

## **Os Desafios Do Disclosure Da Exposição Cambial E Dos Instrumentos Financeiros De Hedge: Uma Análise Das Demonstrações Financeiras De Companhias Abertas Do Setor De Carnes**

### **Autoria**

**Ralph Melles Sticca - ralphsticca@usp.br**

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade/FEA-RP/USP - Facul de Economia, Admin e Contab de  
Ribeirão Preto/Univ de São Paulo

**Rafael Moreira Antônio - rafael.antonio@usp.br**

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade/FEA-RP/USP - Facul de Economia, Admin e Contab de  
Ribeirão Preto/Univ de São Paulo

**Mauricio Ribeiro do Valle - marvalle@usp.br**

Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade/FEA-RP/USP - Facul de Economia, Admin e Contab de  
Ribeirão Preto/Univ de São Paulo

### **Resumo**

O trabalho investiga se as diretrizes normativas aplicáveis à evidenciação (disclosure) da exposição de ativos e passivos às variações de cotação de moedas estrangeiras, bem como dos instrumentos financeiros derivativos de hedge utilizados para sua proteção, são integralmente implementadas pelas companhias. A partir da revisão das Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) referentes ao exercício encerrado em 31/12/2014 de companhias do setor de carnes, foram analisados os níveis de evidenciação das políticas de gestão de riscos cambiais, da exposição cambial total e líquida após a utilização de instrumentos financeiros de hedge e da análise de sensibilidade do risco cambial. Como resultado, verificaram-se diferenças nos níveis de disclosure e dificuldades para o usuário da informação contábil de analisar e compreender o risco das companhias, corroborando a literatura no sentido de que a evidenciação da exposição e dos instrumentos necessita ser aprimorada.

## Os Desafios Do *Disclosure* Da Exposição Cambial E Dos Instrumentos Financeiros De *Hedge*: Uma Análise Das Demonstrações Financeiras De Companhias Abertas Do Setor De Carnes

**Resumo:** o trabalho investiga se as diretrizes normativas aplicáveis à evidenciação (*disclosure*) da exposição de ativos e passivos às variações de cotação de moedas estrangeiras, bem como dos instrumentos financeiros derivativos de *hedge* utilizados para sua proteção, são integralmente implementadas pelas companhias. A partir da revisão das Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) referentes ao exercício encerrado em 31/12/2014 de companhias do setor de carnes, foram analisados os níveis de evidenciação das políticas de gestão de riscos cambiais, da exposição cambial total e líquida após a utilização de instrumentos financeiros de *hedge* e da análise de sensibilidade do risco cambial. Como resultado, verificaram-se diferenças nos níveis de *disclosure* e dificuldades para o usuário da informação contábil de analisar e compreender o risco das companhias, corroborando a literatura no sentido de que a evidenciação da exposição e dos instrumentos necessita ser aprimorada.

**Palavras-chave:** *disclosure*; exposição cambial; *hedge*.

### 1. Introdução

O presente estudo investiga se as normas contábeis referentes à evidenciação de itens do balanço patrimonial expostos à variação de cotação de moedas estrangeiras (variação cambial), nos termos dos Pronunciamentos Técnicos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 38<sup>i</sup>, 39 e 40, estão sendo devidamente implementadas pelas companhias abertas brasileiras<sup>ii</sup>, bem como se tais informações atendem aos requisitos de divulgação da política de gestão de riscos cambiais e da utilização de instrumentos financeiros de proteção (*hedge*), de forma a permitir que os usuários da informação contábil analisem e interpretem adequadamente as exposições originais, as respectivas proteções eventualmente contratadas e as posições líquidas em moedas estrangeiras.

Para tanto, com fundamento nas teorias de *disclosure* e em estudos pregressos que destacaram a importância da divulgação de informação contábil relativa à exposição financeira das firmas<sup>iii</sup>, com destaque para Adler e Dumas (1984) e Makar e Huffman (2008), o presente trabalho busca aprofundar-se na análise do nível de evidenciação de exposição cambial e de instrumentos financeiros de *hedge* no Brasil, de modo a fomentar a discussão sobre o grau de utilidade e de cumprimento das normas contábeis vigentes, descritas acima.

Os estudos anteriores apontam que os usuários das demonstrações financeiras (analistas e investidores, mesmo os sofisticados) não têm sido capazes de incorporar informações contábeis dessa natureza em suas análises e previsões de resultados e preços de ações (CAMPBELL et al., 2015). Da mesma forma, dada a complexidade das operações financeiras com derivativos e do caráter eminentemente econômico das estratégias de *hedge* (proteção) adotadas, as dificuldades de análise destas informações atingem mesmo os usuários institucionais (STICCA; NAKAO, 2013).

Diante disso, a hipótese a ser discutida no presente estudo é de que, inobstante as diretrizes do Pronunciamento Técnico CPC 40 acerca da evidenciação (*disclosure*) de instrumentos financeiros e derivativos, as divulgações contábeis promovidas pelas companhias abertas brasileiras do setor de carnes não são aptas a demonstrar claramente sua exposição à variação cambial, os instrumentos e a política de *hedge* adotada para sua proteção.

Nesse contexto, no presente estudo foram analisadas as Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) do exercício social encerrado em 31/12/2014 das companhias

abertas JBS S.A., BRF S.A., Marfrig Global Foods S.A. e Minerva S.A., cujas operações estiveram sujeitas às variações de cotação do câmbio em função do seu caráter exportador. O estudo é oportuno diante da alta volatilidade cambial que o Brasil vem experimentando nos últimos anos, especialmente nos anos de 2014 e 2015, e do crescente volume de operações em dólares norte-americanos nas atividades de financiamento e exportação das companhias do agronegócio, com impactos nas posições patrimoniais, nos fluxos de caixa futuros e nos resultados, conforme demonstrado no Quadro 1. Assim, resta evidente que os analistas e investidores necessitam de informações mais precisas e completas acerca da exposição da companhia em moedas estrangeiras e das políticas adotadas como proteção (*hedge*).

A relevância e a complexidade do tema são destacadas por Martins et al. (2013): “o tema é revestido de grande importância devido à variedade e à relativa complexidade que os instrumentos financeiros podem assumir no dia a dia das empresas e também pela enorme importância que eles possuem para a gestão de riscos, especulação e arbitragem”, de forma que o *disclosure* destas informações contábeis é crucial para a análise da gestão de risco pelos investidores e analistas.

Portanto, os objetivos específicos do trabalho foram os seguintes:

- (i) revisão do que as normas contábeis brasileiras recomendam ou exigem em relação à evidenciação da exposição em moeda estrangeira e dos instrumentos de proteção (*hedge*) contratados pelas companhias abertas brasileiras, em especial do setor de carnes;
- (ii) análise, por meio de verificação das DFP do exercício social encerrado em 31/12/2014 das companhias JBS S.A., BRF S.A., Marfrig Global Foods S.A. e Minerva S.A., do atendimento às recomendações e/ou exigências das normas contábeis em questão; e
- (iii) análise do conteúdo das informações contábeis encontradas e de como essas informações permitiram avaliar a exposição ativa e passiva em moeda estrangeira e a contratação de instrumentos de *hedge*, de modo a confirmar ou não a hipótese de pesquisa apresentada.

O estudo está dividido em cinco partes, contando com esta introdução, a revisão dos estudos relevantes relacionados à teoria de *disclosure* e às evidenciações referentes à exposição cambial das companhias, a descrição dos materiais e métodos, a análise dos resultados e, por fim, as considerações finais.

## 2. Revisão da Literatura

A divulgação das informações relacionadas à exposição financeira, bem como à aquisição e negociação de instrumentos derivativos para fins de proteção, pelas companhias, ocorre por intermédio das informações contábeis, que visam reduzir a assimetria de informação existente entre o mercado e as firmas.

No entanto, a divulgação de informações contábeis traz custos agregados, tais como os de preparação e divulgação da informação, de propriedade e os legais. Destes custos, Verrecchia (2001) enfatiza que a divulgação das informações contábeis pode ser influenciada negativamente pelos custos de propriedade, representados pela utilização, pelos concorrentes, das informações privadas divulgadas por uma determinada empresa.

Em função destes custos, Verrecchia (2001) aponta que os gestores das firmas optam por não divulgar parte das informações contábeis, o que pode ser percebido, pelos usuários das informações, de duas maneiras: que as informações sobre a companhia são negativas, ou seja, perdas que poderiam implicar a percepção de potencial redução dos ganhos, ou que tais informações são positivas, mas os benefícios da divulgação não superam os custos de propriedade.

Vale destacar que parte das divulgações financeiras contidas nos demonstrativos contábeis são obrigatórias enquanto outras são discricionárias e podem ser divulgadas ou não pelos elaboradores das informações. Acerca deste expediente, Verrecchia (2001) aponta que há um problema de seleção adversa por parte de quem divulga a informação, com possíveis escolhas sobre quais informações serão divulgadas pela firma. Neste contexto, Dye (2001) sustenta que os gestores tendem a divulgar, voluntariamente, apenas as informações positivas acerca da companhia.

Aceitando, então, que as informações presentes nas demonstrações financeiras são disponibilizadas por obrigação ou voluntariamente, resta-nos investigar, para o presente trabalho, se as informações sobre itens sujeitos à variação cambial, de divulgação obrigatória, são suficientes para que os usuários da contabilidade possam entender as exposições originais em moeda estrangeira e as proteções (*hedge*) contratadas por determinada empresa.

A este respeito, Choi et al. (2015), ao analisarem os efeitos do *Statement of Financial Accounting Standards* (SFAS) 133 em companhias não financeiras do índice S&P 500 entre os anos de 1996 a 2006, destacaram as deficiências informacionais derivadas da contabilidade de *hedge*, onde o item protegido não é prontamente identificado no balanço patrimonial da firma até que a estratégia de proteção seja finalizada, induzindo os usuários a erro, já que não há clareza nas informações relativas ao momento em que tais resultados diferidos serão revertidos ao resultado da companhia.

Na mesma linha está o estudo de Campbell et al. (2015) que, ao analisar o comportamento dos usuários da informação contábil em relação aos ganhos não realizados no *hedge* de fluxo de caixa, concluiu que o *disclosure* é incompleto e custoso para os usuários processarem, pois: (i) são apresentados de forma desagregada e inconsistente em diversas Notas Explicativas; (ii) falham em especificar quando o *hedge* será reclassificado em ganhos; e, (iii) falham em demonstrar as alterações no valor justo das transações que são protegidas.

Especificamente em relação ao *disclosure* de exposição cambial, Adler e Dumas (1984) partem da premissa de que as normas contábeis referentes à tradução de demonstrações financeiras em moeda estrangeira são frágeis para determinar, do ponto de vista econômico, a exposição efetiva da firma à variação cambial, exatamente na linha da hipótese do presente estudo e consoante Makar e Huffman (2008), que justificam seu trabalho na “lacuna da literatura referente à exposição cambial”.

Makar e Huffman (2008) destacam a existência de lacunas na literatura com base em 3 fatores: (a) os investidores não têm informação suficiente para compreender a exposição cambial das companhias, resultando em respostas de mercado atrasadas às variações cambiais; (b) as firmas podem gerenciar seus riscos cambiais de forma efetiva, lançando mão de derivativos cambiais e de outros instrumentos de *hedge*; e (c) há desafios metodológicos na estimação e explicação da exposição à variação cambial, incluindo a identificação das taxas de câmbio efetivas às quais a firma está exposta.

A respeito da redução das incertezas por parte dos investidores a partir do *disclosure* obrigatório de exposição a riscos de mercado, Linsmeier et al. (2002) identificaram, com suporte em uma amostra de 378 companhias não financeiras que passaram a utilizar o *Financial Reporting Release* – FRR nº. 48, da *Security and Exchange Commission* (SEC), a partir de 1997, o aumento da incerteza e de opiniões diversas acerca dos efeitos prováveis no valor da firma com as alterações nos preços e taxas de mercado, incluindo o câmbio, na ausência desta divulgação, demonstrando a importância da evidenciação dessas informações.

Marshall e Weetman (2002), em contrapartida, concluíram em seu estudo que mesmo diante da existência de normas obrigatórias referentes aos *disclosures* qualitativos, a maioria das companhias analisadas no ano de 1998 nos Estados Unidos da América (EUA) e no Reino Unido divulgaram menos do que 50% dos itens de informação disponíveis referentes à estratégia, política e controle de gestão de riscos cambiais. Os mesmos autores apontaram ainda

que a despeito dos benefícios do *hedge* tratados na literatura moderna de finanças, muitas companhias não divulgaram tal informação, possivelmente por ser tratada como “privada” pelos gestores.

Ainda no tocante aos *disclosures* qualitativos, Sabac et al. (2005), ao analisarem as evidenciações de exposição cambial com base em amostra de companhias canadenses de 1983 a 1998, concluíram que “avaliar uma firma com operações relevantes no exterior na presença de incertezas quanto à taxa de câmbio requer informações claras acerca de seu fluxo de caixa operacional em moeda estrangeira, dada a sensibilidade dos retornos das ações à quantidade de receitas e despesas registradas em moeda funcional, porém com base em transações com moedas estrangeiras”.

Assim, na mesma linha da hipótese levantada pelo presente estudo, Sabac et al. (2005) afirmam que os *disclosures* obrigatórios atualmente imputados pela norma contábil local (*General Accepted Accounting Principles* - GAAP) são insuficientes para a avaliação de firmas com operações internacionais.

Da mesma forma, Bonetti et al. (2012), ao examinarem se a análise de sensibilidade divulgada pelas companhias no âmbito do IFRS 7 (*Financial Instruments: Disclosures*) traz informações úteis aos investidores, concluíram que estes respondem positivamente à divulgação de informações referentes ao risco cambial, aumentando a sensibilidade dos retornos de ações ao risco de variações no câmbio, corroborando os objetivos do presente trabalho no que se refere ao *disclosure* claro e completo das informações relativas à exposição cambial.

No que se refere aos *disclosures* de exposição cambial, Chung et al. (2012), ao investigarem os anúncios de perdas referentes a operações com derivativos no mercado de ações coreano, de março de 2008 a junho de 2009, concluíram que os investidores têm maior probabilidade de erro na precificação destes anúncios quando a informação acerca da posição em moeda estrangeira não é disponível, o que resulta na necessidade de uma maior qualidade (e não necessariamente quantidade) dos *disclosures* obrigatórios a respeito de exposição cambial das firmas.

Corroboram os resultados acima as conclusões de Krapf e Salyer (2017) que, em estudo referente aos efeitos da divulgação da exposição aos riscos cambiais nos termos do SFAS 133 e do *International Accounting Standards* (IAS) 39 de firmas multinacionais norte-americanas, identificaram a redução dos riscos em relação a moedas de países desenvolvidos após sua implementação.

No Brasil, Costa Junior (2003) analisou, sob a vigência da Instrução CVM (Comissão de Valores Mobiliários) nº. 235, de 23/03/1995, o nível de evidenciação de instrumentos financeiros de 215 companhias brasileiras nas demonstrações financeiras encerradas em 31/12/2000, levando-se em consideração aspectos quantitativos e qualitativos, tendo concluído pela deficiência na divulgação de seu valor justo em Notas Explicativas e, principalmente, pela falta de divulgação qualitativa dos riscos aos quais as companhias estudadas estavam expostas, tendo apontado que tais companhias não prestam informações adequadas no que concernem aos instrumentos financeiros com os quais operam.

Já Darós e Borba (2005), em estudo também referente ao atendimento às normas de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos (Instrução CVM nº. 235/95), ao analisarem as notas explicativas de demonstrações financeiras de companhias abertas brasileiras relativas ao exercício de 2002, destacaram as deficiências no *disclosure* de informações contábeis acerca da apresentação do valor de mercado dos instrumentos financeiros, mas principalmente a ausência de divulgação das políticas de gestão de riscos de mercado, crédito e câmbio, este último justamente o foco do presente trabalho.

Ademais, nas conclusões de seu estudo, Darós e Borba (2005) apontam que apenas 25% das companhias analisadas apresentaram as premissas de avaliação de seus derivativos, enquanto outras 25% deixaram de evidenciar os seus controles de risco de taxa câmbio, afirmando “como



a informação mais relevante, a estratégia adotada pela administração da companhia para a gestão desses riscos, e em que contexto estão inseridos os instrumentos financeiros”, concluindo que “tais informações não foram prestadas pela maioria das empresas analisadas”. Já Ambrozini (2014), em análise do grau de evidenciação das operações com instrumentos derivativos em 45 companhias abertas brasileiras no ano de 2013, chegou a conclusões similares ao identificar que pouco mais da metade das empresas analisadas apresentaram adequadamente as informações obrigatórias relativas aos instrumentos financeiros derivativos com o objetivo de *hedge*. No mesmo estudo, ainda que Ambrozini (2014) tenha identificado que todas as companhias abertas analisadas teriam apresentado sua política de gestão de risco, consoante requerido pelo Pronunciamento Técnico CPC 40, conclui que “observou-se um menor grau de evidenciação com relação à descrição dos tipos de métodos utilizados para se mensurar riscos”. O presente trabalho, portanto, insere-se na discussão da aplicação das teorias de *disclosure* à realidade brasileira, sobretudo referente à exposição cambial e de instrumentos financeiros de *hedge*, contribuindo para o desenvolvimento das normas contábeis brasileiras e para o *compliance* das companhias abertas nesse tocante, consoante a metodologia de pesquisa a seguir destacada.

### 3. Materiais e Métodos

Para o presente estudo, foram levantadas e analisadas as DFP referentes ao exercício social findo em 31/12/2014 das seguintes companhias abertas com ações negociadas na BM&FBovespa: (a) JBS S.A.; (b) BRF S.A.; (c) Marfrig Global Foods S.A.; e (d) Minerva S.A.. As informações financeiras em questão foram extraídas consoante última versão disponibilizada por cada companhia nos respectivos *links* de Relações com Investidores (“RI”) dos sítios oficiais da internet<sup>iv</sup>.

Em primeiro lugar, a opção por uma amostra restrita, de apenas 4 companhias, deu-se pela possibilidade e necessidade de leitura e análise aprofundada de suas Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras, de modo a compará-las qualitativamente entre si e com as disposições dos Pronunciamentos Técnicos CPC 38, 39 e 40, nos termos exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Ademais, a escolha destas companhias deu-se em função de todas serem companhias exportadoras, pois apresentam receitas de exportação em suas DFP e por serem as 4 principais companhias do setor de processamento de carnes do país, com base no critério de receita bruta, concorrentes entre si, facilitando a comparabilidade das demonstrações financeiras e das Notas Explicativas a serem analisadas.

A opção pela análise das DFP (em vez, por exemplo, dos Relatórios publicados pelas mesmas companhias abertas, no sítio de RI na internet), deu-se em função de nestas constarem, obrigatoriamente, as Notas Explicativas das demonstrações financeiras das companhias, em adição ao Relatório da Administração e ao Parecer dos Auditores Independentes, facilitando a comparação do nível de *disclosure*.

Ademais, as DFP contêm as demonstrações obrigatórias e padronizadas nos termos exigidos pela CVM, ratificando os efeitos de comparabilidade na análise das informações que são efetivamente levadas ao conhecimento dos usuários. Por fim, em relação ao período, optou-se por 31/12/2014 em função da alta volatilidade da cotação do dólar norte-americano face ao Real neste período.

Em relação às fases da pesquisa, após a revisão bibliográfica, foram levantados e analisados os Pronunciamentos Técnicos CPC 38, 39 e 40, consoante metodologia descrita por Bardin (2006). Em um segundo momento, as DFP das companhias em questão foram analisadas de forma qualitativa, para que se pudesse identificar claramente o objeto investigado e alcançar maior profundidade nas análises, comparando os resultados verificados em cada uma das companhias e discutindo as possibilidades de generalização.

As análises e os resultados encontrados são apresentados e discutidos no capítulo a seguir.

#### 4. Análises e Resultados

##### 4.1. Variação Cambial na estrutura conceitual da contabilidade brasileira

De acordo com Martins et al. (2013), acerca do tema “instrumentos financeiros”, inicialmente o CPC emitiu o Pronunciamento Técnico 14 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação, válido para as DFP de 2008 e 2009. A partir de então, são válidos os CPC 38 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração (correspondente ao IAS 39), CPC 39 – Instrumentos Financeiros: Apresentação (correspondente ao IAS 32) e CPC 40 – Instrumentos Financeiros: Evidenciação (correspondente ao IFRS 7), que entraram em vigor para as DFP a partir de 2010<sup>v</sup>.

Ressalte-se que o Pronunciamento Técnico CPC 39, referente à “Apresentação” dos instrumentos financeiros, traz definições de instrumentos financeiros, ativos e passivos financeiros, instrumentos patrimoniais, valor justo e as diretrizes para apresentação dos itens no balanço patrimonial, os quais não serão objetos de análise no presente estudo. Assim, os principais pontos de interesse para nossas análises são a seguir apresentados e discutidos.

Nesse contexto, o Pronunciamento Técnico CPC 40, que trata da evidenciação de instrumentos financeiros, exige que a entidade divulgue em suas demonstrações contábeis informações que permitam que os usuários avaliem: (a) a significância do instrumento financeiro para a posição patrimonial e financeira e para o desempenho da entidade; e (b) a natureza e a extensão dos riscos resultantes de instrumentos financeiros a que a entidade está exposta durante o período e ao fim do período contábil, e como a entidade administra esses riscos.

Assim, de acordo com item 8 do Pronunciamento Técnico CPC 40, o valor contábil de cada categoria a seguir (tal como definido no Pronunciamento Técnico CPC 38) deve ser divulgado no balanço patrimonial ou nas notas explicativas: (a) ativos e passivos financeiros pelo valor justo por meio do resultado, mostrando separadamente (i) aqueles designados dessa forma no reconhecimento inicial e (ii) os classificados como mantidos para negociação; (b) investimentos mantidos até o vencimento; (c) empréstimos e recebíveis; (d) ativos financeiros disponíveis para venda; e, (e) passivos financeiros mensurados pelo custo amortizado.

Ademais, no que se referem aos instrumentos financeiros derivativos com finalidade de *hedge*, a entidade deve divulgar separadamente a descrição de cada tipo de *hedge* descrito no Pronunciamento Técnico CPC 38 (de valor justo, de fluxo de caixa e de investimento realizado no exterior), com a evidenciação de seus valores justos na data das demonstrações contábeis e, principalmente, a natureza dos riscos que estão sendo objetos do *hedge*.

Da mesma forma, para cada tipo de risco decorrente de instrumentos financeiros (de crédito, de moeda, de taxa de juros e de liquidez), a entidade deve divulgar (divulgação qualitativa), nos termos do Pronunciamento Técnico CPC 40, a exposição ao risco e como ele surge, seus objetivos, políticas e processos para gerenciar os riscos e os métodos utilizados para mensurar o risco.

Como visto acima, o Pronunciamento Técnico CPC 40 traz exigências relevantes referentes às informações que devem, obrigatoriamente, ser divulgadas pela entidade no que tange aos instrumentos financeiros, sendo de interesse para este estudo as diretrizes pertinentes ao “Risco de moeda”, que por sua vez abrange o “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”.

Com base na definição e critérios de evidenciação dos instrumentos financeiros acima destacados, foram analisados os níveis de *disclosure* e de atendimento às normas contábeis em referência por parte da JBS S.A., BRF S.A., Marfrig Global Foods e Minerva S.A., consoante tópico a seguir.

## 4.2. Análise das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)

### 4.2.1. *Disclosure* das Políticas de Gestão de Riscos Cambiais

Neste item específico do trabalho foram levantadas e analisadas, quando disponíveis, as Políticas de Gestão de Riscos Cambiais das companhias objetos do estudo, onde se espera encontrar os prazos e limites das operações com instrumentos financeiros, com ou sem a finalidade de *hedge*, complementando o *disclosure* da exposição cambial líquida nas Notas Explicativas anexas às DFP do exercício social encerrado em 31/12/2014.

Em análise das DFP da JBS S.A., esta faz menção, no item “3 Resumo das principais práticas contábeis”, “(y) Instrumentos financeiros”, “Derivativos” das DFP, à “política de gerenciamento de risco do Grupo JBS”, por meio da qual “a companhia e/ou suas controladas contratam instrumentos financeiros derivativos para minimizar o risco de perda com exposição, principalmente, de riscos de variações de taxas de câmbio (...) que podem afetar negativamente o valor dos ativos e passivos financeiros ou fluxos de caixa futuros e lucros”.

Ressalte-se, entretanto, que apesar de mencionada na Nota Explicativa 34 (“Gerenciamento de riscos e instrumentos financeiros”) de suas DFP, a “Política de Gestão de Riscos Financeiros e de *Commodities*” da JBS S.A. não está disponível para consulta de investidores e demais usuários da informação contábil<sup>vi</sup>. Por tal, enviamos correio eletrônico ao responsável pelas Relações com Investidores (RI) da companhia, solicitando expressamente que nos fosse disponibilizada tal política para análise e cotejamento com as informações detalhadas em Notas Explicativas.

Em 17/11/2016, a área de RI da companhia respondeu-nos no sentido de que “a Política de gerenciamento de riscos da companhia não é pública”, afirmando a possibilidade de “acesso às informações relacionadas nos itens 5.1 e 5.2 do Formulário de Referência da JBS<sup>vii</sup> e na nota explicativa das Demonstrações Financeiras (nota 28, item a.2 da DF de 30 de setembro de 2016)”, ou seja, as informações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a mesma Nota Explicativa já relatada acima (item 34 em 31/12/2014).

Já a BRF S.A. apresenta, na Nota Explicativa “4. Instrumentos Financeiros e Gerenciamento de Risco”, “4.1 Visão Geral”, que no “curso normal de seus negócios está exposta a riscos de crédito, liquidez e de mercado, os quais são gerenciados ativamente em conformidade à Política de Gestão de Risco Financeiro e diretrizes internas a ela subordinadas”. A BRF S.A. disponibiliza parâmetros para suas políticas de risco em seu sítio na Internet<sup>viii</sup>, tendo como principais pontos: (a) prazo máximo de vencimento das operações; (b) limite de contratação individual em relação Patrimônio Líquido (PL) da Companhia; e (c) privilégios de aprovação interna.

Assim, de acordo com a BRF S.A., serão observados os limites abaixo:

- “- Prazo máximo de vencimento de 18 meses;
- Contratação individual: máximo de 2,5% (dois e meio por cento) sobre o Patrimônio Líquido (PL) da Companhia, por instrumento de hedge apurado diariamente;
- Operações acima de 1,5% (um e meio por cento) sobre o Patrimônio Líquido devem ter aprovação prévia do Diretor Vice-Presidente de Finanças e RI conjuntamente com o Diretor Presidente”.

Além dos limites acima destacados, segundo informações publicadas pela BRF S.A., “há documento interno e estratégico que traz limites adicionais para esta exposição”, sendo que “a contratação máxima de hedge por moeda será dada pela Política de Hedge Contábil”, dispondo, acerca da política de gestão de riscos cambiais que “além dos limites contidos no item 4 desta Política, a BRF adotará que como limite desta exposição a variação cambial máxima de 30% do seu EBITDA num trimestre”.



Adicionalmente, com vistas a complementar as informações acima destacadas, enviamos igualmente correio eletrônico ao responsável pelo RI da companhia, para obter maiores informações acerca da “Política de Gestão de Risco Financeiro” da companhia, mas não obtivemos qualquer resposta.

Já a Marfrig Global Foods S.A. no item “32. Instrumentos financeiros – derivativos e gerenciamento de risco – consolidado”, ao tratar do “32.1. Contexto geral”, informa que “em suas atividades, a Companhia e suas controladas estão sujeitas a riscos de mercado relacionados a variações cambiais, flutuação das taxas de juros e a preços das commodities. Com o objetivo de minimizar esses riscos, a Companhia dispõe de políticas e procedimentos para administrar tais exposições e pode utilizar instrumentos de proteção, desde que previamente aprovados pelo Conselho de Administração”.

A Marfrig Global Foods S.A. apresenta ainda, em suas Notas Explicativas, alçadas de aprovação de operações (% do patrimônio líquido), informando aos usuários que “somente pratica operações com derivativos ou instrumentos similares que objetivem proteção mínima a: moedas estrangeiras, taxas de juros e preços de commodities, com a política conservadora de não assumir operações que possam comprometer sua posição financeira”. Não obstante, a companhia não divulga, de forma clara e direta sua Política de Gestão de Riscos Cambiais. Enviamos correio eletrônico ao responsável pelo RI da companhia solicitando esta informação, entretanto não obtivemos qualquer resposta a esse respeito.

Por fim, a Minerva S.A., no item “28. Gerenciamento de riscos e instrumentos financeiros”, informa que suas operações “estão expostas a riscos de mercado, principalmente com relação às variações de taxas de câmbio e de juros, riscos de créditos e de preços na compra de gado”, afirmando que “em sua política de gestão de investimentos (...) prevê a utilização de instrumentos financeiros derivativos para sua proteção contra estes fatores de risco. Adicionalmente, a Companhia também pode contratar instrumentos financeiros derivativos com objetivo de colocar em prática estratégias operacionais e financeiras (...)”.

Nesse contexto, em suas Notas Explicativas (item 28) a companhia descreve que promove operações de *hedge* “de fluxo” e “de balanço”, conforme discutidas em Comitê de Mercado ou no Conselho Administrativo, respectivamente, descrevendo brevemente seus objetivos, porém deixando de apontar os parâmetros ou limites aceitáveis para a exposição cambial líquida.

Sem prejuízo às informações coletadas nas DFP da Minerva S.A., enviamos correio eletrônico ao responsável pelo RI solicitando a Política de Gestão de Riscos para análise, sendo que em 11/11/2016 a área respondeu-nos no sentido de que poderíamos “encontrar nas próprias Demonstrações Financeiras, na Nota 28: Gerenciamento de riscos e instrumentos financeiros”, ou seja, o mesmo já acima destacado.

Assim, com base nas informações coletadas acima, elaboramos o Quadro 1, que resume os principais pontos referentes à divulgação e disponibilização a investidores e usuários da informação contábil acerca das Políticas de Gestão de Riscos cambiais.

Quadro 1. – Resumo das análises referentes à divulgação da Política de Gestão de Riscos cambiais

Itens verificados	JBS S.A.	BRF S.A.	Marfrig Global Foods S.A.	Minerva S.A.
Tem Política de Gestão de Riscos?	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulga nas Notas Explicativas ou no sítio de RI?	Não	Parcialmente	Não	Não
Respondeu ao e-mail enviado?	Sim	Não	Não	Sim
Disponibilizou a Política por e-mail?	Não	Não	Não	Não

Fonte: elaborado pelos autores a partir das análises das DFP de 31/12/2014.

Como visto, todas as 4 companhias analisadas fazem menção às suas políticas de gestão de riscos cambiais em suas Notas Explicativas das DFP do exercício de 2014 (31/12), mas

nenhuma delas as torna públicas, de forma integral, ou as disponibiliza para usuários da informação contábil, quando demandadas.

#### 4.2.2. Análise dos itens das DFP sujeitos à variação cambial

Neste tópico, foram analisadas as Notas Explicativas das DFP do exercício de 2014 das companhias objetos do estudo para verificação do *disclosure* e tratamento contábil conferido aos ativos e passivos em moeda estrangeira, conforme a seguir detalhado.

Assim, com base na análise dos itens “a.2) Risco de variação cambial na Companhia” da Nota Explicativa “34 Gerenciamento de riscos e instrumentos financeiros” e da “15 Empréstimos e Financiamentos” das DFP da JBS S.A., do item “4. Instrumentos financeiros e gerenciamento de risco” das DFP da BRF S.A., dos itens “32.5.3. Administração de risco cambial” e “17. Empréstimos e financiamentos” das DFP da Marfrig Global Foods S.A. e do item “28. Gerenciamento de riscos e instrumentos financeiros”, “b. Riscos de Taxas de Câmbio e de Taxa de Juros” e “15. Empréstimos e financiamentos” das DFP da Minerva S.A., todos relativos ao exercício encerrado em 31/12/2014, elaboramos o Quadro 2, que apresenta os principais instrumentos financeiros sujeitos à variação cambial divulgados pelas companhias analisadas.

Quadro 2. – Resumo dos instrumentos financeiros sujeitos à variação cambial divulgados pelas companhias

Itens sujeitos à variação cambial	JBS S.A.	BRF S.A.	Marfrig Global Foods S.A.	Minerva S.A.
Caixa e equivalentes	Sim	Sim	Sim	Sim
Contas a receber	Sim	Sim	Sim	Sim
Estoques	Sim	Sim	Não	Não
Fornecedores	Sim	Sim	Sim	Não
Pedidos	Sim	Não	Não	Não
Empréstimos e Financiamentos	Sim	Sim	Sim	Sim
Partes Relacionadas	Sim	Não	Não	Não
<i>Bonds/Notes</i>	Sim	Sim	Sim	Sim
PPE	Sim	Sim	Sim	Sim
ACC/ACE/NCE	Sim	Não	Sim	Sim
Contratos Futuros	Sim	Sim	Não	Sim
NDF	Sim	Não	Sim	Sim
<i>Swap</i>	Sim	Sim	Sim	Sim

Fonte: elaborado pelos autores a partir das análises das DFP de 31/12/2014.

O *disclosure* e a forma de apresentação das exposições financeiras em moedas estrangeiras das quatro companhias analisadas, relativamente aos itens acima destacados, serão discutidos no tópico a seguir.

#### 4.2.3. Disclosure da exposição cambial

Uma vez realizada a identificação dos itens sujeitos à variação cambial nas Notas Explicativas anexas às DFP do exercício social de 2014, foram analisadas as divulgações consolidadas da exposição cambial que cada companhia apresentava em 31/12/2014, justamente em função dos valores dos ativos e passivos sujeitos à variação da cotação de moedas estrangeiras.

A JBS S.A., na Nota Explicativa número 34, especificamente no item “a.2) Risco de variação cambial na Companhia” das DFP do exercício social de 2014, apresentou os demonstrativos referentes à divulgação de itens sujeitos à variação do dólar norte-americano.

Da análise das DFP da JBS S.A., pudemos constatar que a companhia apresenta os itens operacionais e financeiros e os derivativos contratados, o que permite analisar a exposição e a proteção contratada, da mesma forma em que no item “a.2” da Nota Explicativa 34, a companhia afirma cumprir com a política de gestão de risco cambial, mencionando, inclusive,

ter havido “movimentação representativa” ao longo do exercício. Não obstante, como a política em questão não é publicada ou pública, não é possível para o usuário da informação contábil ratificar ou ao menos checar tal afirmativa divulgada pela companhia, ou seja, o nível máximo de risco cambial que a companhia está disposta a correr.

Já a BRF S.A., em consonância com as informações colhidas no item 4.2.2., apresentou na Nota Explicativa “4. Instrumentos Financeiros e Gerenciamento de Risco”, no item “4.1 Visão Geral”, “d. Administração de Riscos Cambiais”, as informações referentes à exposição cambial. Nota-se que diferentemente do verificado em relação à JBS S.A., o demonstrativo de exposição apresentado pela BRF S.A. consolida as rubricas referentes à atividade operacional e de financiamento, além de derivativos, apresentando a exposição cambial ativa em moeda estrangeira primeiramente em Real para depois transformá-la em dólar norte-americano, ao câmbio de 31/12/2014 (R\$ 2,6562).

A companhia ainda menciona, nesta mesma Nota Explicativa (4.1.d) que a “exposição cambial em 31.12.14 está dentro do limite estabelecido pela Política de Risco da Companhia”, mas como a política em questão não é publicada na íntegra, não é possível para o usuário da informação contábil ratificar ou mesmo checar tal afirmativa divulgada pela companhia.

No caso da Marfrig Global Foods S.A., na Nota Explicativa “32.5.3. Administração de risco cambial”, no item “Posição em moeda estrangeira e derivativos em aberto”, os ativos e passivos em moeda estrangeira são apresentados.

Verifica-se que assim como a JBS S.A., a Marfrig Global Foods S.A. segrega sua exposição financeira de acordo com os critérios “Operacional” e “Financeiro”. No entanto, diferentemente do quanto apresentado pela JBS S.A. e pela BRF S.A., a Marfrig Global Foods S.A. apresentou somente as exposições ativas e passivas derivadas de suas atividades operacionais e de financiamento, sem apresentar, para fins de apresentação da exposição líquida “desprotegida”, as informações referentes aos instrumentos financeiros derivativos, o que impede a análise de sua exposição cambial líquida.

Ademais, a Marfrig Global Foods S.A. afirma na mesma Nota Explicativa “32.5.3. Administração de risco cambial” que “no decorrer de 2014 a Companhia contratou NDF e contratos futuros, não especulativos, com o objetivo de minimizar os efeitos das mudanças nas taxas de câmbio em suas subsidiárias no exterior conforme composição apresentada na nota 32.4, cujo resultados estão contabilizados nas rubricas “Variação Cambial Ativa” e “Variação Cambial Passiva””, ratificando a prática de operações de *hedge*, no entanto não apresentando as informações de valores nocionais para fins de confirmação de sua exposição cambial líquida. A Minerva S.A., por sua vez, apresentou o demonstrativo que consolida os itens sujeitos à exposição cambial delineados no item 4.2.2..

Nota-se que, diferentemente da Marfrig Global Foods S.A., e assim como a JBS S.A., a Minerva S.A. apresenta em seu demonstrativo de exposição cambial líquida o saldo de derivativos de proteção cambial; contudo, não há no demonstrativo a exata descrição de quais são esses instrumentos financeiros de *hedge* utilizados pela companhia, para fins de verificação da adequação da política de gestão de riscos cambiais, citada no tópico 4.2.1.. Esta forma de apresentação, que resume todos os derivativos de proteção numa única linha, impede, portanto, o entendimento do modo com que a empresa administra e mitiga os seus riscos.

Com base nas informações analisadas, acima, elaboramos o Quadro 3, onde resumimos quais informações referentes à exposição financeira cambial são apresentadas pelas companhias analisadas nas DFP de 31/12/2014.

Quadro 3. – Resumo das informações referentes à exposição financeira cambial líquida

Itens analisados	JBS S.A.	BRF S.A.	Marfrig Global Foods S.A.	Minerva S.A.
Tem demonstrativo de exposição financeira cambial?	Sim	Sim	Sim	Sim

Segrega as rubricas entre atividades operacionais e de financiamento?	Sim	Não	Sim	Não
Apresenta as informações referentes a derivativos no demonstrativo de exposição?	Sim	Sim	Não	Sim
Informa a exposição cambial líquida?	Sim	Sim	Não	Sim
Informa a adequação da exposição cambial líquida à política de gestão de riscos?	Sim	Sim	Não	Não

Fonte: elaborado pelos autores a partir das análises das DFP de 31/12/2014.

Como visto, ainda que todas as companhias analisadas divulguem sua exposição financeira à variação cambial, os demonstrativos não são padronizados (por exemplo, BRF S.A. e Minerva S.A. não apresentam a separação das rubricas em “operacional”, “financiamento” e “derivativos”) e apenas a BRF S.A. traz maiores informações acerca da adequação do risco à política da companhia (ainda que, como visto no item 4.2.1. acima, não a disponibilize aos usuários da informação para análise e confirmação).

Desta forma, como visto, os demonstrativos das companhias relativos às exposições financeiras cambiais líquidas não são padronizados, sendo que a JBS S.A. parece trazer o maior detalhamento das informações em suas Notas Explicativas, porquanto a BRF S.A. não segrega os saldos entre atividades “Operacionais” e “Financeiras” e a Marfrig Global Foods S.A. não traz as informações acerca de instrumentos financeiros derivativos no mesmo demonstrativo, para que o usuário da contabilidade possa conhecer sua exposição financeira cambial líquida. Já a Minerva S.A., por fim, segrega as operações em “Ativo” e “Passivo”, porém consolida em uma única linha do demonstrativo os “Derivativos de Exposição Cambial”.

No entanto, para avançarmos e confirmar estas conclusões parciais, analisaremos a seguir a evidenciação das posições contratadas e sua correlação com as exposições financeiras cambiais discutidas nesse tópico.

#### 4.2.4. *Disclosure das posições de proteção contratadas*

Nesse tópico foram analisadas as divulgações promovidas pelas mesmas companhias, nas Notas Explicativas anexas às DFP do exercício social de 2014, em relação à contratação ou negociação de instrumentos financeiros derivativos para fins de *hedge*, no intuito de proteção das exposições líquidas aos riscos de variação cambial das moedas estrangeiras utilizadas em relação à moeda funcional (Real).

A JBS S.A. apresenta no item “a.2.1) Composição dos saldos de instrumentos financeiros de futuro de moeda estrangeira” da Nota Explicativa 34 (“Gerenciamento de riscos e instrumentos financeiros”) as informações referentes às posições de proteção contratadas em Dólar norte-americano e, na sequência, em Dólar Canadense, Euro e Libras Esterlinas.

Já no item “a.2.2) Composição dos saldos de instrumentos financeiros de *swap*” são apresentados os instrumentos financeiros de *swap* contratados para cobertura da exposição cambial líquida dos ativos e passivos financeiros consolidados da JBS S.A. e de suas controladas, os quais são classificados na categoria ativo ou passivo financeiro mensurado ao valor justo por meio do resultado.

Por fim, no item “a.2.3) NDF’s (Non deliverable forwards)”, a JBS S.A. informa os saldos de contratos futuros de moeda estrangeira. Ressalte-se, entretanto, que nas análises das DFP encerradas da JBS S.A. em 31/12/2014 não foram apresentadas as informações de contratos futuros, *swap* e NDF relativas ao Consolidado, mas tão somente à Controladora, situação corroborada pela coincidência dos saldos dos demonstrativos acima mencionados com a coluna “Controladora” do demonstrativo analisado no tópico 4.2.3. (exposição cambial).

A BRF S.A., por sua vez, no item “4.2 Instrumentos financeiros derivativos e não derivativos designados para contabilização de proteção (*hedge accounting*)” da Nota Explicativa “4. Instrumentos Financeiros e Gerenciamento de Risco” apresenta suas posições contratadas de

acordo com sua natureza (NDF, *Swap*, Trava de Câmbio, Opções), consolidadas em dois grupos, “Designados como *hedge* de fluxo de caixa” e “Não designados como *hedge* de fluxo de caixa”, apresentando para cada rubrica o seu valor de referência (nocional) e o seu valor justo, para fins de registro contábil.

Não obstante, ao menos aparentemente, não foi possível conciliar qualquer dos valores do demonstrativo analisado (Nota 4.2.1.) com aqueles apresentados no tópico 4.2.3., referentes à exposição cambial líquida, respectivamente de R\$ 252.339 mil (Contratos Futuros de dólar), R\$ 1.853.379 mil (Derivativos embutidos) e R\$ 4.571 mil (*Swap* – troca de posições), ainda que com apoio de outras Notas Explicativas.

Já a Marfrig Global Foods S.A. a despeito de apresentar as posições contratadas de instrumentos financeiros derivativos com o intuito de *hedge*, na Nota Explicativa “32. Instrumentos financeiros – derivativos e gerenciamento de risco - consolidado”, não faz qualquer vinculação com a exposição financeira líquida em moeda estrangeira destacada em suas Notas Explicativas anexas às DFP do exercício findo em 31/12/2014, não sendo possível calcular/analisar a exposição cambial líquida após a utilização dos instrumentos financeiros de *hedge*.

A Minerva S.A., por fim, apresentou demonstrativo com diversas linhas e colunas zeradas, o qual não guarda qualquer consonância com o valor apresentado pela própria companhia no demonstrativo referente às exposições cambiais líquidas, detalhado no tópico 4.2.3.4., não sendo possível ao usuário da informação contábil conciliar os valores de instrumentos financeiros derivativos para fins de *hedge* cambial com a posição líquida dos mesmos instrumentos apresentadas como redução da exposição cambial líquida no demonstrativo anteriormente analisado. Além disso, a quantidade de linhas e colunas não preenchidas dificulta a visualização e interpretação da informação contábil ora investigada.

Ademais, a despeito de a Minerva S.A. apresentar demonstrativo dos valores de mercado das operações em aberto de balcão NDF, *Swaps* e Opções na BM&FBovespa, bem como as posições ativas e passivas dos contratos futuros em Dólar norte-americano, Euro, opções, *Swaps* e NDF, estas posições que não coincidem com os saldos totais do demonstrativo global apresentado (Figura 5), bem como com aquele demonstrativo apresentado no tópico 4.2.3..

#### **4.2.5. Disclosure e análise de sensibilidade da exposição remanescente**

Neste tópico fora analisado o *disclosure* da análise de sensibilidade da exposição cambial remanescente, para fins de verificar o quanto do exigido pelo Pronunciamento Técnico CPC 40 é cumprido, consoante a seguir delineado.

A JBS S.A., nas DFP do exercício de 2014, na Nota Explicativa “34. Gerenciamento de riscos e instrumentos financeiros”, no item “a.2) Risco de variação cambial na Companhia” informa a análise de sensibilidade de seus ativos e passivos a cada uma das moedas principais de sua operação, apresentando para cada uma das linhas de exposição cambial (financeira, operacional e derivativos de proteção cambial) a probabilidade dos cenários de apreciação do dólar-norte americano frente ao Real, com deterioração de 25% e de 50%, apontando o risco de cada uma dessas posições – no caso da posição financeira passiva, depreciação do Real, nos demais casos, ativa, de apreciação – e os seus efeitos esperados no resultado. O mesmo demonstrativo é apresentado pela JBS S.A., na sequência, em relação ao Dólar Canadense, ao Euro e às Libras Esterlinas.

A BRF S.A., em relação à análise de sensibilidade, apresenta na Nota Explicativa “4. Instrumentos Financeiros e Gerenciamento de Risco”, mais precisamente no item “4.7 Quadro de análise de sensibilidade” o demonstrativo em que é apresentado, igualmente à JBS S.A., de acordo com as rubricas de exposição cambial detalhadas no item 4.2.3., com os riscos respectivos em relação à depreciação ou à apreciação do Real frente ao dólar norte-americano, porém desdobrando a análise em 4 cenários além do atual, quais sejam, apreciação de 10% e 25% e depreciação de 25% e 50%. Ademais, o demonstrativo da BRF S.A. apresenta, de forma



clara, ambos os cenários possíveis em relação ao câmbio, excedendo-se àquilo que é estabelecido pela norma e permitindo ao usuário a análise e ambos os cenários, quais seja, apreciação e depreciação do câmbio.

A Marfrig Global Foods S.A., no item “32.5.3.1. Análise de sensibilidade de risco cambial” da Nota Explicativa “32. Instrumentos financeiros – derivativos e gerenciamento de risco – consolidado”, afirma que “no intuito de prover informações do comportamento dos riscos de mercado que a Companhia e suas controladas estavam expostas em 31 de dezembro de 2014, são considerados três cenários, sendo que o cenário provável é o valor justo na data de 31 de dezembro de 2014 e mais dois cenários com deterioração de 25% e 50% da variável do risco considerado, denominados de Possível e Remoto, respectivamente. No caso de moedas, foi utilizada a curva futura do mercado do dia 31 de dezembro de 2014, onde o valor de referência era de R\$/US\$ 2,6562”.

Já o demonstrativo de análise de sensibilidade da Marfrig Global Foods S.A. leva em consideração apenas 2 cenários alternativos ao atual (“Cenário Provável”), quais sejam, de deterioração de 25% (“Cenário Possível”) e 50% (“Cenário Remoto”) respectivamente da taxa de câmbio, não havendo, ademais, a apresentação das pontas ativas e passivas e dos riscos calculados (apreciação/depreciação) para cada uma delas, mas tão somente a totalização dos valores esperados em resultado do exercício para a Controladora e para as Controladas.

Por último, a Minerva S.A., na Nota Explicativa “28. Gerenciamento de riscos e instrumentos financeiros”, no item “d. Quadro demonstrativo de sensibilidade de caixa”, informou que os quadros demonstrativos de sensibilidade de caixa foram elaborados em atendimento à Instrução CVM nº. 475, de 17 de dezembro de 2008, levando em consideração apenas e tão somente as posições em instrumentos financeiros derivativos e seus impactos no caixa.

Assim, tal qual a Marfrig Global Foods S.A., também a Minerva S.A. apresentou demonstrativo de análise de sensibilidade considerando 3 cenários, sendo o “provável” com uma oscilação de 6%, o possível com oscilação de 25% e o remoto com 50%, sem apontar claramente, contudo, se o cenário trata de apreciação ou depreciação do Real nesses cenários, desdobrando, em contrapartida, uma a uma das rubricas referentes à exposição cambial anteriormente descritas no tópico 4.2.4..

Portanto, com relação ao cumprimento, pelas companhias, ao que é estabelecido pela Instrução CVM nº. 475/08, apontamos no Quadro 4 as verificações feitas quanto ao cumprimento do quanto dispõe a norma em questão, em adição às disposições do Pronunciamento Técnico CPC 40.

Quadro 4. – Cumprimento das exigências de divulgação da análise de sensibilidade da Instrução CVM nº. 475/08

Exigências na divulgação do quadro de análise de sensibilidade (Instrução CVM nº. 475/08 )	Empresas			
	JBS S.A.	BRF S.A.	Marfrig Global Foods S.A.	Minerva S.A.
1 Identificar os tipos de risco que podem gerar prejuízos materiais para a companhia, incluídas as operações com instrumentos financeiros derivativos originadoras desses riscos	X	X	X	X
2 Discriminar os métodos e premissas usadas na preparação da análise de sensibilidade	X	X	X	X
3 Definir o cenário mais provável, na avaliação da administração, além de 2 (dois) cenários que, caso ocorram, possam gerar resultados adversos para a companhia	X		X	X
4 Estimar o impacto dos cenários definidos no valor justo dos instrumentos financeiros operados pela companhia	X	X	X	X

5	Elaborar o demonstrativo de análise de sensibilidade em forma de tabela, considerando os instrumentos financeiros relevantes, inclusive os derivativos, e os riscos selecionados, em linhas, e os cenários definidos, em colunas	X	X		X
<b>Premissas utilizadas na determinação dos cenários (Instrução CVM nº. 475/08)</b>		<b>JBS S.A.</b>	<b>BRF S.A.</b>	<b>Marfrig Global Foods S.A.</b>	<b>Minerva S.A.</b>
1	Uma situação considerada provável pela administração e referenciada por fonte externa independente				
2	Uma situação, com deterioração de, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) na variável de risco considerada	X	X	X	X
3	Uma situação, com deterioração de, pelo menos, 50% na variável de risco considerada	X	X	X	X

Nota: ausência de preenchimento indica que a determinação normativa não estava presente nas DFP da empresa em 2014.

Fonte: elaborado pelos autores com base nas disposições da Instrução CVM nº. 475/08.

Das análises de sensibilidade divulgadas pelas companhias, portanto, pode-se verificar que praticamente todas apresentaram as informações consoante as disposições da norma, à exceção da evidenciação da fonte externa independente que embasou a adoção do cenário mais provável, mas ainda há evidentes diferenças nos detalhes apresentados, pois porquanto a BRF S.A. faz menção somente ao “Cenário Atual” em seu demonstrativo, sem apontar qual considera como sendo o cenário mais provável, a Marfrig Global Foods S.A. apresenta demonstrativo sintético, sem apontar quais são os instrumentos financeiros relevantes, inclusive derivativos.

Por outro lado, a companhia que apresentou o maior número de cenários foi a própria BRF S.A., enquanto que a Minerva S.A. foi a única companhia a apresentar detalhamento por escrito relacionado a cada um dos cenários e ao respectivo impacto no resultado da companhia, denotando que a partir de uma padronização maior da Instrução CVM nº. 475/08, poder-se-ia obter informações com maior grau de comparabilidade entre as companhias estudadas.

## 5. Considerações Finais

Diante da volatilidade cambial que o Brasil enfrentou nos últimos anos, especialmente no ano de 2014, e com o crescente volume de operações realizadas em dólares norte-americanos nas atividades de financiamento e exportação das companhias brasileiras, com destaque às do agronegócio, o presente estudo analisou as DFP de encerramento do ano de 2014 das companhias JBS S.A., BRF S.A., Marfrig Global Foods S.A. e Minerva S.A. com o objetivo de averiguar se as normas contábeis referentes ao reconhecimento, mensuração e evidenciação de itens do balanço patrimonial expostos à variação de cotação de moedas estrangeiras (variação cambial), nos termos dos Pronunciamentos Técnicos CPC 38, 39 e 40, estão sendo devidamente implementadas.

Constatou-se, em nossas análises, que há dificuldade em avaliar o risco cambial ao qual as companhias estão expostas e que o nível de *disclosure* de cada uma das empresas analisadas é claramente distinto. As diferenças se iniciam com a divulgação de percentuais limitantes apresentados nas políticas de riscos em uma companhia, enquanto outra aponta a política de gestão de riscos cambiais como um documento a que os investidores e analistas não têm acesso, reforçando a dificuldade em averiguação do cumprimento desta política.

A partir da análise de conteúdo das DFP, pôde-se verificar que com relação à análise de sensibilidade apresentada pelas companhias, apesar de as exigências mínimas estabelecidas pela Instrução CVM nº. 475/08 terem sido cumpridas, há nítidas diferenças na forma, quantidade e padrão das informações apresentadas em 31/12/2014.

Os resultados obtidos a partir do presente estudo, portanto, são alinhados com Adler e Dumas (1984), que apontaram no sentido de que as normas contábeis relacionadas à exposição cambial são frágeis na tarefa de demonstrar a exposição cambial efetiva das firmas, sendo que pesquisas futuras poderão medir se há relação entre a volatilidade dos resultados em função das variações do câmbio e a qualidade da informação divulgada pelas companhias no que se refere à exposição cambial líquida, bem como se a implementação do Pronunciamento Técnico CPC 48 a partir de 2018, em consonância com as diretrizes do IFRS 9, trará impactos positivos no nível de *disclosure* de informações contábeis referentes à exposição financeira das companhias às variações cambiais.

### Referências

- ADLER, M.; DUMAS, B. Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement. **Financial Management**, Vol. 13, No. 2, pp. 41-50, Summer 1984.
- AMBROZINI, M. A. Análise do grau de evidenciação das operações com instrumentos financeiros derivativos pelas companhias brasileiras listadas no IBOVESPA. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 11, n. 24, p. 25-42, set./dez. 2014.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**, Editora Edições 70, 1ª edição, Lisboa: 2006.
- BONETTI, P.; MATTEI, M. M.; PALMUCCI, F. Market Reactions to the Disclosure on Currency Risk under IFRS 7. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Volume 16, Number 3, 13-24, 2012.
- CAMPBELL, J. L. The Fair Value of Cash Flow Hedges, Future Probability, and Stock Returns. **Contemporary Accounting Research** Vol. 32, No. 1, pp. 243-279, Spring 2015.
- CAMPBELL, J. L.; DOWNES, J. F.; SCHWARTZ JR., W. C. Do sophisticated investors use the information provided by the fair value of cash flow hedges? **Review of Accounting Studies**, nº. 20, pp. 934–975, 2015.
- CHUNG, J.; KIM, H.; KIM, W.; YOO, Y. K. Effects of Disclosure Quality on Market Mispricing: Evidence from Derivative-Related Loss Announcements. **Journal of Business Finance & Accounting**, 39 (7) & (8), 936-959, September/October 2012.
- CHOI, J. J.; MAO, C. X.; UPADHYAY, A.D. Earnings Management and Derivative Hedging with Fair Valuation: Evidence from the Effects of FAS 133. **The Accounting Review**, Vol. 90, No. 4, pp. 1437-1467, 2015.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 38. **Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração**, 2 out. 2009. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC\\_38.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_38.pdf)>. Acessado em: 12 set. 2016.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 39. **Instrumentos Financeiros: Apresentação**, 2 out. 2009. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC\\_39.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_39.pdf)>. Acessado em: 12 set. 2016.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 40. **Instrumentos Financeiros: Evidenciação**, 1 jun. 2012. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC\\_40.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_40.pdf)>. Acessado em: 12 set. 2016.
- COSTA JUNIOR, J. V. Uma avaliação do nível de evidenciação das companhias abertas, no Brasil, no tocante aos instrumentos financeiros. **Revista de Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, n. 32, p. 23-39, mai./ago. 2003.
- DARÓS, L. L.; BORBA, J. A. Evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis: uma análise das empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n. 39, p.68-80, set./dez. 2005.
- DYE, R.A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 32, p. 181–235, 2001.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **International Accounting Standard 39 - Financial Instruments: Recognition and Measurement**. Versão consolidada

em 18 fev. 2011. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/consolidated/ias39\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias39_en.pdf)>. Acessado em 25 mai. 2015.

ITO, T.; KOIBUCHI, S.; SATO, K.; SHIMIZU, J. Exchange rate exposure and risk management: The case of Japanese exporting firms. **Journal of The Japanese and International Economies**, No. 41, pp. 17-29, 2016.

KRAPL, A.; SALYER, R. The effects of fair value reporting on corporate foreign exchange exposures. **Research in International Business and Finance**, No. 39, pp. 215-238, 2017.

LINSMEIER, T. J.; THORNTON, D. B.; VENKATACHALAM, M.; WELKER, M. The Effect of Mandated Market Risk Disclosures on Trading Volume Sensitivity to Interest Rate, Exchange Rate, and Commodity Movements. **The Accounting Review** Vol. 77, No. 2, pp. 343-377, April 2002.

MAKAR, S. D.; HUFFMAN, S. P. UK Multinationals' Effective Use of Financial Currency-Hedge Techniques: Estimating and Explaining Foreign Exchange Exposure Using Bilateral Exchange Rates. **Journal of International Financial Management and Accounting** 19:3, 219-235, 2008.

MARTINS, E.; GELBCK, E. R.; SANTOS, A.; IUDÍCIBUS, S. Manual de Contabilidade Societária, 2ª edição, São Paulo, Atlas, 2013.

MARSHALL, A. P.; WEETMAN, P. Information asymmetry in disclosure of foreign exchange risk management: can regulation be effective? **Journal of Economics & Business** 54, 31-53, 2002.

RICHE, N.; GLEGG, C.; GLEASON, K. C. The effects of SFAS 133 on foreign currency exposure of US-based multinational corporations, **Journal of Multinational Financial Management**, No. 16, pp. 424-439, 2016.

SABAC, F.; SCOTT, T. W.; WIER, H. A. An Investigation of the Value Relevance of Alternative Foreign Exchange Disclosures. **Contemporary Accounting Research** Vol. 22, No. 4, pp. 1027-61, Winter 2005.

STICCA, R. M.; NAKAO, S. H. Fatores que promovem discordâncias entre fisco e contribuinte a respeito da comprovação de hedge. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 10, n. 21, p. 25-50, set./dez. 2013.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 32, p. 97-180, 2001.

<sup>i</sup> Revogado a partir de 01/01/2018, diante da divulgação do CPC 48 (Instrumentos Financeiros), em 22/12/2016.

<sup>ii</sup> Obrigadas à sua observância nos termos da Deliberação da Comissão de Valores Mobiliários (CMV) nº. 604, de 19 de novembro de 2009, alterada pela Deliberação CVM nº. 684, de 30 de agosto de 2012.

<sup>iii</sup> LINSMEIER et al., 2002; MARSHALL; WEETMAN, 2002; SABAC et al., 2005; RICHE et al., 2006; BONETTI et al., 2012; CHUNG et al., 2012; CAMPBELL, 2015; KHAN; BRADBURY, 2016; ITO et al., 2016; e KRAPL; SALYER, 2017.

<sup>iv</sup> Respectivamente (a) [www.jbs.com.br](http://www.jbs.com.br), (b) [www.brf-global.com](http://www.brf-global.com), (c) [www.marfrig.com.br](http://www.marfrig.com.br) e (d) [www.minervafoods.com](http://www.minervafoods.com).

<sup>v</sup> A partir de 01/01/2018 estará revogado o Pronunciamento Técnico CPC 38 e o tema “instrumentos financeiros” será tratado pelo CPC 48.

<sup>vi</sup> No site <http://relatorioanual.jbsfoods.com.br/gestao-de-riscos/> identificamos apenas a menção à questão cambial, contendo os “Principais Fatores de Risco” e a “Flutuação cambial e variações políticas e econômicas nos países para os quais exporta”.

<sup>vii</sup> Instrução CVM nº. 480, de 07 de dezembro de 2009, e alterações posteriores. Formulários de Referência da JBS S.A. disponíveis em <http://sistemas.cvm.gov.br/?CiaDoc>, acessados em 08 de março de 2017.

<sup>viii</sup> [http://ri.brf-global.com/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&tipo=52163&conta=28&id=196386](http://ri.brf-global.com/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=52163&conta=28&id=196386).