

DISCLOSURE DE OPERAÇÕES DE DERIVATIVOS: EVOLUÇÃO E GRAU DE CUMPRIMENTO DA INSTRUÇÃO CVM Nº 235/95 E DELIBERAÇÃO CVM Nº 550/08

**DISCLOSURE OF DERIVATIVES: EVOLUTION AND THE COMPLIANCE DEGREE
OF CVM INSTRUCTION N. 235/95 AND CVM DELIBERATION N. 550/08**

THOBAS BASSOTTO ZANI
thobizani@gmail.com

MÁRCIO TELLES PORTAL
mtportal@unisinos.br

**FRANCISCO ANTONIO
MESQUITA ZANINI**
fzanini@unisinos.br

JOÃO ZANI
jzani@unisinos.br

CLEA BEATRIZ MACAGNAN
cleabeatriz@hotmail.com

RESUMO

O objetivo do presente estudo é analisar a evolução e o grau de cumprimento do disclosure de informações de operações com instrumentos derivativos das companhias Aracruz Celulose, Suzano Papel e Celulose, Votorantim Papel e Celulose, Sadia e Perdigão, em consonância com a instrução CVM nº 235/95 e resolução CVM nº 550/08, no período de 2004 ao primeiro trimestre de 2009. Observou-se que as empresas não atenderam a totalidade das exigências do Informativo CVM nº 235. O cumprimento da instrução foi parcial em todas as companhias. O nível de disclosure foi menor quanto aos aspectos relacionados à política de atuação e controle, e foi inexistente em todos os casos quanto à divulgação dos riscos associados. As companhias não apresentaram evolução do grau de cumprimento da instrução. E não foram encontradas diferenças significativas entre o grau de disclosure sobre as operações de derivativos entre o grupo de que sofreram perdas vultosas (Aracruz, Sadia e VCP) e demais empresas (Perdigão e Suzano P.C.). Quanto ao cumprimento dos aspectos de evidenciação exigidos pela deliberação CVM nº 550, observou-se um imediato crescimento do nível de *disclosure* e uma evolução entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro de trimestre de 2009, período em que as companhias acabaram por evidenciar plenamente as exigências da deliberação. Os resultados encontrados dão suporte aos argumentos de que não há evidências suficientes para sugerir que a regulamentação melhore a qualidade da informação contábil. Do mesmo, também não há evidências suficientes para afirmar que a disciplina de mercado seja suficiente para garantir o nível de *disclosure* adequado. Portanto, pode existir uma complementaridade entre estes dois elementos.

Palavras-chave: evidenciação, derivativos, instrução CVM nº 235/05, deliberação CVM nº 550/08.

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze the evolution and the compliance degree with the disclosure of information of transactions with derivative instruments of companies Aracruz

Celulose, Suzano Papel e Celulose, Votorantim Papel e Celulose (VCP), Sadia and Perdigão, in line with the CVM Instruction n° 235/95 and CVM Resolution n. 550/08, in the period of 2004 to the first quarter of 2009. It was noted that the companies did not meet all the requirements of CVM information n° 235. The compliance of the instruction was partial in all companies. The level of disclosure was less related to aspects of policy and performance, control and was non-existent in all cases regarding the disclosure of the risks involved. The companies did not show evolution of compliance of the statement. And there were no significant differences between the disclosure degree about derivative transactions between the group of which it suffered substantial losses (Sadia, Aracruz and VCP) and other enterprises (Perdigão and Suzano P.C.) The compliance of the aspects of disclosure required by CVM n. 550, noted an immediate growth of the level of disclosure and an evolution between the third quarter of 2008 and first quarter of 2009, what the companies eventually demonstrate fully the requirements of the deliberation. The results found support arguments that there is not sufficient evidence to suggest that the legislation will improve the quality of accounting information. The same, nor is there sufficient evidence to assert that market discipline is sufficient to ensure the appropriate level of disclosure. Therefore, there may be a complementarity between these two elements.

Key words: disclosure, derivatives, CVM instruction n. 235/95, CVM deliberation n. 550/08.

INTRODUÇÃO

Um dos maiores desenvolvimentos dos mercados financeiros globais nos últimos 25 anos foi o uso cada vez maior por parte das companhias não-financeiras dos instrumentos derivativos (Barnes, 2001). Entretanto, desastres com derivativos não são recentes, uma vez que casos como o das companhias Long-Term Capital Management, Metallgesellschaft AG, Orange County, Gibson Greetings, Procter & Gamble, Barings Bank tornaram-se clássicos.

A crise financeira internacional de 2008 mudou o cenário macroeconômico abruptamente no quarto trimestre daquele ano, após sua intensificação com a quebra do Lehman Brothers. No Brasil, a manifestação inicial da crise se deu por meio da depreciação do real. O ajuste na taxa de câmbio foi ampliado por efeitos da exposição corporativa a derivativos cambiais. Estima-se uma perda de US\$ 37 bilhões em razão de tais operações (Mesquita e Torós, 2010). Este cenário fez da Aracruz, Sadia e Votorantim Papel e Celulose (VCP) suas vítimas mais proeminentes.

Para Barnes (2001), sempre após a ocorrência destes eventos questionam-se os propósitos para os quais os instrumentos derivativos foram usados: *hedge* ou especulação. As discussões se concentram na necessidade de controle, monitoramento e *disclosure* do uso de derivativos. Exemplo disso foram mudanças na regulamentação (Deliberação CVM n° 550/08) quanto ao processo contábil associado às operações de derivativos promovidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Diante desse cenário, o objetivo do presente estudo é analisar a evolução e o grau de cumprimento do *disclosure* de informações de operações com instrumentos derivativos das companhias Aracruz Celulose, Suzano Papel e Celulose, Votorantim Papel e Celulose, Sadia e Perdigão, em consonância

com a instrução CVM n° 235/95 e resolução CVM n° 550/08, no período de 2004 ao primeiro trimestre de 2009.

O artigo está estruturado da seguinte forma. Após esta introdução, apresenta-se uma breve revisão de literatura sobre *disclosure* e sua interação com a governança corporativa, os derivativos e a regulamentação do processo contábil associado às operações de derivativos. Em seguida, são apresentados os procedimentos metodológicos; a descrição e análise dos resultados; e as considerações finais.

DISCLOSURE E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para Lopes e Martins (2007), como uma das etapas do processo contábil, a evidenciação envolve a ação de demonstração, para os usuários externos e a organização, do processo de reconhecimento e mensuração realizado. A evidenciação é produto de forças econômicas, sociais, institucionais e políticas. Um dos produtos da interação dessas forças é a governança corporativa. O processo contábil é influenciado pelo modelo de governança corporativa (Ball *et al.*, 2000), assim como o equilíbrio do uso de mecanismos de governança corporativa é influenciado não apenas pelos modelos contábeis em vigor, mas também pela discricionariedade com a qual as organizações podem usar tais modelos (Bushman *et al.*, 2001). Portanto, sugere-se a existência de uma interface e interdependência entre *disclosure*, como parte do processo contábil, e governança corporativa.

De acordo com Carvalho (2002), governança corporativa pode ser definida como princípios que governam o processo decisório dentro de uma organização com o propósito de minimizar os problemas de agência. Destes princípios derivam a instituição de mecanismos para garantir que o controle de fato aja em benefício dos agentes que detêm direitos legais sobre a organização.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) divulga como princípios da Governança Corporativa: a transparência; a equidade; a prestação de contas e a responsabilidade corporativa. Observa-se que o *disclosure* é intrínseco à governança corporativa. Conforme o IBGC (2011), o princípio da transparência é informar às partes interessadas as informações que sejam de seu interesse, independentemente de imposição legal ou regulatória. Essas informações devem extrapolar os limites do desempenho econômico-financeiro ao incluir as ações gerenciais e os fatores criadores de valor. Fica evidente a existência de uma interdependência entre os princípios, notadamente com o princípio da transparência, pois este é condição para o tratamento justo entre os *stakeholders*, prestação de contas da atuação de gestores e zelo pela sustentabilidade da organização.

A contabilidade tem um papel de reduzir a assimetria informacional. Este papel é exercido pelo *disclosure* com conteúdo informático, ou seja, com relevância econômica ao usuário, o que é medido pela capacidade de alterar as crenças e percepções destes usuários (Lopes e Martins, 2007). É de se esperar que dado os problemas decorrentes da assimetria informacional (Akerlof, 1970), as boas empresas teriam incentivos para reduzi-la, inclusive por meio do *disclosure*, considerando os benefícios que podem ser trazidos por meio de vários aspectos como a redução do custo de capital (Lima, 2009). Entretanto, tal como sugere Lopes e Martins (2007), a decisão do grau de *disclosure* é determinada por um *trade-off* entre os custos e benefícios decorrentes. O *disclosure*, por conseguinte, torna-se um instrumento para a realização de uma comunicação seletiva quando os *insiders* não evidenciam todas as informações disponíveis tanto para beneficiar a empresa, sob o paradigma da maximização do valor dos acionistas atuais, ou ainda para maximizar a utilidade individual dos gestores, clássico conflito de agência.

Conforme Lopes e Martins (2007), evidências têm sugerido que aspectos relacionados à estrutura de governança exercem efeito moderador na determinação do *disclosure*, tais como custos de litígios associados ao *disclosure*; estrutura e tamanho da arquitetura financeira; e a sofisticação e perfil dos investidores. Os mesmos autores indicam que não somente os incentivos para o *disclosure* estão associados à estrutura de governança, mas também às propriedades da informação evidenciada. Isso porque a contabilidade tende a ser mais relevante em países que possuem duas características: (i) os financiamentos são realizados de forma predominante através do mercado de capitais; e (ii) há restrição ao acesso privilegiado a informações.

Por existir a possibilidade dos *insiders* não evidenciarem plenamente o conteúdo informativo, surge a necessidade de regulamentar o *disclosure*. A regulamentação deveria equilibrar a estrutura de incentivos para o *insider* realizar *disclosure*. Apesar disso, a literatura da regulamentação da contabilidade usa o argumento de que agências governamentais ou órgãos

similares possuem vantagens comparativas para exigir tal *disclosure*. O argumento parte do pressuposto de que não há disciplina de mercado suficiente para exigir a evidenciação de informações. Nesse caso, investidores minoritários e outros usuários potenciais menos favorecidos seriam prejudicados. Entretanto, estudos (Beaver, 1973; Beaver e Demski, 1974; Benston, 1969; Leftwich, 1980) indicam que não há evidências suficientes para sugerir que a regulamentação melhora a qualidade da informação contábil em termos qualitativos. Para Lopes e Martins (2007), isso fortalece a hipótese de que *disclosure* é uma escolha racional e intencional, situação em que há um *trade-off* feito pelos agentes, e a regulamentação é somente uma das variáveis consideradas.

Para Ball *et al.* (2000), a despeito dos incentivos para o *disclosure*, há evidências indicando que a relevância das informações contábeis, assim como tipo de resposta, depende do grau de eficiência de mercado. Assumindo que a informação contábil seja relevante, quanto mais eficiente é o mercado, mais rápida será a reação do mercado a tais informações. O mesmo ocorre, portanto, com a capacidade do mercado em avaliar evidências mais complexas, tais como notas explicativas sobre operações de derivativos. Por outro lado, cabe mencionar que, em mercados emergentes, a eficiência de mercado em termos contábeis tende a ser menor (Kumar e Ysetsekos, 1999). Uma implicação disso é que a evidenciação de notas explicativas e informações fora do balanço são avaliadas com menos eficiência (Beaver, 1998).

DERIVATIVOS

Sempre na ocorrência de eventos de perdas decorrentes de derivativos questionam-se os propósitos para os quais esses instrumentos foram usados: *hedge* ou especulação. Para Barnes (2001), as discussões se concentram na necessidade de controle, monitoramento e *disclosure* do uso de derivativos. Do mesmo modo, a resposta de boa parte dos questionamentos implica saber as motivações fundamentais pelas quais as companhias escolhem gerenciar riscos, assim como saber quem se beneficia dessa decisão.

Para Modigliani e Miller (1958), assumindo mercados de capitais perfeitos, o valor de qualquer organização é determinado apenas pelas decisões de investimento, não dependendo das suas decisões de financiamento e políticas de *hedging*. Estes autores assumem duas suposições críticas. Primeiro, os investidores possuem informações plenas das exposições básicas das companhias e de suas decisões de *hedging*, ou seja, não há informação assimétrica. Segundo, não há custo de transação na negociação nos mercados financeiros. A hipótese da irrelevância do *hedging* é violada à medida que estas suposições não encontram suporte empírico. No Brasil, têm sido encontradas evidências de que o uso de derivativos agrega valor (Rossi Junior, 2008).

De modo geral, a literatura aponta as seguintes motivações para a realização de *hedging*, sob a perspectiva de maximização

do valor dos acionistas: benefícios fiscais; redução de custos de falência; redução de custos e elevação do acesso a financiamento; e redução das informações assimétricas (Smith e Stulz, 1985; Stulz, 1984; Froot *et al.*, 1993). Têm surgido evidências que dão suporte para essas implicações empíricas (Nance *et al.*, 1993; Saito e Schiozer, 2007; Judge, 2006). Perspectiva concorrente à da maximização do valor dos acionistas é aquela em que se supõe que o *hedging* pode ser realizado por motivações gerenciais (Smith e Stulz, 1985). Para Barnes (2001), os executivos não são indiferentes ao risco, pois diferentemente dos acionistas, tendem a não possuir seu capital humano diversificado. Nesse caso, a política de *hedging* pode ter forte associação com o mercado de trabalho e com as estruturas de recompensas desenhadas para gerar incentivos capazes de alinhar os interesses entre agente e principal.

Sob a perspectiva da informação assimétrica, Barnes (2001) cita que, se as companhias tiverem informações privadas relativas à sua exposição aos diversos riscos, o *hedging* poderá beneficiar os investidores. Isso acontece porque ele reduz a variabilidade dos resultados reportados, permitindo que os investidores façam melhores opções de investimento. Do mesmo modo, a informação assimétrica pode causar o clássico problema de substituição de ativos. Isso ocorre quando uma companhia com dificuldades financeiras, por exemplo, especula usando derivativos. Na ocorrência de ganhos, o acionista é recompensado; caso contrário, os demais financiadores pagam a conta.

Desse modo, a informação assimétrica envolvendo operações com derivativos pode causar sérios conflitos de agência, não somente entre gestor e acionista, mas também com os demais *stakeholders*. Fica evidente a importância de reduzir esta assimetria por meio do *disclosure*. Entretanto, como relatado anteriormente, o *disclosure* voluntário pode não ocorrer quando os custos da evidênciação superam seus benefícios, tornando necessário regulamentar para que seja garantida a equidade e transparência entre os usuários. Hassan e Mohd-Saleh (2010) apresentam evidência com correspondência a este argumento. Os autores encontram evidências de que a qualidade do *disclosure* de instrumentos financeiros é relevante para a determinação do valor, mas é menos relevante à medida que o *disclosure* se torna obrigatório. Esta evidência sugere que o efeito positivo sobre o valor é menor não porque ocorre a divulgação de mais más notícias, mas porque ocorre evidênciação de melhor qualidade sobre os riscos.

NORMATIZAÇÃO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE OPERAÇÕES COM DERIVATIVOS

Para Darós e Borba (2005), apesar do uso intensivo de derivativos, os contadores tinham carência de orientações para a evidênciação, reconhecimento, mensuração e classificação. Dito de outro modo, um dos aspectos que prejudicou a demonstração do impacto dos derivativos nas empresas é o fato das instruções e regulamentação da contabilização des-

tas operações serem recentes, inclusive internacionalmente.

Foi visto anteriormente que algumas empresas podem ter incentivos para a realização do *disclosure* voluntário quando os benefícios superaram os custos. No entanto, e quando o *disclosure* voluntário não ocorre? Para Weil (2002), a razão da regulamentação é exigir o *disclosure* de informações que os usuários necessitam e que as empresas não estão dispostas a divulgar. Consequentemente, o objetivo da regulamentação é reduzir a assimetria de informação. Isso ocorre ao forçar a empresa a divulgar informações mesmo quando estas ações impliquem mais custos do que benefícios (Beaver, 1998). Entretanto, para Ball *et al.* (2000), a prática contábil nem sempre é determinada pela regulamentação e nem sempre as empresas seguem a regulamentação.

Os normativos que regulam o mercado de capitais brasileiro originam-se da Lei 6.404, de 15/12/1976 e da Lei 6.385, de 07/12/1976. O artigo 177 da Lei 6.404 registra as obrigações de transparência a que estão expostas as empresas de capital aberto para com seus acionistas e para com o mercado. Anteriormente aos problemas causados pelos derivativos, no final do ano de 2008, existia uma única instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que dispunha sobre a divulgação de operações com esses instrumentos financeiros.

A Instrução CVM nº 235, de 23 de março de 1995, é bastante simples quanto à cobrança de divulgação do uso de derivativos pelas companhias abertas. Basicamente, as empresas eram obrigadas a evidenciar, em nota explicativa anexa às suas demonstrações financeiras e às informações trimestrais – ITR, o valor de mercado dos instrumentos financeiros, bem como os critérios e as premissas adotados para determinação desse valor, além das políticas de atuação e controle das operações nos mercados derivativos e os riscos envolvidos. Essa instrução não era exclusiva para derivativos e não estabelecia instruções específicas para o reconhecimento, mensuração e *disclosure* dos instrumentos derivativos.

Após os graves prejuízos causados pelos denominados "derivativos tóxicos" e as consequentes reclamações por parte de acionistas pela falta de informação quanto à utilização dos derivativos e aos riscos associados a essas operações, a CVM apresentou para o mercado novas regras relativas à apresentação de informações sobre esses instrumentos financeiros. A Deliberação CVM nº 550, de 17 de outubro de 2008, obriga as empresas com capital aberto a divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos. As informações devem ser verdadeiras, completas e consistentes, escritas em linguagem clara, objetiva e concisa. Esta deliberação está contemplada na Deliberação CVM nº 566/08 e na instrução CVM nº 475/08 (CVM, 2008a, 2008b).

A deliberação CVM nº 566/08 aprovou o pronunciamento CPC 14 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, o

qual por sua vez visou esclarecer o tratamento contábil dos instrumentos financeiros preconizado pela Lei nº 11.638/07 e Medida Provisória nº 449/08, assim como buscou a convergência com o IAS 39 – *Financial Instruments Recognition and Measurement* e na IAS 32 – *Financial Instruments: Disclosure and Presentation*. A instrução CVM nº 475/08 dispõe, em convergência com o IFRS 7 – *Financial Instruments – Disclosure*, sobre o *disclosure* de instrumentos derivativos em nota explicativa específica e na apresentação de análise de sensibilidade.

A deliberação CVM nº 550/08 exige que as notas explicativas devam permitir que os leitores avaliem a relevância dos derivativos para a posição financeira e os resultados da companhia, bem como a natureza e extensão dos riscos associados a tais instrumentos. As informações quantitativas devem ser, preferencialmente, apresentadas em forma de tabela, além da obrigação de divulgar quaisquer outros dados necessários para que se tenha condições de avaliar as informações qualitativas divulgadas.

Pela deliberação CVM nº 550/08, são considerados instrumentos financeiros derivativos quaisquer contratos que gerem ativos ou passivos e que seu valor se altere em resposta a mudanças numa taxa de juro específica; preço de um instrumento financeiro; preço de uma *commodity*; taxa de câmbio; índice de preços ou de taxas; classificação de crédito (*rating*); índice de crédito ou outra variável, por vezes denominada "ativo subjacente". São considerados instrumentos financeiros derivativos: contratos a termo, *swaps*, opções, futuros, *swaptions*, *swaps* com opção de arrependimento, opções flexíveis, derivativos embutidos em outros produtos, operações estruturadas com derivativos, derivativos exóticos e todas as demais operações com derivativos, independentemente da forma como sejam contratadas.

O terceiro artigo da deliberação estabelece o mínimo de informações em que a nota explicativa deve conter:

- Política de utilização de instrumentos financeiros derivativos;
- Objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (*hedge*);
- Riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos, parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos;
- Valor justo de todos os instrumentos financeiros derivativos contratados e os critérios de determinação, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração desse valor justo;
- Ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos;
- Valores e efeito no resultado do período e no patrimônio líquido;

- Principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial (*hedge*) de fluxo de caixa, destacados os prazos para o impacto financeiro previsto;
- Valor e tipo de margens dadas como garantia.

Além de todas as obrigações supracitadas, a deliberação ainda incentiva as companhias abertas a divulgar quadro demonstrativo de análise de sensibilidade para todas as operações com instrumentos financeiros derivativos que exponham a companhia a riscos oriundos de variação cambial, juros ou quaisquer outras fontes de exposição.

Para a realização do quadro de sensibilidade, a empresa deve identificar os riscos que podem gerar prejuízos materiais para a companhia, bem como os instrumentos financeiros derivativos que deram origem aos riscos. Depois, deve definir três cenários (uma situação considerada provável; uma considerada possível, com deterioração de pelo menos 25% na variável de risco; e uma terceira situação considerada de estresse, cenário considerado remoto, com deterioração de pelo menos 50% na variável de risco) que podem gerar resultados adversos e estimar o impacto dos cenários no fluxo de caixa da companhia.

Pesquisas têm encontrado evidências do *disclosure* das operações com derivativos sob a égide da instrução nº 235/95. Darós e Borba (2005) constataram que a grande maioria das empresas não atende às determinações da CVM e não evidenciam, de forma clara, concisa e objetiva, as informações referentes às suas operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos. As principais divergências estão na falta de avaliação dos instrumentos a preços de mercado, ausência de divulgação das políticas de investimento em derivativos e falta de controle do risco de mercado, câmbio e crédito.

Costa Jr. (2003) avaliou se a divulgação de fatores de risco de mercado e de sua gestão foi feita adequadamente (de forma qualitativa e quantitativa), se as estratégias dispensadas ao uso dos instrumentos financeiros foram adequadamente reveladas, e se foram computados e revelados os valores justos dos instrumentos financeiros. Os resultados indicaram que as companhias abertas no Brasil não prestam informações adequadas em suas demonstrações contábeis em relação às operações de derivativos.

Múrcia e Santos (2009) analisaram o impacto da Deliberação CVM nº 566/08 e da instrução CVM nº 475/08 no *disclosure* de informações de operações com derivativos de companhias abertas brasileiras. Verificou-se, ainda, que houve uma melhora no *disclosure* das empresas, mas estas ainda não divulgam integralmente todas as informações exigidas pelas normas.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Pode-se classificar este estudo como uma pesquisa em nível exploratória, pois visou proporcionar maior familiaridade

com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito. A fonte das evidências é documental. Cinco empresas de capital aberto formam o *corpus* de análise, a saber: Aracruz, Perdigão, Sadia, Suzano Papel e Celulose e Votorantim Celulose e Papel (VCP). Optou-se por essas empresas, pois a Aracruz, a Sadia e a VCP foram as que apresentaram maiores perdas com a utilização de instrumentos financeiros derivativos em 2008, conforme noticiado pela imprensa (*Valor Econômico*, 2011). A Perdigão foi escolhida por ser uma empresa do mesmo setor que o da Sadia e por não ter gerado perdas nas mesmas proporções, além de servir de base para comparação. A Suzano foi escolhida pelos mesmos motivos. A Tabela 1 apresenta indicadores econômico-financeiros das companhias da amostra, os quais permitem avaliar o volume de suas operações, resultado operacional relativo e as perdas decorrentes de operações de derivativos no exercício de 2008. Todas as empresas estavam listadas no Nível 1, segmento especial de governança corporativa da BM&FBovespa.

Em um primeiro momento, foram coletados os relatórios de administração e demonstrativos financeiros das empresas selecionadas dos anos de 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008. Na sequência, dado que a instrução normativa e a deliberação da CVM exigem informações trimestrais, foi feita a coleta dos Informativos Trimestrais (ITR) das mesmas empresas para os mesmos anos, acrescido do ITR do primeiro trimestre de 2009.

Foram adotadas as seguintes etapas no presente trabalho: (a) identificou-se se as empresas reportavam operações de derivativos no relatório de administração; (b) verificou-se se as informações reportadas atendiam aos normativos de transparência da CVM – Instrução CVM nº 235/95 (CVM, 1995) e Deliberação CVM nº 550/08 (CVM, 2008c).

Pela instrução CVM nº 235/95, foram investigados, no período de 2004 ao segundo trimestre de 2008, se as companhias evidenciaram os seguintes aspectos: (a) valor de mercado dos instrumentos derivativos; (b) critérios e premissas adotados usados na avaliação e mensuração; (c) política de avaliação e controle; e (d) transparência quanto os riscos envolvidos.

Pela deliberação CVM nº 550/08, foram investigados, no período do terceiro trimestre de 2008 ao primeiro trimestre de 2009, se as companhias evidenciaram os seguintes aspectos: (a) política de utilização dos derivativos; (b) objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos; (c) riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado; (d) valor justo; (e) critérios de avaliação e mensuração do valor justo; (f) ganhos e perdas no período; (g) principais transações e compromissos futuros; (h) valor e tipo de margem dada em garantia; e (i) análise de sensibilidade (na forma de recomendação).

A seguir, apresenta-se a análise dos dados.

DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Os resultados da pesquisa são apresentados em duas etapas. Na primeira, são analisadas as informações

trimestrais e anuais. Além disso, busca-se identificar se as companhias atendiam à instrução CVM 235, de 2004 até o final de sua vigência, que corresponde ao segundo trimestre de 2008. A segunda etapa corresponde ao período em que vige o novo normativo que é a instrução CVM 550 de 17 de outubro de 2008.

O Quadro 1 demonstra quais informações as companhias divulgavam, dentre aquelas exigidas pela Instrução CVM Nº 235, a respeito da utilização de derivativos. As empresas do setor de celulose e papel evidenciaram o valor de mercado em quase todos os períodos analisados. A exceção fica com a Aracruz, que deixou de apresentar a informação nas DFPs de 2006 e 2007 e nas ITRs do primeiro e segundo semestres de 2007 e primeiro trimestre de 2008. Aracruz e Suzano P.C. apresentaram sempre os critérios e premissas para determinar o valor de mercado das operações com derivativos. A Votorantim, por sua vez, apresentou essa informação apenas nas DFPs deixando de apresentá-las nas ITRs. A política de atuação e controle foi apresentada apenas pela Votorantim. Já os riscos envolvidos com os contratos de derivativos não foram apresentados por nenhuma das empresas do setor de celulose e papel.

Dentre as empresas analisadas do setor de papel e celulose, pode-se dizer que a empresa Votorantim foi a mais transparente, divulgando mais de 50% das informações obrigatórias. A empresa Suzano P.C. apresentou metade das informações. A empresa Aracruz foi a menos transparente ao longo desse período, pois reportou menos da metade das informações exigidas pela CVM.

Nas empresas do setor alimentício, Perdigão e Sadia, pode-se observar que, em relação ao valor de mercado e aos critérios e premissas utilizados para determinar esse valor, as duas empresas apresentaram essas informações durante todo o período do estudo. A política de atuação e controle foi divulgada pela Sadia e Perdigão em todas as notas explicativas das DFPs. Já nas ITRs, a Sadia divulgou em todos os períodos, enquanto a Perdigão não apresentou nos anos de 2005, 2006, 2007 e 2008. Essas empresas também não divulgaram os riscos envolvidos nos contratos derivativos.

Fica claro, então, que a evidenciação, conforme Instrução CVM nº 235/95, era maior quanto aos aspectos de valor de mercado e aos critérios e premissas usados. Entretanto, a evidenciação da política de atuação e controle teve uma evidenciação significativamente menor, enquanto a divulgação dos riscos associados foi inexistente. Não foi observado nenhum padrão setorial de *disclosure* e nem tendência de evolução do grau de cumprimento da instrução. Cabe ressaltar que não foram encontradas diferenças significativas entre o grau de *disclosure* sobre as operações de derivativos entre o grupo de que sofreram perdas vultosas (Aracruz, Sadia e VCP) e demais empresas (Perdigão e Suzano P.C.).

O Quadro 2 demonstra quais informações as companhias divulgam, dentre aquelas exigidas pela deliberação CVM nº 550/08, a respeito da utilização de derivativos.

Tabela 1 – Indicadores selecionados das companhias da amostra.

Table 1 – Selected indicators of the sample companies.

Indicadores	Aracruz C.	VCP	Suzano P. C.	Sadia	Perdigão
Δ Valor de Mercado (entre o primeiro e segundo semestre de 2008)	-5,220	-5,735	-4,829	-5,587	-3,230
$\Delta\%$ Preço das Ações (entre primeiro e segundo semestre de 2008)	-80,7	-66,92	-58,31	-61,89	-32,81
Receita Líquida	3,697	2,990	4,063	10,728	11,393
% Margem EBITDA	10,40%	26,15%	8,90%	10,85%	10,17%
Resultado com Instrumentos Derivativos	-4,695	-914	-213	-2,551	57
(Prejuízo) Lucro Líquido	-4,213	-1,310	-451	-2,484	54

Nota: Valores em milhões de Reais (R\$) do ano de 2008. Fonte: Demonstrações Contábeis das companhias (2008).

Nos ITRs, percebe-se que a Aracruz e Sadia atenderam todos os quesitos obrigatórios da nova regra da CVM. A Aracruz, entretanto, não apresentou, no primeiro informativo após a deliberação, o quadro demonstrativo de análise de sensibilidade sugerido pela mesma. Já a Sadia apresentou um quadro parcial em dois cenários e não em três, como sugerido na Deliberação. A partir do segundo período, em que a nova regra entra em vigor, as duas empresas apresentaram o quadro completo.

A Perdigão encontra-se no mesmo caso que a Aracruz, com a exceção de não ter divulgado os riscos associados às operações de derivativos contratados. Já a Suzano na ITR do terceiro trimestre de 2008 deixou de divulgar os critérios, métodos e premissas aplicadas na apuração do valor justo, bem como o valor e tipo de margens dadas em garantia. No primeiro trimestre de 2009, divulgou todas as informações necessárias, inclusive o quadro de sensibilidade conforme as normas, já que no ITR anterior havia apresentado um quadro sem as características exigidas.

A Votorantim deixou de apresentar, dentre os ITRs analisados, apenas o valor e tipo de margens dadas em garantia. Contudo, cabe observar que existem algumas operações que não necessitam de garantias, mas se desconhece se é o caso da referida empresa.

Em relação às DFPs referentes ao ano de 2008, nenhuma das empresas do estudo atendeu a todas as exigências da CVM. Aracruz e Perdigão deixaram de divulgar os riscos associados às operações com instrumentos financeiros derivativos. Sadia e Suzano P. C. não apresentaram o valor e tipos de margens dadas como garantia nessas operações. Já para a Votorantim, ficou faltando a evidência dos riscos associados, das principais transações e dos compromissos futuros, do valor e tipo de margens dadas como garantia, além do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade.

Pode-se perceber, através dos dados apresentados, que, anteriormente às perdas causadas pelas operações com instrumentos financeiros derivativos e, ainda, regidas pela Instrução

CVM nº 235, as empresas presentes neste estudo deixaram de apresentar quase metade das informações obrigatórias, sendo que nenhuma delas mostrou os riscos associados a esse tipo de operação. Após as perdas sofridas com os derivativos, em 2008, e as cobranças por melhores informações referentes a essas operações por parte da CVM, com a Deliberação CVM nº 550, e também por parte dos acionistas minoritários, as empresas passaram a atender quase que a totalidade dos itens obrigatórios, melhorando substancialmente a transparência quanto a riscos assumidos.

De modo geral, observa-se o cumprimento pleno dos aspectos de evidência requeridos pela Deliberação CVM nº 550/08 a partir de 2009. A análise de sensibilidade, pela resolução, teve caráter de recomendação, mas as companhias a cumpriram. Fica evidente, portanto, a evolução do *disclosure* das operações de derivativos não somente sob o aspecto quantitativo, mas também qualitativo.

Os achados quanto ao baixo nível de *disclosure*, conforme a Instrução CVM nº 235/95, têm correspondência com trabalhos anteriores, tais como o de Cunha *et al.* (2007), Darós e Borba (2005) e Barros e Lopes (2006). Entretanto, contraria parcialmente as evidências de Múrcia e Santos (2008) de que as empresas não divulgam integralmente as informações exigidas. Pode-se afirmar, a partir da amostra do presente estudo, que as empresas cumpriram os requisitos da deliberação. O trabalho de Múrcia e Santos (2008) avaliou o exercício de 2008, enquanto o presente trabalho estendeu o período para o primeiro trimestre de 2009. Portanto, a divergência parcial dos resultados indica que as companhias necessitaram de um período maior para se ajustar às novas exigências do que o usado pelo estudo de Múrcia e Santos (2008).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente estudo foi analisar a evolução e o grau de cumprimento do *disclosure* de informações de

Quadro 1 – Evidenciação das operações com derivativos de acordo com a Instrução CVM n° 235/95.
Chart 1 – Disclosure of derivatives transactions in line with CVM Instruction CVM n° 235/95.

		PERÍODO																	
	EMPRESA	1T04	2T04	3T04	2004	1T05	2T05	3T05	2005	1T06	2T06	3T06	2006	1T07	2T07	3T07	2007	1T08	2T08
Valor de Mercado	Aracruz	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	N	N	N	N	N	S	S
	Suzano	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
	VCP	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
	Perdigão	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
	Sadia	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
Critérios e Premissas	Aracruz	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
	Suzano	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
	VCP	N	N	N	S	N	N	N	S	N	N	N	S	N	N	N	S	N	N
	Perdigão	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
	Sadia	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
Política de Atuação e Controle	Aracruz	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
	Suzano	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
	VCP	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
	Perdigão	S	S	S	S	N	N	N	S	N	N	N	S	N	N	N	S	N	N
	Sadia	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
Riscos Envolvidos	Aracruz	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
	Suzano	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
	VCP	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
	Perdigão	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N
	Sadia	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N

Nota: SIM (S) para a divulgação dos aspectos previstos na Instrução e NÃO (N) para a não evidênciação.

Fonte: Autores com base nos Informativos Trimestrais e Demonstrações Financeiras Padronizadas Anuais de cada Companhia.

Quadro 2 – Evidenciação das operações com derivativos de acordo com a Deliberação CVM n° 550/08.

Chart 2 – Disclosure of derivatives transactions in line with CVM Instruction CVM n° 550/08.

	Aracruz			Suzano			VCP			Perdigão			Sadia		
	3T08	2008	1T09	3T08	2008	1T09	3T08	2008	1T09	3T08	2008	1T09	3T08	2008	1T09
Política de Utilização	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
Objetivos e Estratégias	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
Riscos associados	S	N	S	S	S	S	S	N	S	N	N	N	S	S	S
Valor Justo	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
Crítérios	S	S	S	N	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
Ganho/Perda	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S	S
Futuros	S	S	S	S	S	S	S	N	S	S	S	S	S	S	S
Valor e Tipo de Margens	S	S	S	N	N	S	N	N	N	S	S	S	S	N	S
Análise de Sensibilidade	N	S	S	S	S	S	S	N	S	N	S	S	P	S	S

Nota: SIM (S) para a divulgação dos aspectos previstos na Resolução, NÃO (N) para a não evidenciação e PARCIAL (P) para divulgação incompleta.

Fonte: Autores com base nos Informativos Trimestrais e Demonstrações Financeiras Padronizadas Anuais de cada Companhia.

operações com instrumentos derivativos das companhias Aracruz Celulose, Suzano Papel e Celulose, Votorantim Papel e Celulose, Sadia e Perdigão, em consonância com a instrução CVM n° 235/95 e resolução CVM n° 550/08, no período de 2004 ao primeiro trimestre de 2009. Com essa finalidade, foram examinadas as demonstrações financeiras e notas explicativas das empresas: Aracruz S.A., Votorantim Celulose e Papel, S.A., Suzano S.A., Sadia S.A., e Perdigão S.A., para o período de 31/12/2004 a 30/03/2009. Pela análise das evidências coletadas, conclui-se que as empresas estudadas não atendiam a totalidade das exigências do Informativo CVM n° 235.

O cumprimento da instrução foi parcial em todas as companhias. O nível de *disclosure* foi menor quanto aos aspectos relacionados à política de atuação e controle, e foi inexistente em todos os casos quanto à divulgação dos riscos associados. As companhias não apresentaram evolução do grau de cumprimento da instrução. E não foram encontradas diferenças significativas entre o grau de *disclosure* sobre as operações de derivativos entre o grupo de companhias que sofreram perdas vultosas (Aracruz, Sadia e VCP) e demais empresas (Perdigão e Suzano P.C.).

Quanto ao cumprimento dos aspectos de evidenciação exigidos pela deliberação CVM n° 550, observou-se um imediato crescimento do nível de *disclosure* e uma evolução entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro de trimestre de 2009, período em que as companhias acabaram por evidenciar plenamente as exigências da deliberação, com exceção da Perdigão no que se refere aos riscos associados.

Não é possível sugerir que a ampliação da regulamentação pela deliberação CVM n° 550/08 tenha sido o único determinante para as companhias terem atingido grau de cumprimento da norma próximo da plenitude; grau de cumprimento significativamente superior aos observados com a instrução CVM n° 235/95. Por que as companhias não cumpriam a norma anterior? O que as teriam feito cumprir a partir do terceiro trimestre de 2008? É razoável supor que a disciplina de mercado, fortemente influenciada pelos eventos de perdas com derivativos decorrentes do cenário de crise, tenha agido conjuntamente.

Portanto, os achados dão suporte aos argumentos (Beaver, 1973; Beaver e Demski, 1974; Benston, 1969; Leftwich, 1980) de que não há evidências suficientes para sugerir que a regulamentação melhore a qualidade da informação contábil. Do mesmo, também não há evidências suficientes para afirmar que a disciplina de mercado seja suficiente para garantir o nível de *disclosure* adequado. Portanto, pode existir uma complementaridade entre esses dois elementos.

Como sugerido por Lopes e Martins (2007), há uma interface entre *disclosure* e governança corporativa. Portanto, quando o nível de *disclosure* não está adequado às necessidades dos usuários, para garantir o mesmo nível de governança corporativa, deve-se compensar com o fortalecimento de outros mecanismos. Entretanto, observa-se que, mesmo todas as companhias da presente amostra, notadamente aquelas que tiveram perdas, ao ponto de comprometerem

a sua continuidade, estarem listadas no Nível 1, segmento especial da BM&FBovespa para níveis diferenciados de governança corporativa, não foi suficiente para evitar os desastres financeiros. Tal constatação põe em questionamento a efetividade dos atuais mecanismos de governança e da sua autorregulação. Exemplo disso é a auditoria independente, a qual tem se mostrado indiferente ao não cumprimento das normas de evidenciação de derivativos (Darós e Borba, 2007), inclusive no caso particular das companhias Aracruz, Sadia e VCP (Novaes, 2009). O mesmo ocorre com os órgãos de fiscalização, como a própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os quais não usam ou não possuem instrumentos para garantir o cumprimento dos normativos tanto por parte das empresas quanto pelos demais agentes intervenientes no processo de *disclosure*.

A CVM, três anos após a ocorrência dos problemas com derivativos no Brasil, tem penalizado os agentes intervenientes. Exemplo disso é o termo de compromisso com a empresa de auditoria da Aracruz, a Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes. A CVM multou a Deloitte em R\$ 1.000 mil "[...] em virtude da omissão, nas notas explicativas, dos riscos a que as operações com instrumentos financeiros derivativos denominados *Sell Target Forward* expunham a Companhia" (CVM, 2011).

Entretanto, o que a sociedade precisa é que o órgão fiscalizador evite as ocorrências destes eventos, pois suas externalidades negativas dificilmente são compensadas com multas e penalizações de qualquer natureza. A ocorrência sistemática desses eventos leva ao questionamento da efetividade das normas e mecanismos da CVM em garantir o *enforcement* e da relevância econômica do *disclosure*. Para evitar tais eventos, o órgão normativo e fiscalizador deve acompanhar a evolução do mercado, particularmente no que se refere à inovação financeira; e conhecer suficientemente o comportamento dos agentes intervenientes no processo de *disclosure* para desenvolver um *design* de incentivos adequado.

Os resultados encontrados no artigo fortalecem a hipótese de que há necessidade de regulamentação, mas ela não é suficiente para garantir o nível pleno de *disclosure*, tendo em vista o *trade-off* da evidenciação, situação em que a regulamentação é somente uma das medidas. Fica evidente que essa relação está condicionada por: um ambiente institucional frágil com baixo *enforcement*; uma economia emergente sob o aspecto contábil, em relação à qual, até recentemente, não haviam instruções adequadas para o processo contábil associado às operações de derivativos; e sistemas de governança e de fiscalização insuficientes ou ineficazes. A sugestão da existência dessas relações tem correspondência às evidências internacionais. Whittred *et al.* (2000) indicam que a autorregulação não possui poder adequado a fim de garantir *enforcement* para manter alto nível de *compliance* do *disclosure*. Mais fortemente está associado aos resultados

reportados por Tai *et al.* (1990), segundo os quais o nível de *compliance* do *disclosure* obrigatório é menor em países em desenvolvimento, onde a deficiência dos mecanismos de *enforcement* é uma das razões centrais para o baixo ou o não-*compliance*. Hope (2003) reforça tais resultados ao encontrar uma relação positiva entre o *enforcement* do *compliance* e o *enforcement* legal do país.

As condições relatadas indicam que há uma conjunção de fatores que podem ter favorecido a ocorrência desses eventos. Principalmente no que se refere a falhas na atuação dos *stakeholders* do *disclosure* corporativo em garantir sua efetividade: companhias; o sistema de governança e sua autorregulação; classe contábil na demora em instituir o processo contábil para tratamento dos derivativos; auditorias independentes; órgãos normativos e fiscalizadores; e investidores no que se refere à disciplina de mercado.

Este trabalho foi de caráter exploratório e não tem a pretensão de generalizar os resultados. O período de estudo se estendeu até o primeiro trimestre de 2009, período suficiente para verificar que as companhias atenderam plenamente a deliberação CVM nº 550/08. Não há motivos para não inferir que o grau de cumprimento observado, no primeiro trimestre de 2009, não tenha persistido posteriormente. Fica como sugestão para trabalhos futuros o estudo dos sistemas de incentivos/penalizações que garantam o grau adequado de fluxo de informações para os usuários. O que por sua vez pode reduzir as externalidades negativas do baixo grau de evidenciação contábil, especialmente no que se refere aos itens fora do balanço.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G.A. 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84:488-500. <http://dx.doi.org/10.2307/1879431>
- BALL, R.; KOTHARI, S.P.; ROBIN, A. 2000. The effect of international factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29:1-51. [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- BARNES, R. 2001. Hedging – um obstáculo ou uma benção? In: *FINANCIAL TIMES, Dominando Finanças*. Financial Times. São Paulo, Editora Makron Books, p. 313-318.
- BARROS, L.C. de; LOPES, C.C.V. de M. 2006. Uma análise da evidenciação dos derivativos nas companhias energéticas sob a ótica da instrução CVM nº 235 de 23/02/95. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 11(1):1-12.
- BEAVER, W.H. 1973. What should be the FASB's objectives? *Journal of Accountancy*, 136:49-56.
- BEAVER, W.H. 1998. *Financial reporting: An accounting revolution*. 3ª ed., Englewood Cliffs, Prentice Hall, 256 p.
- BEAVER, W.H.; DEMSKI, J. 1974. The nature of financial accounting objectives: A summary and synthesis. *Journal of Accounting Research*, 2:170-187. <http://dx.doi.org/10.2307/2490504>
- BENSTON, G. 1969. The value of the SEC's accounting disclosure requirements. *Accounting Review*, 44:515-532.

- BUSHMAN, R.M.; SMITH, A.J. 2001. Accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32:237-333.
[http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- CARVALHO, A.G. de. 2002. Governança corporativa no Brasil em perspective. *Revista de Administração*, 37(3):19-32.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 2011. Ata da Reunião do Colegiado nº 36 de 13/09/2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 06/12/2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 2008a. Deliberação CVM nº 566 de 17 dezembro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 01/12/2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 2008b. Instrução CVM nº 475 de 17 dezembro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 01/12/2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 2008c. Deliberação CVM nº 550 de 17 outubro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 01/12/2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 1995. Instrução CVM nº 235 de 23 março de 1995. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 01/12/2011.
- COSTA JR., J.V. da. 2003. Uma avaliação do nível de evidenciação das companhias abertas, no Brasil, no tocante a instrumentos derivativos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 32:23-39.
- CUNHA, P.R.; BEUREN, I.M.; ISHIKURA, E.R.; DALSENTER, I.O. 2007. Evidenciação de derivativos nas notas explicativas das demonstrações contábeis de empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7, São Paulo, 2007. *Anais...* São Paulo, p. 1-15.
- DARÓS, L.L.; BORBA, J.A. 2005. Evidenciação de instrumentos financeiros Derivativos nas demonstrações contábeis: Uma análise das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 39:68-80.
- DARÓS, L.L.; BORBA, J.A. 2007. Verificação do Cumprimento das Normas sobre Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos nas Demonstrações Contábeis das Empresas Auditadas pelas Big Four. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7, São Paulo, 2007. *Anais...* São Paulo, p. 1-16.
- FROOT, K.; SCHARFSTEIN, D.; STEIN, J. 1993. Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *Journal of Finance*, 48:1629-1658.
<http://dx.doi.org/10.2307/2329062>
- HASSAN, M.S.; MOHD-SALEH, N. 2010. The value relevance of financial instruments disclosure in Malaysian firms listed in the main board of bursa Malaysia. *International Journal of Economics and Management*, 4(2):243-270.
- HOPE, O.K. 2003. Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analyst's forecast accuracy: an international study. *Journal of Accounting Research*, 41(2):235-272.
<http://dx.doi.org/10.1111/1475-679X.00102>
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). [s.d.]. Valores. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=3>. Acesso em: 03/12/2011.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. [s.d.]. IAS 32 – Financial Instruments: Disclosure and Presentation. Disponível em: <http://www.iasb.org>. Acesso em: 01/12/2011.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. [s.d.]. IAS 39 – Financial Instruments Recognition and Measurement. Disponível em: <http://www.iasb.org>. Acesso em: 01/12/2011.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. [s.d.]. IFRS 7 – Financial Instruments: Disclosure. Disponível em: <http://www.iasb.org>. Acesso em: 01/12/2011.
- JUDGE, A. 2006. Why do firms hedge? A review of the evidence. Working paper, Middlesex University, London. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=899632. Acesso em: 01/12/2011.
- KUMAR, P.C.; YSETSEKOS, G.P. 1999. The differentiation of "emerging" equity markets. *Applied Financial Economics*, 9:443-453.
<http://dx.doi.org/10.1080/096031099332104>
- LEFTWICH, R. 1980. Market failure fallacies and accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 2:193-211. [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(80\)90002-6](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(80)90002-6)
- LIMA, G.A.S.F. 2009. Nível de evidenciação versus custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49):95-108.
- LOPES, A.B.; MARTINS, E. 2007. *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo, Atlas, 184 p.
- MESQUITA, M.; TORÓS, M. 2010. Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008. Working Paper Series, BACEN, n. 202. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps202.pdf>. Acesso em: 01/12/2011.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, 48: 261-297.
- MÚRCIA, F.D.-R.; SANTOS, A. dos. 2009. Regulação contábil e a divulgação de informações de operações com instrumentos financeiros derivativos: uma análise do impacto da CVM nº 566/08 e da CVM nº 475/08 no disclosure das companhias abertas no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(6):3-21.
- NANCE, D.; SMITH, C.; SMITHSON, C. 1993. On the determinants of corporate hedging. *Journal of Finance*, 48:267-284.
<http://dx.doi.org/10.2307/2328889>
- NOVAES, A. 2009. Derivativos e governança corporativa: o caso sadia – corrigindo o que não funcionou. Working Paper, PUC-Rio. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/101705%20Derivativos%20e%20Governan%C3%A7a%20Corporativa.pdf. Acesso em: 01/12/2011.
- ROSSI JUNIOR, J.L. 2008. A utilização de derivativos agrega valor à firma: um estudo do caso brasileiro. *RAE*, 48(4):94-107.
- SAITO, R.; SCHIOZER, R. 2007. Uso de derivativos em empresas não-financeiras listadas em bolsa no Brasil. *RAUSP – Revista de Administração*, 42(1):97-107.
- SMITH, C.; STULZ, R. 1985. The Determinants of Corporate Hedging. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20:391-402.
<http://dx.doi.org/10.2307/2330757>
- STULZ, R. 1984. Optimal Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19:127-140.
<http://dx.doi.org/10.2307/2330894>
- TAI, B.Y.K.; AU-YEUNG, P.K.; KNOK, M.C.M.; LAU, L.W.C. 1990. Non-compliance with disclosure requirements in financial statements: the case of Hong Kong Companies. *The International Journal of Accounting*, 25(2):99-112.

VALOR ECONÔMICO. 2011. CVM fecha acordo com conselheiros de VCP e Aracruz. São Paulo, Valor Econômico S.A., Ano 12, Edição n° 2852.

WEIL, D. 2002. The benefits and costs of transparency: a model of disclosure based regulation. Working Paper. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=316145>. Acesso em: 03/12/2011.

WHITTRED, G.; ZIMMER, I.; TAYLOR, S. 2000. *Financial accounting incentive effects and economics consequences*. 5ª ed., Sydney, Harcourt Sydney, 618 p.

Submetido: 15/09/2011

Aceito: 16/12/2011

THOBIAS BASSOTTO ZANI

Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Av. Unisinos, 950, Cristo Rei
93022-000, São Leopoldo, RS, Brasil

MÁRCIO TELLES PORTAL

Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Av. Unisinos, 950, Cristo Rei
93022-000, São Leopoldo, RS, Brasil

FRANCISCO ANTONIO MESQUITA ZANINI

Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Av. Unisinos, 950, Cristo Rei
93022-000, São Leopoldo, RS, Brasil

JOÃO ZANI

Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Av. Unisinos, 950, Cristo Rei
93022-000, São Leopoldo, RS, Brasil

CLEA BEATRIZ MACAGNAN

Universidade do Vale do Rio dos Sinos
Av. Unisinos, 950, Cristo Rei
93022-000, São Leopoldo, RS, Brasil