRERA MALACRIDA

Universidade de São Paulo

Resumo

O mercado de derivativos tem crescido ao longo das últimas décadas, impulsionado pelas evoluções tecnológicas, dos modelos precificação e do gerenciamento de risco. Desta maneira, o presente estudo teve como objetivo analisar as notas explicativas relativas aos instrumentos financeiros derivativos das companhias de capital aberto do setor de papel e celulose, entre os anos de 2005 a 2019, na busca de verificar se há atendimento das normas vigentes ao longo do tempo, bem como se o atendimento às normas significa êxito no papel de bem informar os usuários. Para tanto, realizou-se uma pesquisa qualitativa de caráter documental, em que os dados foram analisados através de uma metodologia formulada pelas autoras e na Análise de Conteúdo. Constatou-se que o *disclosure* do setor de papel e celulose evoluiu muito desde as catástrofes do uso de derivativos tóxicos em 2008, entretanto, as práticas de: (i) padronização das normas explicativas; (ii) desorganização e até falta de uma nota específica para instrumentos financeiros derivativos; e (iii) ‘desleixo’ quanto a evidenciação da análise de sensibilidade fazem com que seja difícil separar as informações relevantes e, quando há a separação, elas representam muito pouco do que o usuário necessita para a tomada de decisão. Por fim, conclui-se que, ao longo dos 15 anos analisados, o *disclosure* das empresas melhorou significativamente e a maioria das companhias passou a seguir o padrão exigido de evidenciação, entretanto, as demonstrações ainda não permitem ao usuário compreender a posição de risco assumida pela companhia ao contratar instrumentos financeiros derivativos, ou seja, as notas explicativas ainda não cumprem o papel de bem informar os usuários para fins de tomada de decisão.

Palavras chave: Derivativos, *disclosure*, demonstrações financeiras, IFRS.

1. Introdução

Desde meados de 1980, o mercado de derivativos demonstrou um crescimento rápido, e atrelado a este desenvolvimento vertiginoso, destaca-se a importância da ciência da computação e da Estatística que permitiram a criação de modelos de precificação e a maior interação entre os mercados financeiros.

Embora a ciência e tecnologia tenham contribuído para o desenvolvimento do mercado financeiro, ainda existem dificuldades quanto ao entendimento das operações com instrumentos financeiros derivativos e os riscos atrelados a essas operações. Essa dificuldade é algo perigoso numa realidade em que empresas operam derivativos, com o intuito de proteção de riscos, isto é, com a finalidade de *hedge*.

O uso inconsciente de derivativos ocasionou prejuízos enormes em empresas brasileiras no segundo semestre de 2008, que acreditavam estar imunes aos estragos já ocorridos no âmbito internacional decorrido da crise americana iniciada em 2007. Em suma, baseadas na visão otimista de que o Brasil não fosse afetado com a crise, muitas empresas negociaram além do necessário para o *hedge*, e fecharam contratos especulativos e arriscados.

De acordo com Sant`Anna (2009, como citado em Santos et. al, 2010, p. 177), “o que houve foi uma falta de gestão de risco por parte das empresas, que se alavancaram, em alguns casos, acima do seu faturamento e patrimônio.” Desta maneira, a crise evidenciou a prática de algumas empresas em se expor a riscos desnecessários, desvirtuando da atividade essencial, com o objetivo de lucrar com derivativos e assumindo o papel de especulador.

Destaca-se, porém, que o especulador não é um vilão no mercado de derivativos, pelo contrário, ele garante a liquidez das negociações, porém, o problema surge quando empresas assumem papéis distorcidos e modificam a finalidade do uso de derivativos dentro de suas operações. Por isso, Assaf Neto et. al (2009, p. 27) defende o uso de derivativos e destaca que “as empresas que tinham feito *hedge* de maneira eficiente tiveram lucro com a subida do dólar no final do ano passado.” Um exemplo bem ilustrativo e de grande repercussão à época é o caso da Aracruz Celulose. A companhia iniciou a realização desse tipo de operação em 2004 e ganhou cerca de R\$ 630 milhões até junho de 2008, antes que esses contratos se transformassem na perda de R\$ 1,9 bilhão.

O uso “tóxico” de derivativos fomenta a discussão e coloca em pauta a regulação da divulgação de derivativos, por parte das companhias abertas. Desta forma, cria-se um mecanismo de redução da assimetria de informações que defende o lado mais prejudicado, isto é, aquele que é afetado diretamente e desastrosamente com as consequências das decisões das companhias: os acionistas e credores.

Os autores Demarzo e Duffie (1995) defendem que, mesmo que os acionistas possam realizar a proteção por eles próprios quanto aos investimentos, o *hedging* será ótimo quando os gestores tiverem informação privada sobre os lucros da firma e desejarem sinalizar isso aos acionistas, porque a qualidade da informação recebida pelos acionistas afeta o valor de sua opção em continuar ou não seu projeto de investimento.

Em consonância, Verrecchia (2001) e Dellof (2008) afirmam que as empresas possuem incentivos para divulgarem, de forma voluntária, informações ao usuários. Estes autores usam

a linha de raciocínio defendida por Akerlof (1970) e concluem que as empresas com valores acima do mercado tem incentivos internos para evidenciar seu verdadeiro valor e se diferenciar dos “abacaxis”, na busca de gerar valor agregado aos acionistas.

Por outro lado, Beaver (1998) sustenta que o mercado não regulado gera investidores com informações desiguais. Os autores Yamamoto e Salotti (2006) argumentam a favor da regulação do *disclosure* porque as empresas não estão dispostas a aumentar o nível de divulgação de suas informações, a não ser quando obrigadas. Assim, uma das possíveis justificativas para a regulação é sua função como mecanismo de comprometimento, já que obriga a empresa a divulgar informação nos tempos bons ou ruins (Bushee e Leuz, 2005).

A regulação dos derivativos se deu como consequência de diversos desastrosos prejuízos amargados ao longo de décadas e gerou uma resposta da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que apresentou para o mercado em 2008: (i) a deliberação CVM nº 566, no dia 12 de novembro, que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 14 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento, mensuração e evidenciação de instrumentos financeiros; e (ii) a instrução CVM nº 475, no dia 17 de dezembro, que dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, e sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade.

Vale salientar que tais regras não são as soluções finais para a situação-problema dada “a complexidade no tratamento contábil das transações com derivativos [que] é, sem sombra de dúvidas, o grande desafio da contabilidade internacional contemporânea” (Oliveira et. al, 2008, p.86). Isso justifica a constante evolução dos Pronunciamentos Técnicos, no qual o CPC 14 foi revogado em 2009 e substituído pelo CPC 38, que, posteriormente, foi revogado em 2018 e substituído pelo CPC 48.

O motivo pelo qual as normas estão em constante evolução também é a principal motivação para condução dessa pesquisa, pois a prática contábil nem sempre é determinada pela normatização, e a execução da contabilidade tende a ser mais detalhada e complexa do que as normas, e nem sempre as empresas as implementam de maneira correta. (Ball, Kothari, & Robin, 2000).

Um exemplo desta distância e até mesmo uma má interpretação do sentido da regulação é o Relatório de Administração da Sadia do ano de 2008, ano em que passou a ser obrigatória a evidenciação de derivativos nos balanços das companhias abertas não-financeiras. Neste documento, a Sadia afirma que “as operações com derivativos geraram uma despesa financeira de R\$ 2,5 bilhões em 2008, sendo que já foram realizados R\$ 705,9 milhões (efeito caixa) e o restante, R\$ 1,8 bilhão, foi reconhecido nas demonstrações financeiras de acordo com a Lei no 11.638/07, com efeito apenas contábil [grifo nosso]”. (Valor Econômico online, 2009).

Assim, dado o desafio da contabilidade em relação aos instrumentos financeiros derivativos das empresas e os prejuízos do setor de papel e celulose surge o questionamento: há relação entre o *disclosure* e a regulação? Se sim, o cumprimento das normas significa o êxito na divulgação de informações aos usuários da contabilidade?

Quando foi regulamentada a evidenciação de derivativos pelas companhias abertas, os autores Murcia e Santos (2009) levantaram, dentre outras conclusões, as seguintes informações sobre as 100 maiores empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: (i) menos de 50%

das empresas divulgaram aos usuários os efeitos da adoção inicial da CVM nº 566; (ii) o quadro de análise de sensibilidade não foi evidenciado por qualquer empresa em 2007, sendo que em contrapartida, 90% das empresas analisadas o evidenciaram em 2008; e (iii) a maioria das empresas divulgou o valor justo dos seus derivativos, mas apenas 33,33% divulgaram os critérios de avaliação e mensuração utilizados para computo desses valores no ano de 2008.

Nesse sentido, esta pesquisa tem como objetivo analisar as informações que são divulgadas nas demonstrações contábeis de companhias de capital aberto do setor de papel e celulose dos últimos 15 anos à luz da regulação de Instrumentos Financeiros Derivativos. A comparação ao longo do tempo permite: (i) entender a evolução nível de *disclosure* do setor; (ii) determinar se as companhias seguem a normatização; e (iii) compreender o papel da Contabilidade como provedora de informações.

Por tudo isso, espera-se que este trabalho contribua: (i) para um entendimento maior sobre a relação das normas e da divulgação de informações aos usuários no que tange os instrumentos financeiros derivativos; e (ii) para compreensão do papel e da importância da regulação, como também as suas limitações. Destaca-se, inclusive, que ambas contribuições estão correlacionadas e não há o entendimento completo de uma sem a outra.

2. Referencial Teórico

2.1 Derivativos

Muitos autores relatam o quão é difícil determinar quando e onde ocorreram as primeiras negociações de derivativos por causa da não obrigação de evidenciá-las, no entanto, os autores Fralleti e Famá (2003), afirmam que os primeiros eventos que culminaram nos atuais derivativos foram os lançamentos de futuros de câmbio no *Chicago Mercantile Exchange* (CME) no final de 1972, de opções sobre ações no *Chicago Board of Trade* (CBOT) no início de 1973 e o primeiro *swap* de moedas arranjado pelo banco de investimentos do *Continental Illinois* em Londres em 1976.

O período em que ocorreram as primeiras negociações foi marcado por eventos como: Colapso do sistema de taxas de câmbio fixas de *Bretton Woods* em 1971; e Crises do petróleo de 1973 e 1979, acompanhadas por taxas de inflação elevadas e diferenciadas entre países, e flutuações nas taxas de juros nominais. Anteriormente, o mundo desconhecia tamanha volatilidade de moeda, câmbio, inflação e taxas de juros.

Ocorreram outros eventos subsequentes nas décadas de 80 e 90, tais como: quebra das sociedades de poupança e empréstimos americanas (*Savings & Loans Associations*) na década de oitenta; Crises nas bolsas mundiais de outubro 1987 e outubro 1989; Ruptura do Sistema Monetário Europeu de 1992; Crises nos países emergentes (México/1995; Ásia/1997; Rússia/1998; Brasil/1999).

Todo esse histórico de incertezas atrelado ao desenvolvimento de Teorias de Finanças e Risco colaboraram para a criação e o desenvolvimento de instrumentos financeiros derivativos como uma ferramenta para administrar e transferir riscos, pois “torna o mercado “mais completo”, ao aumentar as possibilidades para compartilhamento entre agentes econômicos” (Fralleti e Famá, 2003, p.7).

Além disso, Carvalho (1999, p.7) aponta para outro motivo do desenvolvimento dos derivativos: “como forma de contornar as crescentes exigências reguladoras, uma solução

natural é a utilização de transações não explicitadas no corpo do balanço (*off-balanced sheet*)”. Ressalta-se que tamanha exigência foi uma tentativa dos órgãos regulamentadores de controlar a volatilidade do mercado mundial.

Miller (1993) sugere que o desenvolvimento dos mercados de derivativos deve-se ao alto “valor agregado” que proporcionam, e enumera os seguintes benefícios sociais: transações financeiras a custos mais baixos, um quinto ou menos do custo em taxas, comissões e impacto no mercado; atendimento mais rápido e com melhor qualidade nos serviços financeiros, estoques carregados com menores riscos e custos; transferência de riscos a menores custos e com maior velocidade, eficiente divisão dos riscos com alguém com interesse oposto ou com diferente “apetite” ao risco (“mercado de seguro”); maior atividade de negociação e informações econômicas agregadas e reveladas para todos; baixo custo de negociação torna o mercado de derivativos a porta de entrada preferencial de informações sobre a economia.

Motivados por fatores diferentes e até correlatos, três agentes formam o mercado de derivativos, segundo Carvalho (1999):

- *Hedger*: Pessoa ou empresa que deseja proteção das variações de preço, taxas ou índices. Quem mais toma essa posição, corriqueiramente, é o produtor de *commodity* – matérias-primas oriundas do setor primário e que são negociadas na bolsa de valores – que deseja assegurar o preço de seu produto no futuro. Para Jorion (1998), *hedgear* um risco financeiro é equivalente à aquisição de um seguro.

- Especulador: Pessoa ou empresa que não está ligada a atividade ou ao bem contratado, mas que assume o risco das variações a fim de obter lucro. Este agente muitas das vezes é visto como um apostador, no entanto, é ele quem dá liquidez aos contratos negociados e quem mantém o mercado ativo e vívido. Tratá-lo como mero tomador de risco é ingenuidade, pois quaisquer operações e decisões no decorrer das nossas vidas possuem riscos, no entanto, salienta-se que tal participante possui o poder de manipular os preços e, muitas vezes, não estará guiado por um código de ética;

- Arbitrador: É a pessoa ou empresa que atua em diversos mercados simultaneamente com o intuito de obter lucros em distorções momentâneas de preços (Carvalho 1999), sendo responsável por eliminar as distorções do mercado.

Os agentes de mercado supracitados podem se utilizar dos derivativos para quatro finalidades básicas, tais como: proteção (*hedge*) – objetivando proteger contra variações de taxas, moedas ou preços; alavancagem – objetivando aumentar a rentabilidade de uma posição já existente; arbitragem – objetivando tomar uma posição no mercado futuro ou de opções sem uma posição correspondente no mercado à vista e; especulação – objetivando tirar proveito da diferença de preços nos diversos mercados ou ativos.

A situação-problema que motivou esta pesquisa surge quando as companhias deixam de negociar contratos derivativos com o intuito de proteção e passam a negociar diversos contratos almejando alavancar e especular. Neste processo, o foco do administrador passa a ser a gestão de riscos, e não a atividade principal da companhia.

2.2 Evolução da regulamentação

Em março de 1995, a CVM instituiu a Instrução nº 235, que exigia das empresas abertas a evidenciação em notas explicativas do “valor de mercado, critérios e premissas para a determinação deste valor, políticas de atuação e controle das operações nos mercados derivativos e riscos envolvidos (Carvalho, 1999, p. 8)”.

Posteriormente, em âmbito internacional, o FASB publicou o pronunciamento SFAS nº133 *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities* em junho de 1998. De

acordo com ele, os derivativos devem ser evidenciados e contabilizados como ativos ou passivos e pelo seu valor justo (*fair value*). Para Cardoso e Costa Júnior (2002) a proposta apresentada pelo FASB tornou latente o desafio para os profissionais envolvidos com a contabilidade desses instrumentos: a imperiosa busca pelo subjetivismo responsável.

Em 2002, o BACEN emitiu as Circulares nº 3068 e nº 3082 sobre derivativos, que previam a obrigatoriedade, para as instituições financeiras, da divulgação em notas explicativas, com informações qualitativas e quantitativas sobre instrumentos financeiros, incluindo derivativos. Assim, no Brasil, as instituições financeiras foram as primeiras empresas obrigadas a declararem que negociavam contratos derivativos.

As notas explicativas, segundo o BACEN, deveriam conter: o montante, a natureza e as faixas de vencimento; os valores de custo e de mercado; o montante dos títulos reclassificados, e os motivos da reclassificação; os ganhos e perdas não realizados no período.

As circulares também determinavam um tratamento diferente para os contratos de derivativos destinados a hedge, devendo ser classificados ainda segundo o BACEN nas seguintes categorias: hedge de risco de mercado, operações que se destinam a compensar riscos decorrentes da exposição à variação de mercado; hedge de fluxo de caixa, operações destinadas à compensação da variação do fluxo estimado da instituição.

No cenário internacional, a atenção também se voltava a este instrumento financeiro. Amaral (2003) relaciona alguns desastres financeiros envolvendo derivativos, que foram: (i) *Showa Shell Sekiyu*, Japão: contratos a termo de moedas e perda estimada em US\$1,5 bilhão; (ii) *Kashima Oil*, Japão: contratos a termo de moedas e perda estimada em US\$1,45 bilhão; (iii) *Metallgesellschaft*, Alemanha: contratos futuros de petróleo e perda estimada em US\$ 1,34 bilhão; (iv) Banco Barings, Reino Unido: contratos futuros de índice de ações e perda estimada em US\$ 1,33 bilhão. Este autor (2003, p.73) ainda afirmou que “concentrar toda atenção sobre essas perdas pode ser enganosa ... [pois] os contratos derivativos são acordos entre duas partes: assim, quando um lado perde, tem o outro que ganha.”

Após estes ocorridos, em 1 de janeiro de 2007, o *International Accounting Standards Board* (IASB) por meio do pronunciamento *International Financial Reporting Standards* (IFRS) 7 *Financial Instruments: Disclosures*, substituiu as disposições de divulgação da IAS 32 e instituiu duas principais categorias de divulgações: informações sobre a importância dos instrumentos financeiros; e informações sobre a natureza e extensão dos riscos decorrentes de instrumentos financeiros.

Derivativos também fomentaram discussões sobre a normatização no Brasil, e no dia 17 de outubro de 2008, a CVM aprovou a Deliberação nº 550 que dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros derivativos em notas explicativas às informações trimestrais (ITR). Esta deliberação rege que tais notas devem ser “verdadeiras, completas e consistentes” escritas em “linguagem clara, objetiva e concisa”. E inclui um modelo de apresentação em tabela no Anexo I.

No dia 05 de dezembro de 2008, foi aprovado pelos membros do CPC o Pronunciamento Técnico CPC 14 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação, tornando obrigatório para as companhias abertas a divulgação de informações sobre negociações de derivativos. Segundo os membros do Pronunciamento Contábil, este documento foi elaborado a partir de partes do IAS 32 *Financial Instruments: Presentation* e do IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement*.

Em relação aos derivativos, as exigências do CPC 14 eram: informar o valor justo dos derivativos, com os respectivos critérios de avaliação e mensuração; tratar efeitos das operações de hedge no resultado; evidenciar ganhos e perdas com derivativos no período.

No dia 17 de dezembro de 2008, a CVM emitiu a Deliberação nº 566 que tornou obrigatório o CPC 14 para as companhias abertas. Corroborando com a Instrução CVM nº 566/08, o texto da lei nº 11.638/07, modificou o inciso I do artigo 183 da Lei nº 6404/76 - conhecida como Lei das Sociedades Anônimas - e obrigou a classificação das aplicações em instrumentos financeiros, inclusive derivativos, no ativo circulante ou no realizável a longo prazo, fazendo com que tais contratos não sejam mais um item fora do balanço.

A súbita valorização do dólar, decorrente do agravamento da crise financeira mundial de 2008, fizeram com que algumas companhias abertas no Brasil amargassem pesadas perdas financeiras, uma vez que investiram desproporcionalmente em operações de “*hedge*” e as novas normas exigia tanto o reconhecimento dessas transações nas demonstrações contábeis quanto a divulgação de informações sobre as mesmas.

O exemplo mais significativo dos prejuízos com derivativos vem do setor de papel e celulose, em que a Aracruz declarou prejuízo de 4,2 bilhões de reais, fechando 2008 desvalorizada em cerca de 70%. Por meio da operação *forward*, a Aracruz fixou o dólar a R\$ 1,76 e contratou com os bancos que se a moeda viesse abaixo desse valor teria um ganho limitado entre R\$ 0,40 a R\$0,50, dependendo do contrato. Por outro lado, se o câmbio superasse R\$ 1,76 a perda da empresa seria equivalente ao dobro da diferença atingida pela cotação da moeda. Sem qualquer fixação de limite, ou seja, a perda foi ilimitada e indexada a uma variável de alta volatilidade. Eis que no último trimestre de 2008, o dólar chegou ao patamar de R\$2,40.

Este desastroso prejuízo foi tratado em notas explicativas como consequência da crise financeira e das mudanças de contabilização e evidenciação de derivativos.

Ao final de 2009, o CPC 14 foi transformado em Orientação Técnica OCPC 03, tornando segundo a CVM (2009) uma orientação que abrange sozinha à maioria das entidades. Além disso, no mesmo período, foram emitidos os CPC’s 38, 39 e 40, que atendem àquelas companhias que tenham instrumentos mais sofisticados .

Em julho de 2014, o IASB emitiu uma nova norma que entrou em vigor a partir de 1º de janeiro de 2018: o IFRS 9 *Financial Instruments*. O IFRS 9 determinou como principais mudanças: três categorias para instrumentos financeiros; a realização dos testes para classificação de instrumentos de dívidas considerando o modelo de negócios e o fluxo de caixa; a modelagem de redução do valor recuperável baseada no conceito de perdas futuras esperadas; segregação do instrumentos financeiros em ativos de desempenho positivo, baixo desempenho e desempenho negativo; perdas futuras esperadas calculadas a partir das possíveis perdas de crédito e a probabilidade de inadimplência; alinhamento do tratamento contábil de operações *hedge* com o modelo de negócios e a gestão de riscos; contabilização de *hedge* mais simplificada em comparação ao IAS 39 e com análise quantitativa.

Os impactos da regulação dos derivativos tornaram-se objetos de estudo de pesquisadores, que buscavam compreender e descrever a complexidade do tratamento contábil deste instrumento. Durante a vigência do Pronunciamento Contábil – CPC 40, os autores Souza e Martins (2014) concluíram que a maioria das companhias do setor de papel e celulose, mantiveram a transparência exigida pela norma em relação a instrumentos financeiros derivativos. O estudo realizado por Santos et. al (2010), que teve como objeto as demonstrações da Sadia de 2008, constatou que a empresa estudada divulgava informações qualitativas e quantitativas sobre seus instrumentos financeiros em suas notas explicativas e estava em conformidade com as novas orientações da CVM, melhorando assim a visibilidade, porém, sem evidenciação clara de todos os riscos inerentes às operações de proteção da atividade da empresa.

Diante das mudanças no âmbito internacional indicadas por pesquisas e pela experiência de mercado, o Comitê de Pronunciamento Contábil viu-se obrigado a atualizar as normas nacionais, e assim surgiu um novo Pronunciamento Contábil, reformulado conceitualmente: O CPC 48 - Instrumentos Financeiros, que começou a vigorar em janeiro de 2018.

3. Metodologia de Pesquisa

3.1 Coleta de Dados

Por meio de pesquisa documental, levantou-se as normas que regulam os instrumentos financeiros derivativos para empresas não financeiras e de capital aberto. As normas foram consultadas nos sites dos reguladores, tais como: (i) Comissão de Valores Mobiliários; (ii) Comitê de Pronunciamento Contábil; (iii) Banco Central do Brasil; e (iv) Planalto. E para aquelas normas que passaram por revisões, utilizou-se a revisão mais recente e anterior a data de dezembro de 2019. As normas levantadas são: (i) Instrução CVM nº 235; e (ii) Pronunciamentos Técnicos CPC's 14, 38 e 48.

Em relação às companhias, utilizou-se a base de dados do site da CVM, disponível a todos os públicos, para: (i) pesquisar todas as empresas de capital aberto do setor de papel e celulose com o CNPJ ativo na base de dados da CVM entre os anos de 2005 e 2019; e (ii) selecionar as empresas que estiveram ativas ao longo deste período. As informações levantadas são:

- **Empresas que fecharam ou foram incorporadas por outras ao longo dos 15 anos:** Bacraft S.A. em 12/05/2006; Ripasa S.A. em 28/08/2006; Jari em 28/08/2006; Propasa S.A. em 07/08/2007; Aracruz Celulose e Papel em 31/12/2009; Melpaper em 11/02/2010; Benaion em 14/02/2012; Cia Indl em 14/02/2012; Cinap S.A. em 14/02/2012; Fábrica de papel da Bahia em 14/02/2012; Celulose e Papel Pernambuco em 12/04/2018; e Fibria em 01/04/2019. Ao todo, foram 12 empresas abertas do setor que tiveram seus CNPJ's cancelados durante o período, segundo a CVM;

- **Empresas que abriram durante o período:** Eldorado Brasil em 06/06/2012 e Iguazu Celulose em 03/03/2017;

- **Empresas que permaneceram ativas em todos os 15 anos estudados:** Celulose Irani que abriu em 20/07/1977; Cia Melhoramentos, em 20/07/1977; FACEPA – Fábrica de Papel da Amazônia, em 02/03/1990; Klabin S.A., em 06/08/1977; SANTHER – Fábrica de Papel Santa Therezinha, em 29/06/1995; e Suzano Holding S.A., em 11/03/1982.

A figura 1, demonstra como se deu a evolução do grupo de empresas abertas ao longo de 2005 e 2019, como também, traz uma breve análise da variação, ano a ano, da quantidade de empresas *versus* a variação acumulada desde 2005.

O grupo das empresas que permaneceram ativas em todos os 15 anos estudados não é a base de dados final das companhias estudadas porque há determinadas exceções, tais como: (i) a Cia Melhoramentos não possui derivativos em sua carteira de ativos; e (ii) Fábrica de Papel da Amazônia (FACEPA) que foi adquirida pela Suzano.

Desta maneira, as companhias analisadas nesta pesquisa são: Celulose Irani, Klabin S.A., Fábrica de Papel Santa Therezinha (SANTHER) e Suzano Holding S.A..

São Paulo 28 a 30 de julho 2021.

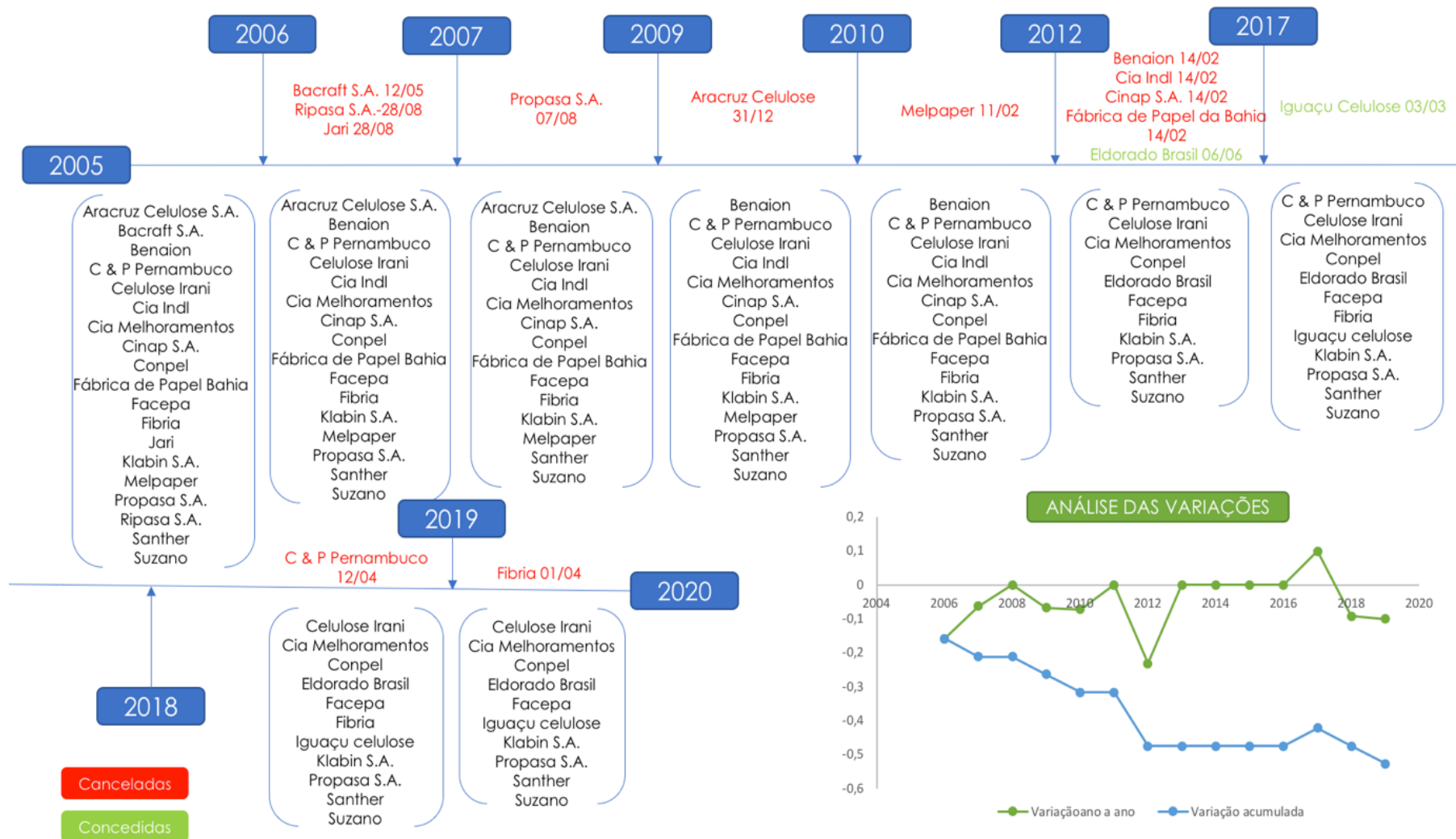


Figura 1. Evolução das companhias abertas do setor de papel e celulose na CVM, de 2005 a 2020. Elaboração própria, com base nos dados da CVM.

3.2 Análise de Dados

Para a análise dos dados, utilizou-se a Análise de Conteúdo que, de acordo com Beretta e Bozzolan (2007), é o método mais utilizado nos estudos sobre *disclosure*, pois fornece credibilidade e inferência para análise de acordo com determinado contexto. Essa técnica tem como objetivo estudar de maneira rigorosa e sistemática a natureza das mensagens (Krippendorff, 1990).

A Análise de Conteúdo, segundo Bardin (2004) está organizada em três momentos que ocorrem na ordem cronológica, sendo: 1) a pré-análise, que consiste na escolha do tema e a organização propriamente dita, que possui três objetivos: a escolha dos documentos para análise, a formulação das hipóteses e a elaboração de materiais que dão sustentação à interpretação final, que não necessariamente ocorrem na ordem cronológica, visto que dependerá basicamente dos objetivos a serem alcançados e dos materiais disponibilizados para análise; 2) a análise do material, que consiste na administração sistemática das decisões tomadas na pré-fase e a constituição do corpus propriamente dito do trabalho; 3) o tratamento dos resultados obtidos e interpretação, em que o pesquisador embasado nos resultados obtidos procura dar-lhe tratamento para serem significativos e válidos.

Como não há uma metodologia de pesquisa consolidada para o segundo momento, quando se trata de análise qualitativa do *disclosure* de empresas, partiu-se das exigências de cada norma vigente no Brasil entre 2005 e 2019 para determinar se as notas explicativas possuíam êxito no seu objetivo crucial: explicar.

A metodologia criada pelas autoras consiste em: (i) extrair de cada norma as exigências em relação a mensuração e evidenciação de derivativos; e (ii) criar uma tabela que funciona como um *check list* em que atribui-se o valor 1 quando a companhia cumpre determinada exigência e 0 caso contrário, sem levar em consideração a qualidade da informação oferecida ao usuário.

Essa metodologia direciona a análise das notas explicativas, momento em que a afirmação de Bardin (1977) torna-se ainda mais verdadeira: a análise de conteúdo opera entre dois pólos: rigor da objetividade e fertilidade da subjetividade.

4. Análise das Demonstrações Contábeis

Conforme apresentado anteriormente, ao longo dos 15 anos estudados nesta pesquisa, esteve em vigor 4 normas sobre instrumentos financeiros no Brasil que se aplicam ao setor de Papel e Celulose, que são: (i) a Instrução CVM nº 235; (ii) o Pronunciamento Técnico CPC 14; (iii) o Pronunciamento Técnico CPC 38; e (iv) o Pronunciamento Técnico CPC 48.

4.1 Instrução CVM nº 235

A Instrução nº 235, promulgada em 1995 pela Comissão de Valores Mobiliários, exigia de todas as companhias abertas a evidenciação em notas explicativas do valor de mercado, critérios e premissas para a determinação deste valor, políticas de atuação e controle das operações nos mercados derivativos e riscos envolvidos. A seguir, evidencia-se por meio de uma tabela o cumprimento da Instrução nº 235:

Tabela 1

Cumprimento das exigências da Instrução CVM nº235, de 2005 a 2007.

Companhia/ Ano		Evidenciação em Notas	Valor de Mercado	Critério e Premissas	Políticas e riscos envolvidos	Total
Celulose Irani	2005	1	0	0	0	1
	2006	1	0	0	0	1
	2007	1	0	1	1	3
Klabin	2005	1	1	0	1	3
	2006	1	0	0	1	2
	2007	1	0	0	1	2
Santher	2005	1	0	0	0	1
	2006	1	0	0	0	1
	2007	1	0	0	0	1
Suzano	2005	1	0	0	1	2
	2006	1	0	0	1	2
	2007	1	0	0	1	2

Fonte: Elaborada pelas autoras.

Com base na tabela acima pode-se inferir que a Klabin foi a empresa que melhor atendeu aos critérios exigidos segundo a norma vigente, enquanto que a Santher cumpriu apenas um critério. Esta inferência fundamenta a escolha das notas explicativas a serem analisadas a seguir.

- Klabin S.A.

Dado que todas as companhias informaram em notas explicativas a existência ou não de negociação de instrumentos financeiros derivativos, a análise inicia-se pelo quesito valor de mercado. A Klabin, no ano de 2005, informou que realizou operações de *swap*, cujo valor contábil era R\$232.730,00 e valor de mercado de R\$257.176,00. Entretanto, não informou quais foram os critérios e premissas para determinar o valor de mercado demonstrado em notas explicativas.

Por outro lado, a Klabin explica que utiliza os derivativos para mitigar o risco de moedas, a fim de proteger o passivo ou explosão líquida em dólares norte-americanos dos efeitos das variações cambiais. Além disso, esclarece que o *hedge* é idiossincrático à suas operações porque 27% das vendas são realizadas em dólares norte-americanos. Entretanto, apesar do uso de derivativos para proteção de variação cambial, a companhia teve uma perda de R\$105.897,00 durante o ano de 2005.

- Santher

Diferentemente das outras companhias analisadas, no mesmo período, a SANTHER apresentou as suas demonstrações financeiras num jornal, com letras minúsculas e, certamente, viu-se obrigada a resumir todas as informações para que o valor da publicação fosse o menor possível.

Dado esta peculiaridade, a SANTHER apenas menciona que trata operações com derivativos com o intuito de proteger sua exposição a moedas e taxas de juros e que, no ano manteve R\$12.384,00 em *swap*.

4.2 Pronunciamento Técnico CPC 14

O Brasil estava passando pela adoção das normas internacionais de contabilidade, a partir da promulgação da Lei nº 11.638 no final de 2007, que tornou obrigatória a adoção das IFRS. Neste interim, o CPC 14 foi a primeira norma que tratou dos instrumentos financeiros sob a perspectiva do IASB, órgão regulador das IFRS.

Consequentemente, o Pronunciamento Técnico CPC 14 foi um marco para a regulação dos instrumentos financeiros das companhias abertas no Brasil porque, dentre tantos motivos supracitados, tornou obrigatório o reconhecimento e a evidenciação nas demonstrações contábeis as operações com derivativos. Desta forma, ser um item fora do balanço, o fato que colaborou para disseminação destes instrumentos, foi anulado.

Tabela 2

Cumprimento das exigências do CPC 14, 2008.

Companhia	Evidenciação no Balanço	Valor de Mercado	Análise de Sensibilidade	Políticas e riscos envolvidos	Total
Celulose Irani	0	0	0	0	0
Klabin	0	1	1	1	3
SANTHER	0	0	0	0	0
Suzano	1	1	1	1	4

Fonte: Elaborada pelas autoras.

A partir dos dados apresentados na tabela acima, observa-se que duas companhias não divulgaram qualquer informação sobre derivativos. No entanto, elas afirmaram nas notas explicativas que não negociaram e nem mantiveram contratos com derivativos durante o ano de 2008.

Vale ressaltar que a adoção das normas internacionais demanda tempo para adaptação de todos os envolvidos: profissionais da Contabilidade, credores, acionistas e administradores. Além disso, a complexidade dos instrumentos financeiros corrobora para dificultar a adaptação porque, com base na Teoria Econômica, as empresas estruturam-se para agradar as pessoas de fora da organização – muitas vezes credores e acionistas – e, segundo Espejo *et al* (2010, p.10), a “adoção das Normas Internacionais de Contabilidade demandam readaptações em práticas contábeis que possuem durabilidade dinâmica nas organizações”.

Ressalta-se, também, que as duas companhias que declararam não possuir derivativos no ano de 2008 apresentam duas características importantes: (i) possuem menor capital social, comparado a outras companhias do mesmo setor; e (ii) detinham menores valores de derivativos em sua carteira no ano de 2007.

Conquanto, ante o exposto na tabela, apenas pode-se analisar as duas companhias que tiveram derivativos entre seus ativos e/ou passivos financeiros durante o ano de 2008: a Klabin e a Suzano.

- Klabin S.A.

Analisando as informações, verificou-se que a Klabin não inseriu em seu balanço os derivativos, contrariando a norma vigente. Em suas notas explicativas, afirma que não contratou derivativos para proteção a exposição cambial, mas que tem derivativos em contratos de venda

de dólar futuro (*Non deliverable amount – NDF*) no valor de U\$55.000,00 e apresenta uma simples análise de sensibilidade de duas linhas.

- Suzano Holding

A Suzano, por sua vez, apresentou diversos quesitos, tais como: (i) explicar, em suas demonstrações financeiras, o CPC 14 e suas novas propostas para que o usuário possa entender as informações fornecidas; (ii) demonstrar no balanço de 2007, de forma retroativa, e nas demonstrações financeiras anuais de 2008 os valores de derivativos para que haja comparabilidade; e (iii) ser a única companhia analisada que apresentou os derivativos em seu balanço, divulgou o valor de mercado e análise de sensibilidade.

A companhia declarou possuir *swaps* em dólar norte-americano, *swaps* de taxas e índices e *swaps* de commodities, e para todos apresenta uma análise de sensibilidade que contém: (i) descrição do ativo ou passivo financeiro; (ii) o valor justo; (iii) o risco envolvido; (iv) os diferentes cenários para cada risco; e (v) a opinião da administração.

A Suzano destaca que emprega o mecanismo para limitação de perdas (sistema de *stop loss*) a fim de liquidar a tempo os contratos que possam deteriorar o objetivo da companhia de contratar derivativos.

4.3 Pronunciamento Técnico CPC 38

Dentre todas as normas estudadas por esta pesquisa, o Pronunciamento Técnico CPC 38 é o que teve maior tempo de vigência, ao todo foram 9 anos. Dado que pouco esta norma se difere da antecessora, pode-se verificar que há empresas que não evidenciaram adequadamente as transações realizadas com derivativos, desde de a evidenciação no balanço quanto divulgação do valor justo, riscos e análise de sensibilidade.

Tabela 3

Cumprimento das exigências do CPC 38, de 2009 a 2017.

Companhia/ Ano		Evidenciação no Balanço	Valor de Mercado (valor justo)	Políticas e riscos envolvidos	Cenários e Premissas	Total
Celulose Irani	2009	0	1	1	0	2
	2010	0	0	0	0	0
	2011	0	1	1	0	2
	2012	0	1	1	0	2
	2013	0	1	1	0	2
	2014	0	1	1	0	2
	2015	0	1	1	0	2
	2016	0	1	1	0	2
	2017	0	1	1	0	2
Klabin	2009	0	1	0	0	1
	2010	0	1	0	0	1
	2011	0	1	0	0	1

	2012	0	1	0	0	1
	2013	0	0	0	0	0
	2014	0	0	0	0	0
	2015	0	0	0	0	0
	2016	0	0	0	0	0
	2017	0	0	0	0	0
SANTHER	2009	0	0	1	0	1
	2010	0	1	1	1	3
	2011	0	1	1	1	3
	2012	0	1	1	1	3
	2013	0	1	1	1	3
	2014	0	1	1	1	3
	2015	0	1	1	1	3
	2016	0	1	1	1	3
	2017	0	1	1	1	3
Suzano	2009	1	1	1	1	4
	2010	1	1	1	1	4
	2011	1	1	1	1	4
	2012	1	1	1	1	4
	2013	1	1	1	1	4
	2014	1	1	1	1	4
	2015	1	1	1	1	4
	2016	1	1	1	1	4
	2017	1	1	1	1	4

Fonte: Elaborada pelas autoras.

Apesar do longo período de adaptação para o Pronunciamento Técnico CPC 38, da mesma forma que a análise anterior, a Klabin não cumpre todas as exigências, equanto que as demonstrações da Suzano são mais completas. Desta vez, motivos diferentes fez com que a Klabin continuasse nesta posição, enquanto que nada se alterou sobre a Suzano.

A Celulose Irani, durante todos os anos, exceto 2010, contrata e negocia derivativos, entretanto, não os evidenciou em seu balanço e apresentou o resultado financeiro líquido. Em contrapartida, nas notas explicativas sobre o resultado financeiro, mencionou os derivativos em poucas informações e números para justificar o valor líquido. Além disso, não apresentou os cenários e premissas para o risco e valor justo dos derivativos e, em todas as demonstrações, divulgou o mesmo texto quando se trata dos riscos envolvidos.

- Klabin S.A.

Em todos os anos, a Klabin não evidenciou em seus balanços as posições dos derivativos contratados, mesmo naqueles anos em que a companhia contratou derivativos. Os resultados

com derivativos foram apresentados nos resultados financeiros, sendo demonstrado o valor líquido entre ganhos e perdas de derivativos ao longo do exercício para compor o resultado financeiro líquido. Destaca-se que entre 2013 a 2017, a Klabin não contratou derivativos nem para proteção cambial de longo prazo nem para fazer *hedge* ou *swap*.

Em nenhuma nota explicativa foi dada informações sobre o valor justo dos derivativos e as premissas para tal cálculo, nem tampouco foi apresentado a análise de sensibilidade dos instrumentos financeiros derivativos.

Provavelmente, isso possa ter ocorrido porque a companhia possui como acionistas majoritários um grupo familiar que participa ativamente das decisões da empresa, fazendo com que algumas informações sejam consideradas pela administração como irrelevante à minoria dos acionistas. A Teoria da Agência mostra que os administradores e acionistas possuem objetivos e pontos de vistas diferentes quando se trata de decisões de investimento e análise de riscos, mas quando o administrador e acionista está na mesma pessoa, também pode ocorrer conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários.

Por fim, destaca-se que as informações foram apresentadas de maneira confusa, pois não há uma seção específica sobre derivativos e a seção sobre instrumentos financeiros é caótica, o que desperta a atenção para o objetivo de tal confusão e desorganização: algo proposital.

4.4 Pronunciamento Técnico CPC 48 – 2018 e 2019

A última modificação da norma analisada por esta pesquisa traz muitas novidades, tais como: novas categorias e uma nova definição de instrumento financeiro derivativo. Entretanto, as exigências de evidenciação e mensuração são as mesmas.

Tabela 4

Cumprimento das exigências do CPC 48, de 2018 a 2019.

Companhia/ Ano		Evidenciação no Balanço	Valor de Mercado (valor justo)	Políticas e riscos envolvidos	Cenários e Premissas	Total
Celulose Irani	2018	1	1	0	0	2
	2019	1	1	0	0	2
Klabin	2018	1	1	1	1	4
	2019	1	1	1	1	4
SANTHER	2018	1	0	1	0	2
	2019	1	0	1	0	2
Suzano	2018	1	1	1	1	4
	2019	1	1	1	1	4

Fonte: Elaborada pelas autoras.

Um ponto importante a ser mencionado é que as companhias SANTHER e Suzano trazem em suas demonstrações financeiras, de maneira resumida, como funciona o Pronunciamento Técnico CPC 48. Entretanto, ressalta-se que a apresentação é apenas uma transcrição do texto normativo. Outro ponto a ser considerado é que a tabela acima não captura

as principais mudanças trazidas pela nova norma em vigor, uma vez que essas mudanças ocorreram num espectro mais subjetivo, tais como: as novas categorias e a nova proposta de classificação a partir do fluxo de pagamentos/recebimentos e no modelo de negócios da entidade.

Dito isso, destaca-se que a qualidade de todas as demonstrações melhorou, pois as informações estão mais fáceis de serem localizadas e mais transparentes. A Klabin, que foi considerada nesta pesquisa como a que menos cumpriu o exigido, sob o aspecto da Instrução CVM nº 235 e os Pronunciamentos Técnicos 14 e 38, nestes últimos dois anos alcançou o patamar da Suzano.

- Celulose Irani e SANTHER

A SANTHER e a Celulose Irani são empresas pequenas, quando comparadas a Suzano e a Klabin. No entanto, lembre-se que apenas para existir no setor de Papel e Celulose, a companhia tem que ter um enorme investimento. Ambas empresas passaram por momentos difíceis, agravado por dívidas e pela hegemonia da Suzano no setor, que comprou a FACEPA e a Fibria nos anos analisados.

A Irani, durante o período, informou que não tinha contratos de derivativos em sua carteira, todavia, continuou nesta pesquisa porque havia *hedge* de fluxo de caixa, que foram estimados pela metodologia dólar *offset* com intervalo de 80% a 125%. E para este instrumento, a empresa calculou o valor justo e evidenciou em notas explicativas.

A SANTHER explicou todo CPC 48 em suas demonstrações financeiras, porém apresentou apenas nas notas explicativas do resultado financeiro, o valor líquido de ganho e perda dos derivativos do exercício, sem apresentar mais nenhuma informação. Provavelmente isso tenha ocorrido porque a relevância de mais informações tenha-se 'perdido' quando comparado ao custo de obter e demonstrar tal informação, além de que a companhia estava sem liquidez para honrar seus empréstimos e teve que renegociar meio bilhão de reais em dívidas. No início de 2020, ela foi vendida a um grupo de empresas japonesas que se coligaram para controlá-la, e este grupo detêm cem por cento do capital social.

- Klabin S.A. e Suzano

De um lado, a maior produtora e vendedora de celulose de fibra curta do mundo: a Suzano; e do outro lado, a maior produtora brasileira de embalagens e afins: a Klabin S.A. Cada qual em sua especialidade dentro do setor de Papel e Celulose, mas ambas galgando cada vez mais lucros, seja por meio de novos investidores, seja por meio de aquisições importantes de outras empresas. De qualquer forma, a qualidade das informações contábeis teve que melhorar para o alcance do objetivo.

Nos anos de 2018 e 2019, a Klabin evidencia derivativos em seu balanço apenas pelo valor líquido, isto é, a diferença entre ganhos e perdas dos contratos de *swap*. Em complemento, apresenta em nota explicativa os juros atrelados aos contratos de *swap* de câmbio, única modalidade contratada deste tipo de instrumentos financeiros, e informa que a marcação a mercado destes contratos é a maneira de mensurá-los.

A Suzano, durante este período, estava passando por uma grande reforma estrutural que teve como objetivo também a governança corporativa da companhia, tudo isso porque fundiu-se com a Fibria e almejava abrir seus papéis para negociação em mercados externos, que são mais exigentes. Essa reestruturação fez com que a qualidade das demonstrações financeiras da Suzano seja incomparável à da Klabin, mesmo que as duas tenham obtido a mesma pontuação

na tabela 11, pois, como informado anteriormente, a tabela não é capaz de capturar as subjetividades presentes nas notas explicativas e na estruturação das informações.

A Suzano mostra-se melhor porque: (i) apresenta em seu balanço e no resultado financeiro as posições dos derivativos; (ii) demonstra projeção de pagamentos e recebimentos para este instrumento financeiro, e para outros também; (iii) apresenta a classificação de risco de todos os bancos e instituições financeiras com os quais fecha contratos de derivativos; (iv) apresenta a análise de sensibilidade da exposição cambial e da exposição a taxa de juros dos derivativos; (v) uma seção somente para derivativos que trata das premissas para mensuração do valor justo de cada tipo de derivativos; (vi) detalhes das posições do derivativos em aberto, inclusive aqueles embutidos e a posição dos derivativos liquidados; e (vii) nas notas explicativas sobre imposto de renda, informa a contribuição dos derivativos para as diferenças temporárias e para o imposto de cada exercício.

4.5 Análise de Conteúdo das Normas

Com o objetivo de verificar se o atendimento às normas significa êxito na divulgação de informações aos usuários da contabilidade, foi realizada a análise de conteúdo das informações divulgadas.

As notas explicativas que foram elaboradas durante a vigência da Instrução CVM nº235 são extremamente falhas e simples. Quando as companhias apresentaram nota explicativa para os instrumentos financeiros derivativos, durante os anos de 2005 a 2007, não passava de dois parágrafos, o que pouco podia ser obtido de informações.

Por outro lado, o Pronunciamento Técnico CPC 14 é um divisor de águas para as companhias abertas porque determina a obrigatoriedade de reconhecimento e evidenciação nas demonstrações contábeis e divulgação de informações em notas explicativas. Vale lembrar que a obrigatoriedade foi instituída no Brasil primeiramente às instituições financeiras, por meio da circula nº 3062 de 2002 do Banco Central do Brasil, órgão regulador deste setor.

Para as companhias abertas não-financeiras, a norma é revolucionária. Entretanto, destaca-se que companhias que negociam derivativos deveriam possuir gerenciamento de riscos, principalmente companhias do setor de papel e celulose, que exportam e importam por natureza e, por conseguinte, estão expostas ao risco cambial. Dito isso, é de se estranhar que apenas em 2008 uma companhia tenha apresentado a análise de sensibilidade e os cenários.

Por mais que seja apontado como uma qualidade da demonstração da Suzano, em 2008, transcrever a norma no corpo da demonstração com o intuito de explicar o que a norma já diz, nas mesmas palavras, apenas aumenta o volume da publicação e desvirtua o propósito da demonstração financeira: prover informações.

Durante a vigência do Pronunciamento Contábil CPC 38, as principais conclusões em relação as notas explicativas e demonstrações são: (i) ainda que tenha ocorrido a troca de auditores independentes em algumas empresas durante o período analisado, as companhias nada mudaram a forma de escrever suas notas explicativas, nem tampouco o *design*; e (iii) ainda que algumas demonstrações tenham recebido ‘nota máxima’ na tabela 3, a análise de sensibilidade em todos os anos e de todas as companhias é pobre em informações sobre as premissas adotadas.

Além disso, constata-se que a maioria das companhias, durante a vigência do CPC 38, teve como prática: (i) incorporar o ganho ou perda com as operações de derivativos aos resultados financeiros líquidos, apresentados em balanço; e (ii) apresentar, nas notas explicativas do resultado financeiro, apenas o valor líquido das operações com derivativos. Desta maneira, não se pôde capturar a relevância do valor negociado com esses instrumentos

financeiros, nem para determinar se a primeira prática está condizente com a norma e nem para compreender a posição das negociações.

Embora este estudo tenha analisado apenas dois anos da vigência do Pronunciamento Contábil – CPC 48, pode-se inferir da análise que todas as companhias buscaram atender a norma: (i) passaram a evidenciar derivativos no balanço; e (ii) melhoraram as notas explicativas em relação ao valor justo. Todavia, o *disclosure* ‘ideal’ apenas foi alcançado pela Suzano quando esta companhia passou a ofertar ações em bolsas internacionais, momento em que teve que readequar toda a sua governança corporativa e as publicações de suas informações.

4 Considerações Finais

A ciência existe porque o homem é capaz de criar e relacionar-se em sociedade, por isso, a evolução das Ciências Contábeis confunde-se com a própria evolução do *homo economicus* e dos sistemas por ele criados. Em diversos momentos da história, a Contabilidade necessitou se reinventar e se adaptar às diferentes normas e condutas sociais, reflexo das interações e das circunstâncias econômicas. A exemplo disso, está o objeto principal desta pesquisa: o instrumento financeiro derivativo, que foi criado com o intuito de negociar e trocar riscos a baixo custo e com liquidez.

Por muitos anos, o valor agregado e os benefícios sociais destes instrumentos não foram capturados e demonstrados pela Contabilidade, motivo pelo qual surgiu a necessidade da normatização do tratamento a ser dispensado aos derivativos. A regulamentação é um processo orgânico e natural e, considerando que o gerenciamento de riscos se tornou uma atividade primordial, a representação fidedigna destes instrumentos nas demonstrações financeiras se tornou fundamental.

Contudo, a complexidade dos derivativos atrelada à capacidade do mercado de reelaborar novos tipos de contratos, elevou o trabalho de pesquisadores e reguladores a níveis altíssimos de dificuldade. E mesmo assim, surgiu as normas reguladoras, cada qual com o seu papel crucial na evolução do profissional de Contabilidade, do usuário das demonstrações financeiras e do órgão regulador.

A Comissão de Valores Mobiliários foi a primeira instituição a demonstrar a importância de se evidenciar os derivativos no Brasil, quando em 1995 criou a Instrução CVM nº 235. Todavia, este documento tinha o caráter apenas de instrução, algo como uma prescrição que não inclui obrigatoriedade.

Como forma de acompanhar a evolução orgânica e natural da regulamentação, nesta pesquisa foi realizada a análise qualitativa das demonstrações financeiras das companhias abertas do setor de Papel e Celulose entre os anos de 2005 e 2019, em que as principais conclusões estão correlatas à evolução da regulamentação.

Da análise, pode-se inferir que as companhias não compreendem o papel e a importância das notas explicativas porque produzem documentos extensos que oferecem pouca informação relevante. Um exemplo disso são as demonstrações que traziam um resumo do CPC 48 e a comparação com a norma anterior, mas a nota explicativa sobre instrumentos financeiros era curta e pouco detalhada.

Dada essa problemática comum, uma maior fiscalização por parte da CVM, com poder de *enforcement*, de modo a exigir republicações de balanços nos casos de omissão ou insuficiência de informação. Afinal, lei sem punição é conselho, afirmam os autores Murcia e Santos (2009).

Embora a análise fosse do setor de papel e celulose, empresas de grande porte e exportadoras por natureza, conclui-se que, quando comparado o CPC 48, as demonstrações financeiras de todas as companhias não atingem o exemplar, isto é, não apresentam todos os requisitos da norma. Entretanto, quando comparado à época em que vigorava a Instrução CVM nº 235, o *disclosure* das companhias melhorou ao longo dos anos. Assim, a primeira questão desse estudo foi respondida, evidenciando que há relação entre o *disclosure* de informações e a regulação vigente.

No entanto, ressalta-se que esta melhora no *disclosure* ainda não permite ao usuário compreender a posição de risco assumida pela companhia ao contratar instrumentos financeiros derivativos, bem como projetar a situação futura da companhia em relação a estes instrumentos. Constatação corroborada pelo fato de que a demonstração da Suzano do ano de 2019, ano em que a companhia se fundiu à Fibria e passou a ter seus papéis negociados no mercado internacional, apresentou a melhor nota explicativa sobre derivativos porque passou por uma reestruturação de governança corporativa para atender as exigências de bolsas de outros países.

Uma outra constatação relevante da análise é que há uma padronização das notas explicativas das empresas. Por comodismo, trechos das notas explicativas das empresas são iguais ao longo dos anos avaliados, mudando duas ou três palavras. Apenas uma nova norma em vigor ou a adequação às exigências internacionais são capazes de quebrar o padrão e automatismo.

Nesse sentido, a análise de conteúdo indica que o cumprimento das normas não significa êxito na divulgação de informações aos usuários da contabilidade e que, embora algumas demonstrações tenham recebido ‘nota máxima’ na tabela 3, a análise de sensibilidade em todos os anos e de todas as companhias é pobre em informações sobre as premissas adotadas, cujas informações são fundamentais para que se compreenda como os valores foram obtidos e que se possa comparar com os divulgados por outras empresas.

Este aspecto reforça o mal uso do subjetivismo responsável detectado pelos órgãos reguladores, conforme constatado na avaliação da evolução das normas, e pode ser interpretado sob a ótica da Teoria do *Disclosure* Voluntário (Verrecchia, 2001), em que afirma que o *disclosure* só ocorre quando os benefícios gerados pela divulgação das informações voluntárias forem superiores aos seus custos.

Por fim, com base nas constatações e nos quesitos que este estudo não pôde responder, indica-se possíveis objetos de estudos futuros, tais como: (i) os desafios a pluralidade de culturas sob a regência do IASB; (ii) um panorama atual dos desafios institucionais para aceitação das normas IFRS no Brasil; e (iii) qual o custo de contratar, negociar e reportar derivativos. Vale a pena, se comparado ao benefício?

5. Referências Bibliográficas

- AKERLOF, George. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500, 1970.
- AMARAL, Carlos Antonio Lopes Vaz do. *Derivativos: o que são e a evolução quanto ao aspecto contábil comissão de valores mobiliários*, 2003.
- ASSAF NETO, Alexandre ; BRITO, G. ; CORRAR, L. J. . *Sistema de Classificação de Risco de Crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil*. *Revista Contabilidade & Finanças (Impresso)*, v. 20, p. 28-43, 2009.
- BALL, Ray; KOTHARI, S. P.; ROBIN, Ashok. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 29, p. 1- 51, 2000.
- BARDIN, Laurence. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BEAVER, William. *Financial reporting: An accounting revolution*. New Jersey: Prentice Hall, 1998.
- BERETTA, Sérgio; BOZZOLAN, Saverio. Quality versus quantity: The case of forward-looking disclosure. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Forthcoming, 2008. Social Science Research Network. Disponível em: <www.ssrn.com>. Janeiro, 2007. Acesso em: 11 set. 2019.
- BUSHEE, Brian; LEUZ, Christian. Economic consequences of SEC disclosure regulation: Evidence from OTC bulletin board. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, p. 233- 264, 2005.
- CARDOSO, Júlio Sérgio de Souza, COSTA JÚNIOR, Jorge Vieira da. Instrumentos derivativos e a contabilidade de risco: a imperiosa busca pelo subjetivismo responsável. *Boletim do Ibracon* n° 284, São Paulo, jan/fev 2002.
- CARVALHO, Nelson Marinho de. *Evidenciação Marinho de Carvalho*. 1999.
- CHOW, Chee; HARRISON, Paul. Identifying meaningful and significant topics for research and publication: a sharing of experiences and insights by ‘influential’ accounting authors. *Journal of Accounting and Education*. v. 20, p. 183-203, 2002.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM n. 550 de 17 de outubro de 2008. Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros derivativos em nota explicativa às informações trimestrais - ITR., [2008].
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 566 de 12 de novembro de 2008. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 14 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento, mensuração e evidenciação de instrumentos financeiros, [2008].
- DELOOF , Mark. Determinants of corporate financial disclosure in an unregulated environment: Evidence from the early 20th century. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, 2008, Rotterdam.
- DEMARZO, P; DUFFIE, D. Corporate incentives for hedging and hedge accounting. *The Review of Financial Studies*, v. 8, n. 3, p. 743-771, 1995.
- ESPEJO, Márcia Maria dos Santos Bortolucci; FREZATTI, Fábio; CRUZ, Ana Paula Capuano da; COSTA, Flaviano. Uma abordagem institucional do subjetivismo responsável na adoção das normas internacionais de contabilidade: uma análise crítico-reflexiva sobre os inibidores à convergência no Brasil. *Repositório Institucional da universidade Federal do Rio Grande*. 2010.

- FRALETTI, Paulo Beltrão; FAMÁ, Rubens. Gestão de riscos de mercado: elemento diferenciador na administração de empresas não financeiras. 2003.
- IUDÍCIBUS, S. 2007. Ensaio sobre Algumas Raízes Profundas da Contabilidade, em Apoio aos Princípios Fundamentais. Revista de Contabilidade e Organizações – RCO. 1 (1): 9-16.
- JORION, Phelippe. Value at risk: nova fonte de referência para o controle do risco de mercado. BM&F. 1ª edição. 1998.
- JÚNIOR, José Luiz Rossi. A utilização de derivativos agrega valor à firma? Um estudo do caso brasileiro, 2009.
- KRIPPENDORFF, Klaus. Metodología de análisis de contenido: Teoría y práctica. Barcelona: Paidós Comunicación, 1990.
- LOPES, Alessandro Broedel. CARVALHO, Luiz Nelson G. Contabilização de Operações com Derivativos: uma comparação entre o SFAS no 133 e o arcabouço emanado pelo COSIF. Caderno de Estudos, São Paulo, FIPECAFI, n. 20. Janeiro a Abril/1999.
- MILLER, M.H. "Financial Innovation: Achievements and Prospects" em The New Corporate Finance, Where Theory Meets Practice, editado por Chew, Donald. Mc Graw Hill, New York, 1993.
- MURCIA, Fernando Dal-ri, SANTOS, Ariovaldo dos. Regulação contábil e a divulgação de informações de operações com instrumentos financeiros derivativos: análise do impacto da CVM nº 566/08 e da cvm nº 475/08 no disclosure das companhias abertas no Brasil, 2009.
- OLIVEIRA, M. S. et al. CONTABILIDADE INTERNACIONAL: Gestão de Riscos, Governança Corporativa, Contabilização de Derivativos. São Paulo: Atlas, 2008.
- SANTOS, Nilza Nashiro Florence do; FLORES, Eduardo da Silva; GUIMARÃES, Isac Pimentel; SLOMSKI, Vilma Geni; SILVA, Aldy Fernandes da. Nível de evidenciação obtido na divulgação das notas explicativas de instrumentos financeiros derivativos segundo a deliberação CVM nº 550/08. Revista Contemporânea de Contabilidade – RCC. Ano 07, v.1, nº13, p. 175-196, Jan/Jun 2010.
- SILVA NETO, L. de A. Derivativos: definições, emprego e risco. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- SOUZA, Victor Hugo de; MARTINS, Vidigal Fernandes. Avaliação dos Instrumentos Financeiros Derivativos nas Empresas do Setor de Papel e Celulose no Brasil. RAGC, v. 2, n. 4, p.41-54. 2014.
- VALOR ECONÔMICO ONLINE. Derivativos levam Sadia a prejuízo de R\$ 2,48 bilhões em 2008. Publicado em 27 de Março de 2009. Disponível em <<http://www.valor.globo.com>>. Acesso em: 1 abr.2019.
- VERRECCHIA, Robert. Essays on disclosure. Journal of Accounting and Economics, v. 22, p. 97-180, 2001.
- YAMAMOTO, Marina Mitiyo; SALOTTI, Bruno Meirelles. Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.