

Exposição à variação cambial: uma análise qualitativa do *disclosure*

RODNEY PEREIRA DE MACEDO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

Resumo

A qualidade do *disclosure* é essencial para a compreensão das informações contábeis. Contudo, há grande dificuldade em análises qualitativas, dado o elevado grau de subjetividade envolvido na definição de parâmetros de qualidade. Murcia e Santos (2009) constataram que a exposição cambial foi o item mais divulgado voluntariamente, em 2007, pelas cem maiores empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, mas esses autores não verificaram a qualidade dessa informação. Uma das justificativas para o interesse na exposição cambial pode ser o crescente aumento nas exportações e importações de empresas brasileiras nos últimos anos. Nesse sentido, utilizando-se da técnica Análise de Conteúdo, este trabalho analisa a qualidade da evidenciação da exposição ao risco da variação cambial, tomando-se como parâmetros, os aspectos qualitativos e quantitativos recomendados pelo pronunciamento técnico nº 14 do CPC. Os resultados mostram que, apesar da sensível melhora na qualidade da evidenciação da exposição cambial entre 2007 e 2008, metade das empresas não divulgou informações qualitativas obrigatórias. Constatou-se ainda que as empresas que mais praticam divulgação voluntária, conforme Murcia e Santos (2009), também praticaram melhor qualidade no *disclosure* da exposição cambial.

Palavras-chave: Exposição Cambial; *Hedge*; Derivativos; *Disclosure*; Análise qualitativa.

1 Introdução

O principal objetivo da contabilidade é fornecer informações úteis à tomada de decisão. O *disclosure* torna possível a conclusão desse objetivo, que para o *Financial Accounting Standard Board – FASB* (1978) deve incluir interpretações e explicações que auxiliem o usuário no entendimento da informação financeira. A utilidade da informação está intrinsecamente ligada à oportunidade de sua divulgação, relevância para o usuário e outras características qualitativas que aumentem seu valor preditivo.

Hendriksen e Breda (2007) argumentam que é forte a percepção de que as empresas divulgarão toda a informação necessária ao bom funcionamento do mercado de capitais. Essa postura seria mais visível quanto mais dependente fosse a empresa da captação de recursos no mercado estrangeiro.

Estudo da Fundação Dom Cabral, em parceria com a Vale Columbia Center (EUA) e com patrocínio da KPMG (2009), constatou que as companhias brasileiras avançaram nos mercados globais, adquirindo empresas e subsidiárias no exterior, a pesar da crise econômica mundial que atingiu o Brasil a partir do quarto trimestre de 2008. Conforme esse estudo, “25,32% das receitas das 20 maiores transnacionais brasileiras em 2008 foram geradas em operações com o exterior”. Confirmando essa tendência de crescimento de operações de empresas brasileiras com o mercado estrangeiro, o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior – MDIC (2009) aponta crescimento de mais de 200% nas exportações brasileiras e de aproximadamente 270% nas importações, entre 2004 e 2008.

O leque de pesquisas sobre *disclosure* e qualidade da informação contábil é amplo, relacionando-o a aspectos diversos como: *disclosure* ambiental em nível internacional (NOSSA, 2002), qualidade informacional e conservadorismo (COELHO e LIMA, 2007), *disclosure* e custo de capital (ALENCAR, 2007), nível de evidenciação e custo da dívida (LIMA, 2009), dentre outros. Contudo, não foram identificados trabalhos com foco específico na qualidade da informação sobre exposição cambial.

Murcia e Santos (2009) analisaram as principais práticas de *disclosure* voluntário das cem maiores empresas listadas na bolsa de São Paulo e constataram que a exposição cambial foi o item mais evidenciado. A constatação desses autores pode ser evidência da demanda dos usuários da informação contábil por detalhes sobre o risco à exposição cambial das empresas. Destaca-se que esses autores analisaram as demonstrações contábeis do período 2007, portanto, anterior à crise financeira mundial.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) emitiu, no final de 2008, o pronunciamento técnico nº 14, estabelecendo regras para evidenciação de informações qualitativas e quantitativas relativas aos instrumentos financeiros, inclusive derivativos. Esses instrumentos têm sido utilizados com objetivos diversos, dentre eles, para proteger o patrimônio das empresas da exposição ao risco da variação cambial.

Não obstante a relevância do trabalho de Murcia e Santos (2009), os próprios autores ressaltam que não analisaram a qualidade das informações, limitando-se “a verificar a existência ou não” de cada item. Contudo, para o ex-presidente da *Security Exchange Commission (SEC)*, o sucesso do mercado de capitais depende da qualidade da informação contábil e de um sistema de evidenciação estabelecido em alto padrão de qualidade, que dê credibilidade às demonstrações financeiras (LEVITT: 1997).

Este trabalho, motivado pelo grande número de empresas que evidenciaram informações sobre exposição cambial em 2007 e pelo aumento do intercâmbio do comércio internacional, tem por objetivo analisar a qualidade da evidenciação compulsória dessa informação em 2008. Não se pretende abordar aspectos sobre *disclosure* voluntário e obrigatório, mas tão somente a qualidade do *disclosure* não analisada por Murcia e Santos (2009).

2 Referencial Teórico

Conforme Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior – MDIC (2009), as exportações brasileiras cresceram mais de 200% entre 2004 e 2008. Nesse mesmo período, as exportações cresceram aproximadamente 276%. Os gráficos I e II demonstram esse crescimento anual e a evolução do comércio exterior em todos os setores da economia brasileira, industriais ou não, nos último dez anos. Ressalta-se que apesar do acentuado recuo verificado em 2009 devido à crise internacional, houve crescimento, tanto de exportações quanto de importações, quando se compara janeiro de 2010 ao mesmo período do ano anterior (MDIC: 2010).

Evolução das exportações brasileiras

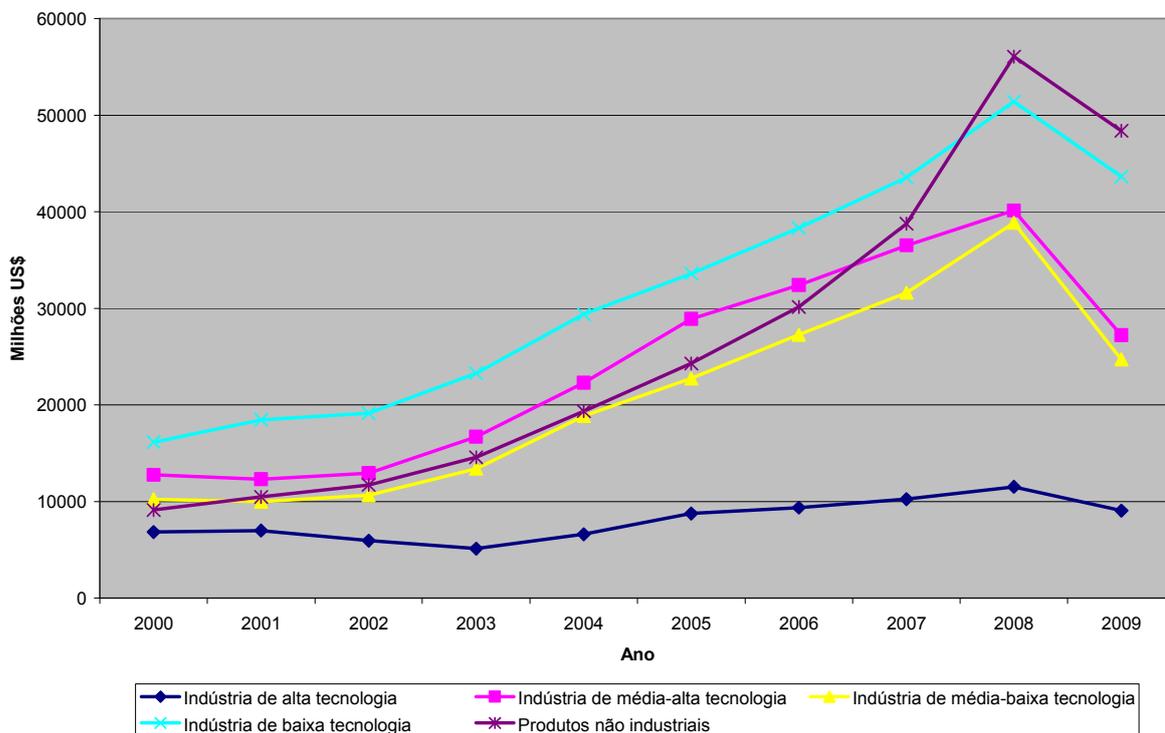


Gráfico I: Elaborado pelos autores a partir de dados do MDIC (2010).

Evolução das importações brasileiras

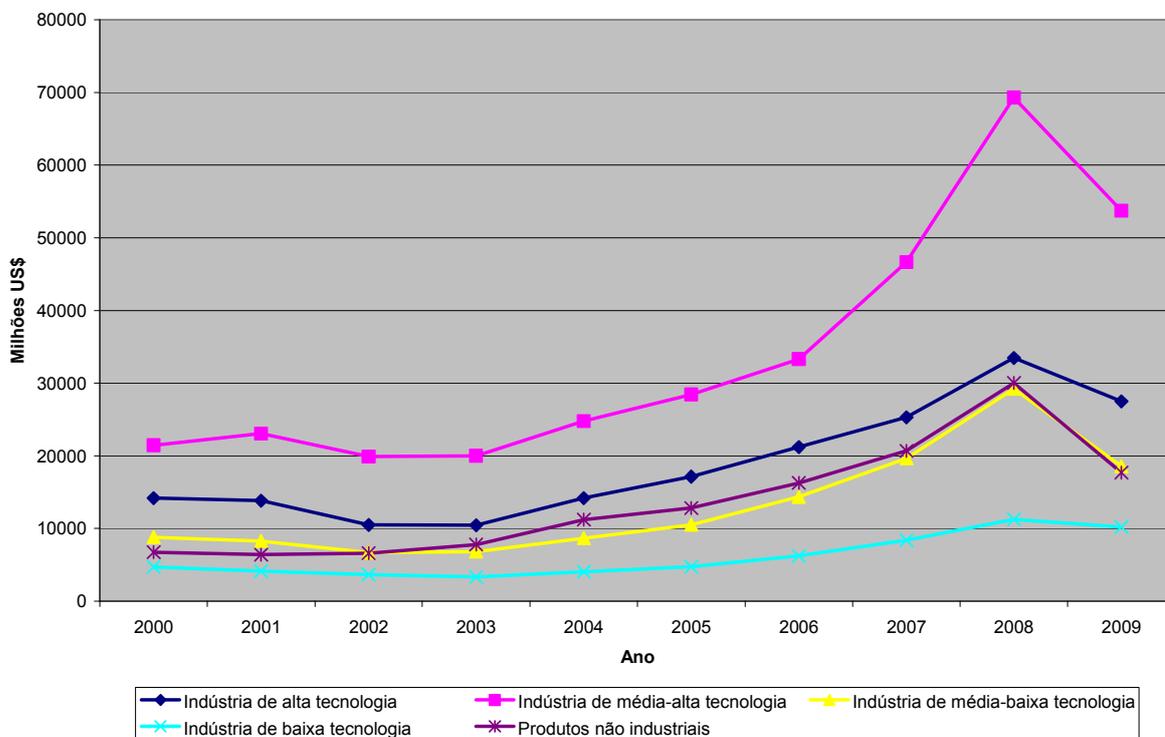


Gráfico II: Elaborado pelos autores a partir de dados do MDIC (2010).

Indústria de alta tecnologia: Inclui a indústria aeronáutica, aeroespacial, farmacêutica, material de escritório e informática, equipamentos de rádio, TV e comunicação, instrumentos médicos de ótica e precisão;

Indústria de média-alta tecnologia: Inclui a indústria de máquinas e equipamentos elétricos, veículos automotores, reboques e semi-reboques, produtos químicos, excl. farmacêuticos, equipamentos para ferrovias e material de transporte, máquinas e equipamentos mecânicos;

Indústria de média-baixa tecnologia: Inclui a indústria de construção e reparação naval, borracha e produtos plásticos, produtos de petróleo refinado e outros combustíveis, outros produtos minerais não-metálicos e produtos metálicos;

Indústria de baixa tecnologia: Incluem produtos manufaturados e bens reciclados, madeira e seus produtos, papel e celulose, alimentos, bebidas e tabaco, têxteis couro e calçados.

Além do crescimento numérico de exportações e importações, verifica-se nos últimos anos, diversificação nos destinos das vendas de produtos brasileiros. Em 2008, houve crescimento nas vendas para os mercados tradicionais (países do Mercosul, União Européia e Estados Unidos), e também avanço para destinos como países da Ásia, Europa Oriental, Oriente Médio, América Latina, Caribe e África (MDIC: 2009). Um exemplo do crescimento e da pulverização das exportações brasileiras pode ser observado pelos destinos dos produtos do agro-negócio brasileiro entre os principais mercados emergentes, apresentados na Tabela I.

Exportação Agronegócio (US\$ milhões)

Mercados Emergentes	2004	2008	Variação percentual
China	3.000	7.931	264%
Rússia	1.540	4.200	273%
Venezuela	333	2.430	730%
Arábia Saudita	608	1.430	235%
Coréia do Sul	500	1.000	200%
Egito	380	770	203%
Argélia	261	547	210%
Indonésia	252	500	198%
Marrocos	255	406	159%
Malásia	155	396	255%

Tabela (I): Elaborada pelos autores a partir de dados da Revista Exame (2009).

Os avanços no comércio internacional em todos os setores da economia demonstrados nos Gráficos I e II e na Tabela I podem ser uma das explicações para a constatação de Murcia e Santos (2009), quanto à quantidade de empresas que divulgam informações relacionadas à exposição cambial. Por outro lado, esse crescimento demanda gestão acurada dessa exposição e a torna pilar estratégico para as empresas modernas e globalizadas, que transacionam em diversas moedas, expondo seus ativos e passivos ao risco da volatilidade cambial, bastante comum em épocas de crises.

Considerando a adoção do câmbio flutuante no Brasil, em 1999, e que o conteúdo informacional das demonstrações contábeis é um dos principais canais de informação entre as empresas e seus financiadores, o trabalho de SZUSTER e SZUSTER (2003) foi um dos primeiros a demonstrar preocupação com as conseqüências da variação cambial na qualidade informacional das demonstrações contábeis em períodos de crise. O trabalho desses autores foi uma resposta às distorções nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras que possuíam ativos ou passivos indexados à variação cambial, causadas por elevações transitórias do dólar frente ao real em 2001 e 2002.

Conforme Niyama (2005), dentre os fatores determinantes para a flutuação na taxa de câmbio, destacam-se a taxa de juros, o balanço de pagamentos, as importações e as exportações, a inflação e a credibilidade do governo. Greuning e Bratanovic (2009) salientam

que uma característica da taxa de câmbio é seu caráter exógeno, de ser determinada por fatores externos, não controláveis por empresas ou países.

Essa dificuldade ou mesmo impossibilidade de controle expõe as empresas que operam em moeda estrangeira ao risco da volatilidade cambial, ou risco de taxa de câmbio, definido por Capelletto e Corrar (2008) como a “probabilidade de perda em virtude de variação adversa na taxa de câmbio. Ao assumir posições líquidas ativas ou passivas, também chamadas de compradas ou vendidas, respectivamente, a instituição fica exposta à variação cambial”. O risco ocorre devido ao descasamento das posições e pode ocasionar perdas resultantes de oscilações adversas durante o período em que a posição estava aberta em moeda estrangeira, dentro ou fora do balanço, nos mercados à vista ou futuro.

Paulo *et al.* (2007) modelaram uma matriz de riscos, e, ao classificar situações de risco cambial, destacaram que a avaliação de um risco de oscilação do mercado de câmbio, em um cenário de alta frequência e alta severidade, poderia situar-se na região de médio risco e estar no nível de controle desejável pelo gestor, desde que houvesse um elemento mitigador, por exemplo, um *hedge* cambial que minimizaria o impacto financeiro de uma eventual perda.

Para Wu (2006), realizar um *hedge* implica no controle, limitação ou redução de uma empresa à volatilidade ou flutuação de taxas. Seria semelhante a um seguro. Os motivos que levariam a empresa a fazer *hedge* estariam relacionados à falência, custo de desastre financeiro, assimetria informacional e outras situações que fujam do controle dos gestores, com possibilidade de provocar alta volatilidade no valor futuro das empresas.

Contudo, o *hedge* é um instrumento derivativo, e os derivativos, conforme Rotta (2008), são objetos contraditórios, pois apesar de aparecerem como instrumentos de gerenciamento de riscos, “em sua essência negam-se como meio para efetivamente se colocarem como risco abstrato”. Tornam-se mercadorias peculiares, sujeitos capitais, precificados, que produzem suas próprias pré-condições. Dessa forma, se por um lado os derivativos podem proteger o patrimônio das empresas, por outro eles podem elevar o risco, dependendo de como são utilizados. Exemplo dessa última situação, a Aracruz Celulose S.A. divulgou fato relevante, em setembro de 2008 (CVM: 2009), admitindo que sua exposição a instrumentos financeiros derivativos foi forte e negativamente afetada pela instabilidade cambial daquele momento.

Conseqüências práticas como o caso da Aracruz Celulose S.A. demonstraram urgência na definição de regras para mensuração, registro e evidenciação do uso dos derivativos. Ressalta-se que, ainda na década de 1990, Lopes e Lima (1998) já percebiam essa necessidade ao verificar que o uso desses instrumentos crescia rapidamente. Conforme esses autores, naquela época, apesar de melhorias graças aos esforços de autoridades, não havia definição, em escala internacional, quanto a modelos para contabilização e avaliação dessas operações.

Nesse cenário, e considerando o processo de convergência aos padrões internacionais de contabilidade, em dezembro de 2008, o CPC aprovou o pronunciamento técnico nº 14, estabelecendo regras para contabilização e evidenciação de instrumentos financeiros derivativos, inclusive aqueles utilizados como proteção a oscilações de moedas estrangeiras. As empresas deveriam apresentar, em suas demonstrações contábeis do exercício encerrado em 2008, a natureza econômica, finalidade de uso e valor justo desses instrumentos, bem como ampla evidenciação das operações realizadas. O efeito prático desse pronunciamento foi o reconhecimento, no corpo das demonstrações, de informações até então evidenciadas apenas em Notas Explicativas, ou sequer nessas notas. Adicionalmente, ainda em dezembro de 2008, a CVM emitiu a instrução nº 475 exigindo divulgação, em nota explicativa específica, de quadro demonstrativo de análise de sensibilidade das empresas à variação no valor justo dos

instrumentos financeiros derivativos, tanto especulativos quanto utilizados para proteção (*hedge*), incluindo variações em função da exposição a moedas estrangeiras.

Conforme o CPC (2009), o pronunciamento nº 14 seria parte de um processo de melhoria da qualidade das demonstrações contábeis e demais relatórios financeiros divulgados pelas companhias. Essa busca contínua por informações de melhor qualidade conduziu à revogação deste pronunciamento antes mesmo de um ano de sua vigência. Em outubro de 2009, o CPC emitiu os pronunciamentos técnicos nº 38, 39 e 40 para tratar do reconhecimento e mensuração, da apresentação e da evidenciação de instrumentos financeiros. Tais pronunciamentos foram aprovados pela CVM e seus dispositivos serão compulsórias para as companhias abertas, em relação aos exercícios encerrados a partir de dezembro de 2010 e às demonstrações financeiras de 2009 a serem divulgadas em conjunto com as demonstrações de 2010 para fins de comparação. Entretanto, os preceitos da instrução nº 475 permanecem em vigor.

De fato, apesar de nítidos avanços quanto à exigência de informações, uma das carências do pronunciamento nº 14 era a precisão em definições, que em relação à exposição cambial, foram supridas pelo pronunciamento nº 40. Este definiu risco de moeda (o mesmo que risco de câmbio ou risco de moeda estrangeira) como “o risco de o valor justo ou os fluxos de caixa futuros de instrumento financeiro oscilarem devido a mudanças nas taxas de câmbio de moeda estrangeira”. O risco de moeda está incluído no risco de mercado e “surge em instrumentos financeiros que são denominados em moeda estrangeira, uma moeda diferente da moeda funcional da entidade na qual eles são mensurados” (CPC: 2009).

Um dos objetivos do pronunciamento 14 e posteriormente do pronunciamento 40 é estabelecer princípios para divulgação de informações relacionadas a instrumentos financeiros derivativos, com determinação expressa de itens qualitativos de divulgação obrigatória. Dessa forma, espera-se mais transparência e qualidade na informação divulgada sobre esses instrumentos.

Aspectos relacionados à questão cambial estão indiretamente citados em outros pronunciamentos do CPC, contudo, o pronunciamento técnico nº 14 e a instrução nº 475 da CVM os abordam de forma mais precisa e objetiva quanto a aspectos qualitativos da informação, ainda que apenas como um dos itens relacionados aos instrumentos financeiros. Tal objetividade possibilita a definição de parâmetros de qualidade, o que viabiliza a pesquisa qualitativa.

A informação qualitativa é bem mais difícil de ser avaliada que a informação quantitativa, pois envolve julgamentos extremamente subjetivos (IUDÍCIBUS, 2009). Por outro lado, se o objetivo da contabilidade é fornecer informações úteis ao usuário, a qualidade deve ser uma meta. Bens e Monahan (2004) destacam que o compromisso com *disclosure* de maior qualidade aumenta a precisão das informações disponíveis, dando suporte mais seguro às decisões operacionais e dos investimentos efetuadas pelos gestores.

Conforme Martins e Theóphilo (2007), o paradigma qualitativo procura descrever comportamentos a partir de um quadro de referência que pode estar na plataforma teórica de investigação. Não havendo plataforma teórica, o pesquisador é desafiado a definir variáveis que o ajudem a compreender o fenômeno investigado.

Nesse sentido, este trabalho se baseia nas características qualitativas e quantitativas definidas pelo próprio pronunciamento técnico nº 14, como informações mínimas a serem divulgadas em Notas Explicativas, em relação aos instrumentos financeiros derivativos, a saber:

- (a) política de utilização;

(b) objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente a política de proteção patrimonial (*hedge*);

(c) riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos;

(d) o valor justo de todos os derivativos contratados, os critérios de avaliação e mensuração, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração do valor justo;

(e) valores registrados em contas de ativo e passivo segregados, por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, aqueles com o objetivo de proteção patrimonial (*hedge*) e aqueles com o propósito de negociação;

(f) valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, local negociação (bolsa ou balcão) ou de registro e faixas de vencimento, destacados os valores de referência, de custo, justo e risco da carteira;

(g) ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos, segregados aqueles registrados no resultado e no patrimônio líquido;

(h) valores e efeito no resultado do período de operações que deixaram de ser qualificadas para a contabilidade de operações de proteção patrimonial (*hedge*), bem como aqueles montantes transferidos do patrimônio líquido em decorrência do reconhecimento contábil das perdas e dos ganhos no item objeto de *hedge*;

(i) principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial (*hedge*) de fluxo de caixa, destacados os prazos para o impacto financeiro previsto;

(j) valor e tipo de margens dadas em garantia;

(k) razões pormenorizadas de eventuais mudanças na classificação dos instrumentos financeiros;

(l) efeitos da adoção inicial Pronunciamento nº 14.

Ressalta-se que o pronunciamento nº 40 é menos detalhado quanto a exigências de informações qualitativas. Este determina que para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar:

(a) a exposição ao risco e como ele surge;

(b) seus objetivos, políticas e processos para gerenciar os riscos e os métodos utilizados para mensurar o risco; e

(c) quaisquer alterações em (a) ou (b) do período anterior.

Embora o pronunciamento técnico nº 14 do CPC tenha sido revogado, suas disposições quanto a características qualitativas foram importantes no conturbado contexto da crise internacional no final de 2008, o que justifica estudos sobre sua observância. Ademais, a instrução nº 475 da CVM que o complementa permanece em vigor e a qualidade da informação é também tratada pelo pronunciamento nº 40, em relação ao qual ainda não há informações disponíveis.

3 Procedimentos metodológicos

3.1 Caracterização da pesquisa

Esta pesquisa se caracteriza como descritiva quanto ao objetivo de analisar a qualidade do *disclosure* da exposição ao risco da variação cambial. Conforme Gil (1999), a pesquisa descritiva objetiva descrever características de determinada população ou fenômeno ou estabelecer relações entre variáveis. Esse tipo de pesquisa delimita precisamente a amostra a ser estudada, os objetivos, variáveis, hipóteses e questões de pesquisa.

Foram utilizadas as estratégias pesquisa documental, no que se refere à análise dos documentos primários produzidos pelas empresas, e, bibliográfica, quanto ao embasamento teórico. Para Martins e Theóphilo (2007), a utilização de documentos como fonte primária de dados, informações e evidências, caracteriza a pesquisa como documental. A pesquisa bibliográfica é caracterizada por explicar temas ou problemas por meio de referências publicadas em livros, periódicos, *sites*, etc., e seria indispensável ao trabalho científico.

A análise de conteúdo foi utilizada para coleta e seleção das variáveis nas Notas Explicativas divulgadas pelas empresas. Apesar de historicamente ter sido utilizada para coleta de dados quantitativos, Bardin (2008) defende a aplicação da análise de conteúdo em discursos extremamente diversificados, inclusive em análises qualitativas. Beuren (2008) também defende a utilização dessa técnica tanto para análise quantitativa quanto qualitativa dos dados.

3.2 Amostra e período analisado

Analisaram-se as dez empresas destacadas como praticantes de maiores e as dez empresas destacadas como praticantes de menores níveis de *disclosure* no estudo de Murcia e Santos (2009). Em cem empresas pesquisadas, esses autores constataram que 94 divulgaram informações sobre exposição cambial. Excluindo as seis empresas que nada divulgaram, significa que ao menos catorze das vinte empresas (Quadro I) investigadas na atual pesquisa divulgaram tal informação em 2007. Espera-se, assim, inferir o tipo de relação entre as dez empresas de maior e menor *disclosure* com a qualidade da informação do item mais divulgado.

Escolheu-se o ano de 2008 para análise devido à obrigatoriedade da divulgação de informações sobre instrumentos financeiros derivativos referentes ao citado período, nos moldes do pronunciamento técnico nº 14 e da instrução 475 da CVM. Apesar de mencionar a evidenciação de instrumentos financeiros de forma genérica, os parâmetros qualitativos e quantitativos dispostos nesses normativos permitem relação objetiva e direta a parâmetros de qualidade para divulgação da exposição cambial. Adicionalmente, analisou-se o ano de 2007 por ser este o período pesquisado por Murcia e Santos (2009).

Amostra da pesquisa

Maiores níveis de <i>disclosure</i>		Menores níveis de <i>disclosure</i>	
Ranking	Empresa	Ranking	Empresa
1º	Petrobrás	91º	Whirpool
2º	Usiminas	92º	Cauê
3º	Eletrobrás	93º	Magnesita
4º	CSN	94º	Itautec
5º	Vale	95º	Suzano Petroquímica (2)
6º	Amazônia Celular (1)	96º	Vicunha Têxtil
7º	Gol	97º	Panvel/Dimed
8º	Light	98º	Parmalat
9º	Brasil Telecom	99º	Vigor
10º	Coelce	100º	Yara Brasil

Quadro I: Adaptado pelos autores, a partir do trabalho de Murcia e Santos (2009)

(1) Em agosto de 2008, houve transferência do controle acionário da TNCP (Amazônia Celular), para a TMAR. Dessa forma, para o período 2008, foram analisados os dados da Tele Norte Celular;

(2) Em novembro/07, a Suzano Holding S.A. vendeu sua participação na Suzano Petroquímica à Petrobrás. Em 30 de junho/08, a denominação social da Suzano Petroquímica foi alterada para Quattor Petroquímica S.A. Assim sendo, para 2008, foram analisadas as informações da Quattor S.A.;

3.3 Coleta e análise de dados

A maioria das Notas Explicativas está disponibilizada em documentos *Word*. Dessa forma, foram utilizadas ferramentas de localização de palavras disponíveis nesse aplicativo para identificar todas as informações relacionadas à exposição cambial. Essa estratégia foi necessária devido à grande quantidade de informações divulgadas pelas empresas. Ademais, foi considerada a possibilidade de a conjugação de mais de uma Nota Explicativa poder conduzir à informação de melhor qualidade que uma nota individual. As palavras utilizadas na busca foram: “câmbio”, “cambial”, “cambiais”, “*hedge*”, “instrumento”, “derivativo”,

“exterior”, “sensibilidade”, “resultado”, “exposição”, “variação”, “conversão”, “mensuração” e “justo”. Os parágrafos que continham tais palavras foram analisados na íntegra. Também foram integralmente analisadas as Notas Explicativas sobre conversão de demonstrações contábeis e instrumentos financeiros derivativos, ainda que estes não se referissem à exposição cambial. Algumas empresas, contudo, divulgaram informações no formato “figura”, inviabilizando as ferramentas de localização de palavras. Nesses casos, os títulos das Notas Explicativas foram analisados individualmente, e de acordo com a avaliação dos autores, seu conteúdo foi parcial ou integralmente analisado. As Notas Explicativas foram obtidas nos sítios da Bovespa ou da CVM.

Como parâmetros de qualidade, foram considerados os tópicos (a) a (i) listados no item 59 do pronunciamento técnico nº 14 e reproduzidos no referencial teórico. Esses tópicos referem-se a aspectos qualitativos para evidenciação de todos os instrumentos financeiros. Para este trabalho, eles foram analisados somente nos aspectos que possibilitaram associação com o risco da exposição cambial.

Salienta-se que informar a não existência do item foi considerado parâmetro de qualidade. Esse parâmetro fundamenta-se na determinação da CVM (2009) para algumas empresas refazerem informações trimestrais, em função da “ausência de qualquer referência ao valor justo dos instrumentos financeiros contratados pelas empresas até 30.09.2008”.

4 Análise dos resultados

A análise das empresas Cauê, Panvel/Dimed, Parmalat e Vigor foi feita individualmente. Essas quatro empresas, todas classificadas entre as de menor nível de *disclosure* voluntário conforme Murcia e Santos (2009), apresentaram situações bem distintas das demais, a saber: (1) Cauê: excluída da análise dos resultados por não apresentar informações contábeis no sítio da Bovespa ou da CVM; (2) Panvel/Dimed: informou não possuir derivativos ou passivos que poderiam ser afetados significativamente em função de variação na taxa de câmbio. Essa negativa da existência é indicativo de boa qualidade da evidenciação da exposição cambial, pois em tese, não deixaria dúvidas ao usuário da informação quanto à existência desse instrumento. Contudo, o termo “significativamente” deveria ser melhor explicado; (3) Parmalat: Em suas Demonstrações Contábeis anuais de 2007, informa não possuir endividamento em moeda estrangeira. Contudo, admite que a variação cambial pode afetar suas receitas, cujo percentual foi de 5,7% das exportações. Não foram localizadas informações contábeis da Parmalat para 2008. Destaca-se que em 2007, esta empresa informou estar em recuperação judicial; (4) Vigor: Em função do cancelamento do seu registro na CVM em 20/02/2009, não havia, à data da pesquisa, informações disponíveis desta empresa para 2008. Em 2007, a Vigor informou apenas os valores de ativos e passivos atrelados à moeda estrangeira. A variação cambial registrada no resultado e no passivo foi informada não segregada dos juros.

Resumidamente, para o período 2007, a Parmalat não informou análise do impacto da variação cambial em suas receitas e a Vigor não detalhou os itens de informações qualitativas e quantitativas determinados no pronunciamento técnico nº 14. Para 2008, quando essas informações se tornaram obrigatórias, a análise foi impossibilitada pela falta de dados. Panvel/Dimed deveriam explicar melhor o termo “significativamente” e as informações da Cauê não foram analisadas.

Excluídos os casos especiais, os resultados para as demais dezesseis empresas são apresentados conjuntamente. A análise é feita em relação aos aspectos de divulgação

obrigatória nas notas explicativas às demonstrações contábeis, relativos a informações qualitativas e quantitativas dos instrumentos financeiros derivativos, estabelecidos no pronunciamento técnico nº 14 do CPC e na instrução 475 da CVM. Para efeito deste artigo, os aspectos são analisados somente quanto ao risco à exposição da variação cambial. Evidenciação quanto aos demais tipos de risco não são objeto deste trabalho.

Ressalta-se que a análise qualitativa depende de inferências em que o pesquisador tenta “estabelecer conexões e relações que possibilitem descrições, explicações e interpretações” dos fenômenos (MARTINS e THEÓPHILO, 2007). Dessa forma, as conclusões, em muitos casos, dependeram do nível de compreensão dos pesquisadores, que conduziram a pesquisa de forma imparcial e objetiva. Devido à dificuldade em parametrizar os resultados obtidos, problema bastante comum na pesquisa qualitativa, a análise de dados limita-se a descrever as principais conclusões.

4.1 Política de utilização de *hedge* cambial, objetivos e estratégias de gerenciamento do risco cambial

Os resultados da análise desses itens refletem o *ranking* para o nível *disclosure* elaborado por Murcia e Santos (2009). Em linhas gerais, todas as empresas melhores classificadas por esses autores apresentaram, em 2007, informações que se tornaram compulsórias somente em 2008. Dentre as piores classificadas, apenas três evidenciaram informações sobre política de riscos à exposição cambial. A negativa do uso do *hedge* foi considerada parâmetro importante para análise de qualidade da informação. Esse foi o caso da Eletrobrás, em 2007, que informou não utilizar *hedge*, mesmo tendo 46% da carteira de recebíveis em moeda estrangeira. No lado oposto, a Whirpool informou ter financiado capital de giro em moeda estrangeira, mas não informa se fez ou não proteção a essa exposição.

Como era de se esperar, com a compulsoriedade da informação, todas as empresas analisadas informaram política, objetivos e estratégias de gerenciamento de risco cambial em 2008. Contudo, cinco empresas não indicaram a periodicidade da análise do risco. A Magnesita utilizou a expressão “sistematicamente” para se referir a esse prazo. As demais dez empresas o fizeram de forma objetiva. Quanto às estratégias, Petrobrás, Usiminas, Eletrobrás e Vale dispõem de *hedge* natural¹, enquanto cinco empresas nada mencionaram a esse respeito. A Vicunha Têxtil explica que parte de sua exposição é protegida pelas exportações previstas, porém, essa informação não foi auditada.

4.2 Riscos associados à estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e resultados obtidos em relação aos objetivos propostos.

Adaptando esse parâmetro ao risco da exposição à variação cambial e considerando que o objetivo do *hedge* é proteger o patrimônio, analisaram-se informações sobre a efetividade do *hedge*, periodicidade dos testes de efetividade e se o objetivo do *hedge* é mesmo somente proteção. Para o período 2007, a única evidenciação sobre esse aspecto foi da Coelce, que informou não utilizar *hedge* com fins especulativos.

A situação se inverte em 2008, quando apenas Whirpool, Itaútec, Vicunha Têxtil e Yara Brasil não evidenciaram informações para esses itens. Apesar da melhora, a qualidade

¹ Terno não utilizado pelo CPC, mas difundido no mercado para indicar a posse de ativo e passivo e/ou receitas e despesas na mesma moeda estrangeira, em valores equivalentes e datas de maturação próximas. Diz-se, então, que o item está “*hedgado*” ou casado. Há participantes do mercado que não reconhecem a existência/eficácia do *hedge* natural em momentos de alta volatilidade.

da informação ainda é questionável. Somente a Petrobrás foi objetiva ao informar que faz testes de efetividade a cada três meses. As expressões “contínuo”, “permanente” e “sistematicamente” foram utilizadas sem precisar o intervalo dos testes. A Quattor Petroquímica demonstra não utilizar *hedge*, mas faz análise da exposição cambial trimestralmente. 62% das empresas não divulgaram esse prazo. Também não houve empresa que mencionasse alteração em controle interno em função da exposição cambial.

Quanto à efetividade do *hedge*, Petrobrás, Light Eletricidade e Brasil Telecom o classificaram como efetivo. A Gol informou que uns foram, outros não, sem detalhá-los. As demais, nada mencionaram a respeito. Dez empresas informaram não utilizar *hedge* com fins de especulação. Curiosamente, das cinco empresas que não expressaram possuir ou não *hedge* com fins especulativos, quatro estão entre as dez melhores classificadas no ranking de *disclosure* elaborado por Murcia e Santos (2009). A análise desse parâmetro demonstra que apesar da melhora, as informações publicadas por algumas empresas ainda carecem de detalhes qualitativos.

4.3 Valor justo de todos os derivativos contratados, critérios de avaliação e mensuração, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração do valor justo

Mais uma vez ressalta-se que o objetivo desta pesquisa é análise somente da evidenciação de informações relativas ao risco da exposição cambial. Ainda assim, torna-se difícil afirmar que foram analisados “todos” os derivativos associados a esse risco, uma vez que as empresas não expressaram, categoricamente, que “todos” aqueles utilizados estão sendo evidenciados.

Petrobrás, Gol e Brasil Telecom foram as empresas que melhor evidenciaram essas informações em 2007, mas se limitaram ao valor total, sem mencionar qualquer critério de avaliação e mensuração do valor justo. A situação se inverte em 2008, quando apenas três empresas não evidenciaram todas as informações exigidas. Destaca-se, que no terceiro trimestre de 2008, onze empresas tiveram que refazer suas informações por não referenciar valor justo (CVM, 2009). É muito provável que essa atitude da CVM tenha refletido no avanço da qualidade da evidenciação desse parâmetro, nas demonstrações anuais de 2008.

4.4 Valores registrados em contas de ativo e passivo segregados, por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado. Destacar por objetivo: proteção patrimonial (*hedge*) ou propósito de negociação

Em 2007, Tele Norte Celular, Magnesita, Itautec e Yara Brasil evidenciaram esses valores, mas não por categoria. As demais informações não foram evidenciadas por nenhuma empresa.

Adicionalmente, ao analisar esse parâmetro, foram observadas informações sobre proporção da exposição protegida, em relação à exposição total. Nesse sentido, a Tele Norte Celular informou que 100% do seu empréstimo em moeda estrangeira estavam protegidos. A Brasil Telecom informou ter 92% de sua exposição cambial protegida. A Itautec informou que parte “substancial” de sua exposição era protegida por *hedge*, mas sem quantificá-la.

Apesar da exigência de segregação da evidenciação dos valores para as demonstrações contábeis em 2008, verificou-se que sete empresas não o fizeram por categoria, risco e estratégia. Ainda assim, observa-se melhora na qualidade, em função do detalhamento da informação. Algumas empresas evidenciaram de forma expressa o percentual da exposição cambial protegida: Petrobrás (74,3% do contratado no ano); CSN (32% aproximadamente);

Tele Norte Celular (100% do empréstimo em moeda estrangeira); Brasil Telecom (60,5%); Coelce (98,8%); Whirpool (entre 80% e 100%) e Yara Brasil (100%).

Embora as algumas empresas não tenham informado expressamente, o usuário conseguiria se informar sobre a exposição cambial fazendo análise e somando alguns valores constantes das Notas Explicativas. Por fim, quatro empresas não evidenciaram informações suficientes para o usuário concluir a relação entre exposição não protegida e exposição total.

4.5 Valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, local negociação (bolsa ou balcão) ou de registro e faixas de vencimento, destacados os valores de referência, de custo, justo e risco da carteira

Nenhuma empresa pesquisada mencionou essas informações em 2007. Mais uma vez fica evidente que apesar de um grande número de empresas ter evidenciado informações sobre exposição cambial para este período, faltou qualidade à informação.

Em 2008, duas empresas nada relataram a respeito. As demais empresas parecem ter focado nos valores e nesse ponto todas as informaram. Faltaram, contudo, informações sobre contraparte, que normalmente é uma instituição financeira, e sobre o local de negociação. Outro ponto negativo foi ausência de informações quanto ao risco da carteira.

4.6 Ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos, segregados aqueles registrados no resultado e no patrimônio líquido

As sete empresas que evidenciaram essas informações em 2007 não o fizeram de forma objetiva. Algumas informaram por categoria, mas não o valor total, enquanto outras fizeram o inverso. Petrobrás e Yara Brasil informaram e quantificaram os ganhos no resultado. Gol e Light Eletricidade informaram perdas, mas o valor total no resultado não está explícito. Apenas Usiminas quantificou e informou ter registrado ganho e Gol informou o valor de perda, ambos no PL.

Analisou-se ainda, como adicional de qualidade, evidenciação do efeito resultado cambial no passivo e no caixa. A Petrobrás demonstrou esse efeito de forma clara e objetiva. Tele Norte Celular (ganho) e Light Eletricidade (perda) quantificaram o efeito sobre os financiamentos, mas nada mencionaram sobre caixa. Yara Brasil não segregou o efeito cambial do efeito dos juros em seus financiamentos. A Gol não foi objetiva ao informar o valor total do efeito cambial. Essas duas últimas empresas também não informaram o efeito no caixa. As demais empresas não informaram efeito no passivo ou caixa para 2007.

Apesar da compulsoriedade em 2008, Brasil Telecom, Coelce, Magnesita e Vicunha Têxtil não informaram o efeito da exposição cambial no resultado. As demais empresas o fizeram, mas somente Petrobras, Usiminas, Eletrobrás e Whirpool (perda) e CSN (ganho) foram objetivas e quantificaram esses efeitos. Petrobrás, Usiminas e Coelce informaram ainda terem tido perdas evidenciadas no Patrimônio Líquido, enquanto a Itautec informou ganho. CSN informou efeito no PL, mas não o quantificou. As outras empresas nada informaram. Salienta-se que o balanço dessas empresas não foi analisado para verificar o registro no PL.

Assim como foi feito para 2007, adicionalmente, foi verificado se havia evidenciação do efeito resultado cambial no passivo e no caixa. Essa informação não é obrigatória mesmo para 2008. Somente a Petrobrás quantificou esse efeito. A Light Eletricidade o informou somente sobre os financiamentos. Usiminas, CSN, Tele Norte Celular, Whirpool e Quattor Petroquímica foram deficientes quanto à quantificação ou evidenciaram o efeito juntamente com o valor dos juros.

4.7 Valores e efeito no resultado do período de operações que deixaram de ser qualificadas para a contabilidade de operações de proteção patrimonial (*hedge*), bem como aqueles montantes transferidos do patrimônio líquido em decorrência do reconhecimento contábil das perdas e dos ganhos no item objeto de *hedge*

Não foram verificadas nas Notas Explicativas das empresas analisadas, tanto para 2007 quanto para 2008, informações nesse sentido. Tal constatação não deve ser interpretada como não ocorrência desse fato. Conforme percebido nas análises dos aspectos anteriores, mesmo a informação sendo de divulgação obrigatória, há casos em que as empresas não a divulgaram, ou se o divulgaram, o fizeram de forma deficiente.

4.8 Principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial (*hedge*) de fluxo de caixa, destacados os prazos para o impacto financeiro previsto

Em relação a esse parâmetro, para 2007, as Notas Explicativas de duas empresas permitem inferir que as operações de *hedge* cobrem transações de curto prazo (até 360 dias). Nenhuma empresa informa previsão de impacto financeiro. A previsão desse impacto é ponto de grande importância na análise qualitativa da informação sobre as conseqüências da exposição cambial. Nesse sentido, a CVM emitiu a instrução nº 475/2008 exigindo das empresas a evidenciação de demonstrativo contendo a análise da sensibilidade dos instrumentos financeiros. Resumidamente, a instrução 475/2008 exige a evidenciação do impacto financeiro, considerando, no mínimo: (1) situação de deterioração de pelo menos 25% e 50% na variável de risco considerada (risco à exposição da variação cambial, no caso em análise); e (2) “uma situação considerada provável pela administração, referenciada por fonte externa independente”. A instrução CVM estabelece um quadro formatado para evidenciação da análise de sensibilidade para *hedge* de dívida em dólar. Esse quadro está explicitado nas Notas Explicativas da maioria das empresas. A Vale evidenciou a informação, mas com a observação de que ela não foi auditada. A Tele Norte Celular entendeu não ser necessário informá-la, uma vez que suas obrigações foram liquidadas em janeiro/2009. O prazo para o impacto financeiro previsto é outro ponto que metade das empresas analisadas não definiu objetivamente.

4.9 Valor e tipo de margens dadas em garantia

Diz respeito à evidenciação do valor e tipo de margens dadas em garantia, caso existam. O pronunciamento técnico nº 14 estabelece que “Contrato de garantia financeira é um contrato que requer que o emissor faça pagamentos pré-especificados ao detentor para reembolsá-lo de perda ocasionada pela inadimplência de credor específico de acordo com os termos do instrumento de dívida”.

Em 2007, apenas a Whirpool informou não haver garantias. Essa negativa é considerada ponto qualitativo, uma vez que ela desfaz dúvidas do usuário da informação, quanto à existência ou não de garantias. Das quinze empresas que não prestaram informações sobre garantias em 2007, seis continuaram não o fazendo em 2008. As que fizeram, não informaram valores. Destaca-se que a CVM (2009) já havia recomendado a 88 empresas o aperfeiçoamento na qualidade da evidenciação dos instrumentos financeiros e a falta de informações sobre a existência de margens e garantias foi um dos pontos negativos.

4.10 Razões pormenorizadas de eventuais mudanças na classificação dos instrumentos financeiros

Tanto para 2007 quanto para 2008, nada foi evidenciado por nenhuma empresa sobre alteração na classificação de instrumentos financeiros.

4.11 Efeitos da adoção inicial Pronunciamento nº 14

Finalmente, o último aspecto trata da evidenciação, no Patrimônio Líquido e no Resultado, dos efeitos da adoção inicial do pronunciamento técnico nº 14. Obviamente, esse aspecto só pode ser verificado nas Notas Explicativas referentes ao período 2008. Oito empresas não evidenciaram essa informação. Dentre as que a evidenciaram, nem todas explicitaram os números de forma objetiva. A empresa Gol, por exemplo, preferiu não divulgá-los por entender que esses efeitos não seriam relevantes.

5 Considerações finais

A qualidade da evidenciação contábil é essencial para a boa compreensão das informações divulgadas, contudo, a maioria dos trabalhos acadêmicos sobre *disclosure* foca na quantidade de itens evidenciados. Uma justificativa pode ser a dificuldade em estabelecer parâmetros de qualidade, dado o elevado grau de subjetivismo envolvido.

Motivado pelo trabalho de Murcia e Santos (2009), que constataram ser a exposição cambial a prática mais comum de *disclosure* voluntário em 2007, e pelo crescimento da atuação de empresas brasileiras no mercado internacional, analisou-se nesta pesquisa a qualidade da evidenciação dessa exposição, tomando-se como parâmetros de qualidade as recomendações do pronunciamento técnico nº 14 do CPC.

A análise minuciosa das Notas Explicativas de dezesseis empresas permite inferir que, apesar da melhora na evidenciação da exposição cambial em 2008 quando se compara ao período anterior, nenhuma empresa observou rigorosamente o pronunciamento técnico nº 14 em todos os seus parâmetros qualitativos.

A política e objetivos de utilização do *hedge* cambial foram os itens evidenciados com maior aderência ao pronunciamento citado, inclusive com informações sobre *hedge* natural. Destaca-se em seguida a evidenciação do valor justo dos derivativos contratados, bem como seus critérios de avaliação e mensuração. No lado oposto, houve ausência de informação sobre valor e efeito no resultado das operações que deixaram de ser qualificadas como proteção à exposição cambial e sobre alterações na classificação de instrumentos financeiros. A periodicidade dos testes de efetividade e o resultado desses testes não foram informados por 62% das empresas.

Ao comparar os resultados desta pesquisa às conclusões de Murcia e Santos (2009), percebe-se que quantidade e qualidade caminharam no mesmo sentido. As dez empresas identificadas por esses autores com maior *disclosure* em 2007, foram também as que apresentaram melhor qualidade da informação em 2008. As seis empresas de menor *disclosure* apresentaram maior deficiência na informação. Contudo, todas evoluíram em relação a 2007, ainda que não tenham divulgado informações qualitativas definidas no pronunciamento técnico nº 14.

Considerando os ofícios de refazimento e recomendações de aperfeiçoamento expedidos pela CVM (2009), nenhuma empresa analisada teria que refazer suas informações, contudo, metade seria comunicada a melhorar a evidenciação do risco à exposição cambial.

Dado o crescimento das operações de empresas brasileiras no exterior, seja pela aquisição de subsidiárias ou pelo aumento de importações e exportações, recomendam-se novos estudos sobre o tema, uma vez que informações sobre a exposição cambial das empresas tendem a ser cada vez mais demandadas.

6 Referências bibliográficas

ALENCAR, R. **Nível de *disclosure* e custo de capital próprio no mercado Brasileiro**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007;

BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. Tradução: Luís Antero Reto e Augusto Pinheiro. Lisboa: Edições 70, 1995.

BENS, D.; MONAHAN, S. ***Disclosure quality and excess value of diversification***. Disponível em: <<http://scholar.google.com.br/scholar?hl=pt-BR&q=Disclosure+quality+and+excess+value+of+diversification&btnG=Pesquisar&lr=>>>. Acesso em 09 de agosto de 2009;

BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA. **Demonstrativos Financeiros**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso entre 01 e 30/07/2009;

CAPELLETTI, L. R.; CORRAR, L. J. Índices de risco sistêmico para o setor bancário. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 47. São Paulo, 2008;

COELHO, A. C.; LIMA, I. S. Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 45. São Paulo, 2007;

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Instrução nº 475: Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, e sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade. Rio de Janeiro. 2008;

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. Pronunciamento Técnico CPC nº 14: Reconhecimento, mensuração e evidenciação de instrumentos financeiros. Brasília. 2008;

EXAME, MELHORES & MAIORES. **Agronegócio: Exportação**. São Paulo: Abril, 2009;

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD – FASB. Objectives of financial reporting by business enterprises. Novembro, 1978. Disponível em: <<http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175818738309&blobheader=application%2Fpdf>>. Acesso em 20 de julho de 2009;

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 2ª, São Paulo: Atlas, 1989;

GREUNING, H.; BRATANOVIC, S. B. **Analyzing banking risk: a framework for assessing corporate governance and financial risk management**. Washington, DC: World Bank, 2009. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=73CX8O8akZ4C&oi=fnd&pg=PP15&dq=Analyzing+banking+risk:+a+framew>>

ork+for+assessing+corporate+governance+and+fi+nancial+risk&ots=thGc_QfeV8&sig=qezJt uYqIXz3JJUVZ6zrp0NFuJs#v=onepage&q=&f=false>. Acesso em 09 de agosto de 2009;

FUNDAÇÃO DOM CABRAL. **Ranking: Transnacionais brasileiras em 2009**. Disponível em: < <http://www.fdc.org.br/pt/Paginas/RankingTransnacionais2009.aspx>>. Acesso em 06 de agosto de 2009;

HENDRIKSEN, E. S.; BRENDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2007;

IUDÍCIBUS, S.; **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2009;

LEVITT, A.; **The importance of high quality accounting standards**. Disponível em: < <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1997/spch176.txt>>. Acesso em 06 de agosto de 2009;

LIMA, G. A. S. F.; Nível de evidenciação x custo da dívida de empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49. São Paulo, 2009;

LOPES, A. B.; LIMA, I. S. **Disclosure de operações com derivativos: Panorama internacional**. Caderno de Estudos, v. 10, n. 18. São Paulo, 1998;

MARTINS, G. A.; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007;

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR – MDIC. **Exportação/Importação brasileira dos setores industriais por intensidade tecnológica**. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/sitio/interna/interna.php?area=5&menu=1113>>. Acesso em 20 de fevereiro de 2010;

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. **Principais práticas de disclosure voluntário das 100 maiores empresas listadas na bolsa de São Paulo**. Congresso da USP. São Paulo. 2009;

NIYAMA, J. K. **Contabilidade Internacional**. São Paulo: Atlas, 2005;

NOSSA, V. **Disclosure ambiental: Uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002;

PAULO, W. L.; RODRIGUES, L. G. B.; FERNANDES, F. C.; E. J. Riscos e Controles Internos: Uma metodologia de mensuração dos níveis de controle de riscos empresariais. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 43. São Paulo, 2007;

ROTTA, T. N. **Dinheiro inconversível, derivativos financeiros e capital fictício: A moderna lógica das formas**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008;

SZUSTER, N.; SZUSTER, F. Tratamento contábil do câmbio flutuante no Brasil – uma proposta frente à grande volatilidade 2001/2002. Comunicações: **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 31. São Paulo, 2003;

WU, M. J. **A política de hedge para o controle de risco nas instituições não-financeiras utilizando opções de compra**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.