



O HEDGE COMO FERRAMENTA PARA DIMINUIÇÃO DOS RISCOS NAS OPERAÇÕES FINANCEIRAS DE UMA COOPERATIVA DE AGROALIMENTOS

Edson Miguel Forigo (SEG)

e_forigo@yahoo.com.br

Camila Avozani Zago (UFSC/CNPq)

avozani@terra.com.br

Leonor Farias Abreu (UFSC/CNPq)

leonor.farias@gmail.com

A instabilidade da economia mundial (mudanças cambiais extremas, variações de preços) exige uma série de cuidados para que o ambiente em que o negócio está inserido não se torne hostil ao extremo. Para enfrentar essas constantes mudanças, torna-se essencial o uso de algum tipo de segurança para os negócios. Neste contexto, o hedge apresenta-se como uma opção para a proteção contra riscos oriundos de situações desfavoráveis que modificam os preços dos ativos possuídos, como ações, títulos, taxas de juros, commodities, paridade cambial, entre outras. Funciona como um seguro, visando reduzir ou até eliminar o risco. Nessa perspectiva, buscou-se observar uso do hedge como ferramenta para diminuição dos riscos nas operações financeiras de uma Cooperativa de Agroalimentos, cujo nome é fictício, através de verificação dos extratos de suas operações financeiras, dos relatórios fornecidos por suas corretoras e do acompanhamento das contratações e quitações de suas linhas de crédito. Pôde-se verificar que a organização objeto do estudo utiliza o hedge para proteger-se, principalmente, das altas do dólar.

Palavras-chaves: Hedge - mercado a termo, opções e futuro - proteção.

1. INTRODUÇÃO

As atividades comerciais, por menores que sejam, são dotadas de riscos. O preço de venda no ato da comercialização é uma incógnita que depende de fatores que, muitas vezes, fogem ao controle do empresário. O momento econômico atual, a taxa de juros balizadora das operações de financiamento de curto e longo prazo, o câmbio interferente do comércio exterior, a oferta e a demanda do mercado interno e externo para o produto, fruto da comercialização, e outros fatores agregados à mercadoria refletem a preocupação da organização quando se inicia a concepção do produto, assim como quando se negocia o mesmo e com as atividades financeiras que envolvem todo o processo.

Com base nesses fatores, os administradores tomaram consciência de como suas empresas podem ser atingidas por riscos além do seu controle. Flutuações nas variáveis econômicas e financeiras, tais como taxas de câmbio, taxa de juros e preço das *commodities*, tem produzido um efeito desestabilizador nas estratégias empresariais e nos resultados das empresas. Dessa forma, as operações de proteção têm por função minimizar este efeito desestabilizador buscando otimizar o retorno por unidade de risco.

É com essa função de fornecer proteção às operações financeiras que o *hedge* (escudo) torna-se uma opção. Com essa ferramenta os operadores do mercado financeiro podem minimizar o risco de perdas (juros a pagar, variações negativas de câmbio), através de procedimentos realizados em bolsas de valores. Esse procedimento é uma forma de realizar um seguro para estabelecer um limite para eventuais prejuízos. O *hedge* possui vital importância para aqueles que realizam operações com moeda estrangeira, principalmente para a tomada de recursos.

Neste contexto, este estudo orienta-se pela busca da resposta sobre qual a viabilidade da utilização do *hedge* como ferramenta para diminuição dos riscos nas operações financeiras da Cooperativa de Agroalimentos. Sendo que para responder à questão que norteou o trabalho, o objetivou-se verificar a viabilidade do *hedge*, enfocando o mercado de derivativos

e o funcionamento das ferramentas de proteção das atividades financeiras da empresa objeto da pesquisa.

O presente trabalho está estruturado da seguinte forma: (i) introdução, onde é apresentado o tema, bem como o objetivo ao qual o trabalho se propõe; (ii) apresentação da metodologia de pesquisa e desenvolvimento do trabalho; (iii) fundamentação teórica, que subdivide-se em mercado de derivativos e suas modalidades e *hedge*; (iii) estudo de caso, no qual é apresentada a organização e a importância do *hedge* na mesma; (iv) considerações finais e (vi) referências bibliográficas.

2. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Segundo Vergara (2005), existem dois critérios básicos para classificar os mais diferentes tipos de pesquisa: a) quanto aos fins e b) quanto os meios. Nessa perspectiva, pode-se classificar o presente estudo como uma pesquisa descritiva e documental, no momento em que se utiliza o critério relacionado aos fins, e como um estudo de caso ao se utilizar o critério referente aos meios.

Pode-se dizer, portanto, que este estudo trata-se de uma pesquisa descritiva, visto que expõe características de determinada população ou determinado fenômeno, no caso, a empresa objeto do estudo. Pode-se também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza, no entanto, não tem compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal (VERGARA, 2005). Além disso, é uma pesquisa documental, visto que foram coletadas informações em documentos não publicados, como manuais e documentos internos da empresa.

Por outro lado, considera-se como estudo de caso, porque se refere apenas à Cooperativa de Agroalimentos, cujo nome utilizado é fictício. Com base em Yin (2005, p. 33) “os estudos de caso representam a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo ‘como’ e ‘por que’ [...] e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum contexto da vida real”.

A coleta de dados foi realizada através de uma pesquisa descritiva, visto que, segundo Vergara (2005), esta ocorre quando os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem a intervenção do pesquisador. No caso do estudo, esta foi

realizada dentro do universo da empresa, utilizando o conhecimento acumulado e sistematizado, principalmente sobre a área de finanças, e expondo as características da Cooperativa estudada.

Para realização deste trabalho foram coletados dados de documentos, como relatórios contábeis, administrativos, livros, revistas, boletins e quaisquer outros que continham informações úteis ao estudo, além da observação direta e conversas informais. Essa coleta de dados envolveu colaboradores da área financeira da empresa em estudo.

Após coletados todos os dados para o desenvolvimento deste trabalho, fez-se necessário que os mesmos fossem analisados e interpretados, a fim de se conseguir respostas ao problema proposto. A análise e interpretação dos dados foram procedidas à luz dos conceitos e teorias que constam na revisão bibliográfica ou fundamentação teórica deste trabalho.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Na seção seguinte, que versa sobre os pressupostos teóricos, serão abordados o mercado de derivativos e suas modalidades, bem como o *hedge*.

3.1 Mercado de Derivativos

Derivativo é o nome dado à família de mercados em que operações com liquidação futura são implementadas, tornando possível a gestão do risco de preços de diversos ativos. A origem do termo derivativo está associada à idéia de que os preços desses contratos possuem estreita ligação, derivando dos preços subjacentes ao contrato. Cinco modalidades de contratos são negociadas nesses mercados: à vista, a termo, futuro, de opções e *swaps* (troca – somente para moedas).

3.1.1 Mercado à Vista

O mercado à vista, também chamado de *spot*, é uma modalidade de mercado onde são negociados valores mobiliários, ouro e ativo financeiro, cuja liquidação física (entrega do ativo pelo vendedor) e financeira (pagamento do ativo pelo comprador) ocorre, no máximo até o 3º (terceiro) dia após a negociação.

3.1.2 Mercado a Termo

A origem dos mercados a termo está associada ao problema que a sazonalidade dos mercados agrícolas produz nos preços das *commodities*. Para se proteger dessas variações de preços, comprador e vendedor acordavam um preço do ativo ou *commodity* que seria entregue no futuro, em uma data determinada. Dessa forma,

o contrato a termo é muito utilizado, mas contém o risco da inadimplência de ambas as partes. Se o preço do produto subir acima do preço contratado, há possibilidade de o vendedor não entregar para o comprador, rompendo, assim, o contrato, para vender a mercadoria a um preço melhor. Caso o preço do vencimento do contrato caia, o comprador poderá não honrá-lo, preferindo comprar a mercado a um valor menor (SHOUCHANA & MICELI, 2004, p. 10).

No vencimento, o vendedor entrega a *commodity* negociada, conforme definido no contrato, e o comprador paga o valor combinado anteriormente. A mercadoria não troca de mãos até a chegada da data de entrega acertada entre as partes.

Esse mercado resolve o problema básico da comercialização, que é achar um comprador para um vendedor ou vice-versa. Todavia, não resolve o problema da variação de preço causada pelas oscilações decorrentes do comportamento do mercado. Os contratos a termo especificam o prazo e o local de entrega da mercadoria, assim como sua quantidade mínima e a quantidade negociada. Apesar dessas especificações, na prática diária, surgiam muitas dúvidas, contrariedades e disputas que travavam o crescimento do mercado.

A seguir, estão relacionadas as principais deficiências, conforme Shouchana & Miceli (2004, p.2), que fizeram com que os contratos a termo tivessem baixa liquidez e que determinaram sua transição para o mercado futuro:

- Falta de padronização - nos mercados a termo não há a determinação de uma qualidade mínima do que deve ser entregue, assim as diferenças (peso e qualidade) entre as *commodities* físicas podem causar problemas na liquidação do negócio. Isso pode resultar em um custo de transação muito alto e um desestímulo a esse tipo de negociação;
- Falta de transparência na formação de preços - como os mercados a termo são negociações privadas, os demais participantes do mercado não têm informações em relação a esse negócio. Não há nenhum tipo de divulgação quanto à forma com que os preços são praticados, logo nenhum participante do mercado estará certo de estar

negociando pelo preço mais justo possível porque não sabe como está se dando a formação de preços da *commodity* no mercado como um todo;

- Impossibilidade de recompra ou revenda - os contratos a termo não oferecem a possibilidade de intercambialidade de posições, isto é, nenhuma das partes consegue encerrar sua posição antes da data de liquidação. Os contratos a termo são particulares e pessoais, suas especificações só atendem às necessidades dos seus detentores, logo, o detentor será praticamente obrigado a manter a sua posição tendo em vista a dificuldade de repassá-la para outro participante;
- Risco de inadimplência e de não cumprimento do contrato - os riscos de crédito e risco de não cumprimento de contrato estão relacionados à ausência de um sistema de garantia adequado.

Os negócios para liquidação futura envolvem elevados riscos. A incerteza com relação ao crédito e ao cumprimento do contrato também representa um grande fator de desestímulo a esse tipo de negociação. No sentido de aprimorar os negócios para liquidação futura e sanar os problemas citados, surgiu o mercado futuro. Cabe destacar que os mercados a termo não foram extintos e que alguns deles apresentam substancial liquidez, como por exemplo, os contratos a termo de ações da Bovespa.

3.1.3 Swaps

Swap significa troca. No caso dos contratos de *swaps*, pode-se trocar moedas, taxa de juros ou *commodities*. Um *swap* de taxas de juros pode ser utilizado para transformar uma taxa flutuante em uma taxa fixa e vice-versa. Já, um *swap* de moedas pode ser usado para transformar um empréstimo em uma moeda estrangeira em outra moeda. É uma operação mais sofisticada, por isso as tesourarias de bancos e os gestores de fundos de investimento são os que mais utilizam o mercado de *swaps*. A idéia é que dois investidores façam aplicações “casadas” que, no dia do vencimento, servirão como proteção do dinheiro ou até mesmo como especulação para aumentar o capital.

Esses contratos de *swap* são bastante flexíveis, uma vez que as partes envolvidas no processo podem acertar entre si quais os indicadores, o prazo e as características acordadas. Um exemplo comum é o do exportador conservador que não quer correr os riscos de uma

oscilação cambial. Isso ocorre porque suas receitas são em dólares e despesas em reais, não interessando a ele, portanto, correr o risco da variação do câmbio. Em virtude dessa situação ele pode fazer um *swap* com um contrato de DI (Depósito Interfinanceiro) contra dólar. Nesse caso o banco assume o risco em dólar e, em troca, o exportador conta com os juros do DI - que é um ativo corrigido pela taxa diária dos juros. Outra operação muito comum é a de quem tem uma dívida pós-fixada e quer evitar o risco de uma alta nos juros. Nessa situação o devedor procura um banco que aceita a troca da taxa pós-fixada por uma taxa prefixada e assume o risco.

Existe um prêmio de risco embutido no valor do contrato, isto é, a instituição bancária cobra pelo serviço. No exemplo do devedor acima, o banco cobrará uma taxa de juros um pouco mais alta do que a de mercado, para neutralizar o risco que está correndo. Depois de acertados os termos do negócio, o contrato deverá ser registrado ou na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) ou na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F).

De acordo com o Banco Central podem ser usadas taxas de juros, índices de preços, taxas de câmbio (moedas estrangeiras) e ouro. Portanto, o leque de combinações entre as partes é grande. Entretanto, os índices mais utilizados atualmente são o DI, o dólar comercial e flutuante, o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), o ouro, a taxa prefixada, o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), a Taxa Referencial de Juros (TR), a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e a Unidade Fiscal de Referência (Ufir).

3.1.4 Os Mercados Futuros

Um contrato futuro é, basicamente, um compromisso acordado no presente, pelas partes, de comprar e vender um determinado ativo, em uma determinada data no futuro, para a entrega em um determinado local, a um preço determinado. Não se exige ou se presume a posse ou pronta disponibilidade do ativo objeto da operação pelo vendedor, nem os recursos para financiar sua aquisição pelo comprador.

Embora o surgimento dos mercados futuros esteja ligado aos produtos agrícolas, atualmente as bolsas de futuros realizam operações com uma série de bens ou mercadorias

como metais (ouro, alumínio, cobre, prata, zinco, entre outros), produtos agropecuários (café, milho, algodão, soja, bovinos, açúcar, entre outros), ativos financeiros (títulos públicos, entre outros), moedas (dólar, euro, iene, entre outras) e índices (ações, setoriais).

Esses bens ou mercadorias são conhecidos como *commodities*, as quais, para serem negociadas em bolsa, conforme consta na Apostila de Mercado de Derivativos, da Bolsa Mercantil de Futuros (BM&F, 2005, p. 18), tem que possuir algumas características básicas, tais como: “um grande mercado à vista; volatilidade de preços; padronização; atualização de oferta; e atualização de demanda”.

Por ser um mecanismo de mercado, livres e totalmente auto-reguláveis, os mercados futuros dispensam o paternalismo governamental com todas as suas ineficiências e custos sociais. Além disso, a visibilidade que propiciam auxilia estratégias, funcionando como referenciais isentos e confiáveis.

3.1.4.2 Características dos Mercados Futuros

Os mercados futuros são mercados organizados, onde podem ser assumidos compromissos padronizados de compra e venda de contratos sobre uma determinada mercadoria, ativo financeiro ou índice econômico, para liquidação em uma data futura preestabelecida. Atualmente, a maioria das empresas que possuem grãos (soja, trigo, milho, entre outros) como base de suas atividades financeiras, opera através do mercado futuro, para realizarem suas negociações.

Os contratos futuros representam da mesma forma que os contratos a termo, um acordo entre as duas partes para comprar ou vender uma mercadoria em uma data, local e preço pré-determinado. Os contratos futuros são realizados em Bolsas de Mercadorias. Todos os termos do contrato futuro são padronizados, com exceção do preço, que é determinado no pregão viva voz ou através do sistema eletrônico de negociações. Os contratos futuros são encerrados por operações opostas de compras e venda ou pela entrega da mercadoria física (AGRINVEST, 2006, p. 4).

Essa padronização dos contratos é a mediação entre a liquidez dos negócios e a formação justa de preços. A facilidade de transferência de um contrato (ou sua liquidez) abre espaço para uma situação em que há muitos compradores e vendedores, pois desta forma

todos os participantes serão tomadores de preço, sendo que nenhum deles poderá influenciar o preço ao seu favor.

Muitas características dos contratos futuros surgiram com o aperfeiçoamento dos pontos falhos dos contratos a termo. As bolsas desenvolveram padrões de qualidade e unidades de medida para cada *commodity*. Isso levou à negociação de contratos com quantidade, qualidade, data de vencimento e condições de entrega das *commodities* padronizadas (BM&F, 2005, p. 5).

Quanto “melhor padronizado” um contrato, maior o número de agentes capazes de se interessar por esse contrato e maior a liquidez de seu mercado. Um contrato “mal padronizado” afasta os investidores de seu mercado, mesmo que estes investidores tenham todo o interesse em negociar o preço futuro do ativo do qual o contrato deriva.

Estas características conduziram ao uso crescente do mercado futuro por parte de empresas comerciais e especuladores. As primeiras empresas começaram a perceber que o mecanismo poderia permitir uma proteção financeira contra a volatilidade dos preços, sem serem obrigadas a receber ou fazer a entrega dos produtos contratados. Quanto aos especuladores, também perceberam que, embora não tivessem interesse especial com relação às mercadorias, eles poderiam obter ganhos em decorrência das oscilações de preços.

Como o contrato futuro é feito diretamente em Bolsa de Mercadorias, esta estabelece e faz cumprir as regras das negociações, de forma clara e objetiva para os participantes do mercado. Para garantir a integridade financeira do contrato futuro, a bolsa solicita, no início das operações, uma garantia real dos integrantes deste contrato, onde o comprador e vendedor depositam uma quantia em favor da bolsa para que seja honrado o preço inicialmente estabelecido. Cada contrato possui um valor de garantia específica e pode variar conforme os créditos da Bolsa (volatilidade, preço da mercadoria, outros). Essa garantia retorna para a conta do participante no final da operação.

3.1.4.3 Funcionamento dos Mercados Futuros

Desde o momento do início do contrato até o vencimento, sempre que o preço futuro subir acima do preço acordado no contrato, o vendedor deverá antecipar esta diferença ao comprador. Por outro lado, se o preço futuro cair abaixo do preço contratado, o comprador

terá que antecipar ao vendedor essa diferença. Esse processo de antecipação das oscilações de preço chama-se “ajuste diário”.

O ajuste diário é pago pelos participantes toda vez que houver uma diferença no preço do fechamento do ativo de um dia para o outro. Vendedores e compradores acertam financeiramente as variações do preço futuro da mercadoria diariamente, ou seja, antes do vencimento do contrato. Com isso não há risco de inadimplência. A oscilação máxima permitida é de 5% (AGRINVEST, 2006, p. 9).

Com o procedimento do ajuste diário, o contrato futuro permite que qualquer uma das partes possa liquidar seu contrato no meio da operação, se isso for necessário ou conveniente. Nesse caso, se a percepção do vendedor ou do comprador for a de que o preço irá aumentar ou diminuir até o vencimento do contrato, eles poderão comprar ou vender o contrato de forma a cancelá-lo, pois a venda e a compra, para o mesmo vencimento, excluem os direitos e as obrigações do contrato.

Dessa forma, os participantes devem ter uma reserva financeira que seja suficiente para pagar os ajustes diários. As corretoras não aceitam inadimplência pelo não pagamento de ajuste diário, por isso que os participantes do contrato futuro depositam inicialmente as garantias. Caso ocorra inadimplência por parte do vendedor ou do comprador a corretora aciona a garantia e zera a posição do devedor, ficando esse inadimplente e responderá judicialmente por isso, ficando impossibilitado de operar em bolsas de mercadorias e de valores.

Ao comprar ou vender um contrato, esses clientes estarão repassando suas posições para outros agentes que tomam os seus lugares. Por essa razão, o contrato futuro permite que todos os dias entrem e saiam diversos agentes para atender as suas necessidades de transferência de risco de preço. A integridade financeira e de entrega física foi conseguida por meio do desenvolvimento das câmaras de compensação (*clearing houses*), que estabelecem diversos procedimentos para viabilizar a boa negociação e a boa liquidação dos contratos.

3.1.4.4 Participantes do Mercado Futuro

Os participantes de mercado futuro estão divididos em dois grupos: *hedgers* e especuladores. Os *hedgers* são pessoas que precisam de proteção contra a alta de matéria-prima (indústria, exportadores, importadores) ou a baixa de preços da safra que está no campo

ou estocada (produtores, fazendeiros). E, os especuladores são pessoas físicas, jurídicas e os fundos de investimento, que são atraídos pela oportunidade de lucro. Os especuladores permitem a existência das operações de *hedge*, proporcionando liquidez, ou seja, a capacidade de entrar e sair do mercado de forma rápida e fácil, a qualquer momento.

3.1.5 O Mercado de Opções

O Mercado de Opções é o mercado em que são negociados direitos de compra ou venda de um lote de ações, com preços e prazos de exercício pré-estabelecidos. Para Shouchana e Miceli (2004, p. 10)

as opções são uma das modalidades operacionais que compõem o mercado de derivativos. São instrumentos financeiros que permitem a transferência do risco de oscilação de preços entre os participantes do mercado. Uma opção é um direito, mas não uma obrigação, de comprar ou vender um bem, um ativo ou contrato futuro, com preço e data pré-determinados.

Esse mercado foi criado com o propósito de oferecer um mecanismo de proteção ao mercado de ações contra possíveis perdas. Uma vez que os preços e retornos dos instrumentos financeiros estão sujeitos a flutuações imprevisíveis, as opções podem ser usadas para adaptar o risco às expectativas e metas do investidor. Os participantes do mercado que usam opções para limitar os riscos de oscilação de preços são conhecidos como *hedgers*. Entretanto, o mercado também precisa de participantes que estejam dispostos a assumir o risco, sendo que estes são chamados de especuladores.

As opções permitem que o investidor “alavanque” sua posição no mercado, aumentando o retorno potencial sobre um investimento sem aumentar o montante do capital investido, pois o capital investido inicialmente para comprar uma opção é relativamente pequeno em comparação com o ganho.

Contudo, quando dois investidores se comprometem em uma operação a ser realizada no futuro, os riscos são evidentes. Um dos investidores pode tentar cancelar a operação ou simplesmente pode não ser capaz de honrá-la financeiramente. Por esse motivo, todo capital aplicado em opções pode ser perdido, e o investidor (comprador) deve estar ciente desse risco. Por sua vez, o lançador de uma opção deve ter capacidade financeira para cobrir eventuais

prejuízos potencialmente vultosos, bem como dispor de garantias suficientes para atender às exigências de margem.

3.1.5.1 Participantes do Mercado de Opções

O comprador ou titular de uma opção tem o direito de exercê-la, revendê-la ou não acioná-la, se lhe for conveniente, visto que o titular possui o direito de exercício. Os compradores de opções pagam um preço para direitos contidos na opção, sendo que o preço de uma opção é conhecido como prêmio. Dessa forma, um comprador de opção tem potencial de perda limitado (prêmio pago) e potencial de ganho ilimitado. O prêmio é pago quando a opção é comprada, uma vez que o comprador da opção tem direitos, mas nenhuma obrigação. Os compradores podem exercer (usar) seus direitos a qualquer momento antes da expiração da opção.

Já, os vendedores de opção cobram o prêmio de suas obrigações para atender os direitos. Um vendedor de opção tem potencial de ganho limitado (prêmio recebido) e potencial de perda ilimitado, por causa das obrigações da posição. Uma vez que o vendedor de opções tem obrigações para com o local de mercado, os vendedores têm requerimentos de margem para garantir a execução do contrato.

Os vendedores de opções são obrigados a atender os direitos contidos em uma opção se e quando o comprador escolher exercer seus direitos. Considerando que pode haver diversos compradores e vendedores de opções idênticas, há uma seleção randômica dos vendedores de opção para determinar qual vendedor será acionado.

As opções são fundamentalmente diferentes de contratos futuros a termo. Uma opção dá a seu detentor o direito de fazer algo. Existe a opção de compra (*call*), que consiste no direito de comprar o objeto em questão da opção, com preço e data predeterminados, por exemplo, soja, milho, ações, entre outros; e a de venda (*put*) de um ativo, até certa data e por determinado preço, porém, o detentor não é obrigado a exercer esse direito. A opção de venda consiste no direito de vender o objeto em questão da opção, com preço e data predeterminados, por exemplo, soja, milho, ações, entre outros.

Toda a opção tem um vencimento. Após a aquisição, ela pode ser exercida a partir do dia seguinte ao da compra, a qualquer momento, até o vencimento. Se não for exercida, o titular perde integralmente o valor aplicado.

3.2. *Hedge*

Em uma tradução literal do inglês, “*hedge*” quer dizer cerca, no sentido de proteção. Na prática é uma forma de proteger as negociações contra as oscilações do mercado. Apesar de ser muito usado em operações cambiais, o *hedge* é também muito comum na proteção de preço de *commodities*, principalmente as agrícolas, que têm fortes oscilações de preços.

Pode-se dizer que o *hedge*

se baseia no princípio de que os preços de mercado à vista e os preços dos mercados de futuro tendem a mover-se para cima e para baixo em conjunto. Esse movimento não é necessariamente idêntico, mas geralmente é próximo o suficiente de forma que é possível diminuir o risco de uma perda no mercado à vista tomando uma posição oposta no mercado de futuros. Tomar posições opostas permite que as perdas em um mercado sejam compensadas pelos ganhos no outro. Dessa forma, o *hedger* (realizador do *hedge*) consegue estabelecer um nível de preço para uma transação de mercado à vista que pode não vir a acontecer durante vários meses (CHICAGO BOARD OF TRADE, 2005, p.5).

Em geral as operações de *hedge* são realizadas na Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F). Assim, se uma empresa possuir dívidas em dólar e quer se prevenir de eventual alta da moeda norte-americana, esta empresa vai até a BM&F e compra um contrato de dólar futuro, garantindo que, em determinada data, poderá comprar determinada quantia de dólares a determinada cotação. Se o dólar ultrapassar a cotação fixada, a empresa estará protegida, pois terá o direito a comprar a moeda a um preço mais baixo. Entretanto, operações como esta tem um custo, por isso são feitas por empresas ou bancos.

Para a realização, em uma escala significativa do ponto de vista macroeconômico, das operações de cobertura de riscos (*hedge*) é indispensável que haja mercados nos quais se negociem, para entrega e liquidação futura, os mesmos ativos que nos mercados à vista. Antes da criação dos mercados de derivativos financeiros era possível efetuar operações de *hedge* empregando-se os contratos a termo junto às instituições bancárias. Mas, sua importância era limitada pela pequena variedade de ativos cobertos por esses contratos (quase exclusivamente

de taxas de câmbio), pelo número reduzido de agentes que a eles tinham acesso (clientes de primeira linha dos bancos), pelo alto custo das operações e pela pouca flexibilidade do instrumento (a liquidação só era possível no vencimento).

A expansão dos mercados de derivativos financeiros abriu a possibilidade de realização de operações de cobertura de riscos sobre a mais variada gama de ativos para a maior parte dos agentes, reduzindo o impacto das incertezas geradas pela volatilidade dos principais indicadores financeiros. Mas, concomitantemente, esses mercados constituíram o instrumento ideal para a especulação, ao permitir acesso, fácil e direto, aos mecanismos de alavancagem.

Uma forma de *hedge* pode ser exemplificada da seguinte maneira: um produtor de milho está planejando sua colheita para daqui a quatro meses. No entanto, ele não sabe a que preço vai estar o produto na época. Para evitar uma grande perda, caso haja uma queda brusca de preço, ele compra uma opção de venda (*put*). Com isso ele garante que vai vender o produto a determinado preço, em determinada data. Essa opção de venda protege o produtor contra as fortes oscilações do preço do produto no mercado. Mas, caso o preço do milho ultrapasse o preço fixado na opção de venda, o produtor não é obrigado a exercer a operação.

Vale citar que todo o *hedge* tem custos, além daqueles diretamente observados, como taxas de bolsa, corretagem e *spreads* (diferença entre preços). É importante que a empresa ou o investidor calculem, em diferentes cenários, os ganhos e as perdas com cada opção de *hedge*, bem como esses resultados na ausência de qualquer tipo de *hedge*. Cabe lembrar que, ao realizar o *hedge*, a empresa fica comprometida com um preço de compra ou de venda e está disposta a desistir de qualquer benefício de mercado adicional se os preços se moverem a seu favor, pois deseja a proteção de preço.

Fazer *hedge* com futuros oferece uma oportunidade de estabelecer um preço aproximado com meses de antecedência da venda ou da compra atual, e protege o *hedger* de mudanças desfavoráveis no preço. Isto é possível pois os preços à vista e futuros tendem a se mover na mesma direção e em quantidades semelhantes, assim as perdas em um mercado podem ser compensadas pelos ganhos no outro (CHICAGO BOARD OF TRADE, 2005, p.5).

O *hedge* não evita que um fator negativo ocorra, porém proporciona que a empresa ou o investidor consigam minimizar os impactos sobre suas atividades. Desse modo, trabalhando com ativos que reagem de forma inversa a certos eventos, o *hedge* passa a ser uma ferramenta fundamental no controle de riscos.

4. ESTUDO DE CASO

Nesta seção será apresentada uma explanação sobre as principais características da Cooperativa de Agroalimentos e uma demonstração da utilização do *hedge* como ferramenta de proteção contra os riscos do mercado financeiro nas atividades realizadas pela empresa.

4.1 Caracterização da Organização

A Cooperativa de Agroalimentos teve sua origem em uma cidade localizada na região noroeste do Rio Grande do Sul - RS, na década de 70 e dedica-se ao desenvolvimento do agronegócio no Estado, com posição de destaque na originação de grãos no Estado, como soja, trigo, milho, canola e girassol. Atua também na industrialização de soja e canola, na comercialização de farelos e óleos vegetais brutos e refinados, na produção de sementes, varejo de insumos agrícolas, na industrialização e comercialização de produtos de nutrição animal, no transporte de cargas e na comercialização de combustíveis.

A principal preocupação da organização é de estar presente em todo o ciclo produtivo, desde o fornecimento da semente, sua recepção e a sua manufatura. Atualmente, a Cooperativa de Agroalimentos possui as seguintes unidades: matriz; unidade de beneficiamento de Sementes e onze unidades comerciais; central logística; agência de cargas; fábrica de rações; fábrica de alimentos e dois portos secos.

As unidades estão localizadas nas proximidades das áreas de maior cultivo de soja e milho do Estado do Rio Grande do Sul, buscando assim uma posição estratégica para a captação e o escoamento do mesmo.

4.2 O Uso do *Hedge* pela Cooperativa de Agroalimentos

A Cooperativa de Agroalimentos opera no mercado futuro e de opções através da Bolsa Mercantil de Futuros (BM&F) e da *Chicago Board of Trade* (CBOT), que é a Bolsa de

Chicago. Os operadores da empresa utilizam os mecanismos dessas bolsas para negociarem contratos de soja e dólar. Estes operadores utilizam *softwares* específicos que demonstram as várias cotações existentes, referentes aos ativos negociados. Baseados nessas informações e em tendências do mercado, ordens de compra e venda são passadas a empresas corretoras, que repassam essas mesmas ordens às Bolsas acima citadas.

São várias as ferramentas que podem ser utilizadas para o controle das ordens passadas, como também são vários os *softwares* utilizados para a verificação dos diversos valores das opções, tanto de compra, quanto de venda. A Cooperativa utiliza os *softwares* fornecidos pela *FutureSource Workstation*, a partir dos quais é possível o acompanhamento de várias cotações de diversas *commodities* ao mesmo tempo, bem como a construção de gráficos de acompanhamento e evoluções históricas.

Além de proporcionar possíveis lucros, estes mercados, futuros e de opções, podem ser utilizados para proporcionar proteção a operações financeiras. É possível ilustrar a utilização do *hedge* por meio do exemplo de uma operação da empresa: a Cooperativa de Agroalimentos toma um empréstimo em dólar, no valor de US\$ 1.000.000,00 (um milhão de dólares), a um dólar a R\$ 2,30, o que corresponderia a um montante de R\$ 2.300.000,00 (dois milhões e trezentos mil dólares). Se o mercado apresentar tendências altistas, a empresa pode comprar, no mercado de opções, um seguro, pagando um valor “x” (cotação do momento), que mantenha o seu patamar de dívida a um dólar de R\$ 2,30. Se no dia do vencimento, a cotação do dólar estiver a R\$ 2,40, a dívida seria de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil dólares). Porém, como a empresa assegurou-se e adquiriu um seguro, a dívida segue a R\$ 2.300.000,00. O único custo a mais foi o preço do seguro. Esta operação constituiu-se em uma operação de *hedge* contra alta do dólar.

Como a Cooperativa de Agroalimentos exporta seus produtos, ela também pode proteger-se contra uma eventual queda do dólar. Por exemplo, em determinada data, a Cooperativa de Agroalimentos vende óleo no mercado externo, a um montante de US\$ 1.000.000,00, com data de pagamento do comprador para trinta dias. Caso a cotação do dólar, no dia da venda fosse de R\$ 2,30, o montante a receber seria de R\$ 2.300.000,00. Para proteger-se de uma possível queda da cotação do dólar, a empresa compra, no mercado de opções, um seguro contra a queda do dólar, em um patamar de R\$ 2,30. Se no dia do

pagamento, o dólar estiver a R\$ 2,20, a Cooperativa de Agroalimentos receberia R\$ 2.200.000,00 (dois milhões e duzentos mil dólares). Contudo, como a empresa assegurou-se contra o declínio da moeda, ela recebe R\$ 2.300.000,00. Quem paga essa diferença é a Bolsa de Valores, conforme foi explicado na revisão teórica. Esta operação constituiu-se em uma operação de *hedge* conta a queda do dólar.

A Cooperativa de Agroalimentos também utiliza destas mesmas operações de *hedge* para proteger seus negócios com a soja, trigo e milho. Utilizando esta ferramenta, a Cooperativa de Agroalimentos consegue obter proteção contra as possíveis oscilações do câmbio e do mercado.

A grande maioria dos negócios realizados pela Cooperativa de Agroalimentos no mercado futuro e de opções envolve cifras de grande vulto. Grande também é o valor da alavancagem de recursos financeiros que a empresa toma dos bancos, pois sua atividade é sazonal, uma vez que as maiores negociações ocorrem em tempos de safra. Qualquer descuido em relação às evoluções do mercado financeiro pode gerar custos de altíssimos valores para a empresa, sempre traduzidos em juros pagos para as instituições bancárias.

Em relação a evoluções no mercado financeiro, pode-se citar como exemplo a forte valorização do dólar em um espaço de tempo muito curto, ocorrida a partir de setembro de 2008 até meados de 2009, conforme demonstra a Figura 1, e cujos reflexos serão sentidos por muito tempo.

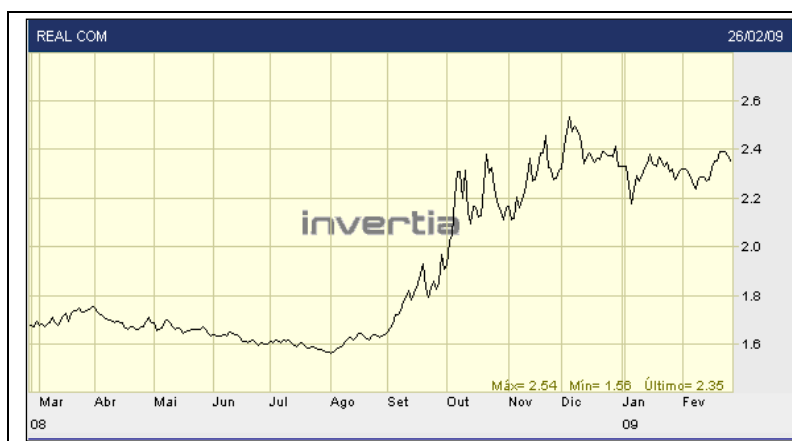


Figura 01: Evolução do Dólar Comercial frente ao Real

Fonte: Terra (2009).

A moeda americana, durante vários meses, esteve com a sua cotação, em relação à moeda brasileira, em patamares abaixo de R\$ 1,80, o que traduz um período de estabilidade econômica. Porém, sem aviso prévio, a cotação do dólar disparou, atingindo rapidamente patamares de R\$ 2,40. Se uma empresa tinha um compromisso financeiro de US\$ 1.000.000,00, tomado no período em que o dólar valia R\$ 1,80, e com vencimento nestes períodos de forte alta da moeda americana, em vez de pagar R\$ 1.800.000,00 (um milhão e oitocentos mil dólares), na data final de sua linha de crédito, pagará em torno de R\$ 240.000,00 (duzentos e quarenta mil dólares) a mais de variação cambial. Separei o parágrafo.

Porém, se ao contratar a operação financeira, esta empresa utilizasse de uma operação de *hedge*, travando o dólar em R\$ 1,80, mesmo pagando o valor deste seguro no mercado de opções, teria que desembolsar os mesmos R\$ 1.800.000,00 na data de vencimento de seu compromisso.

No contexto apresentado, verifica-se que o uso do *hedge* como ferramenta de proteção contra os riscos nas atividades financeiras da Cooperativa de Agroalimentos é totalmente viável, visto que o valor financeiro para a sua utilização é muito baixo em relação aos montantes contratados, isso sem considerar a importância da tranquilidade para a Direção da empresa de ter seus negócios protegidos e assegurados contra qualquer contratempo do mercado financeiro. Porém, tudo depende de um planejamento metódico sobre tudo que envolve os compromissos contratados de bancos e das exportações realizadas pela empresa. O acompanhamento deve ser constante e as ações devem ser tomadas da forma mais oportuna possível.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O termo volatilidade é uma das palavras mais ouvidas no âmbito da economia atualmente, e esta expressão causa temor no ambiente empresarial. Torna-se muito difícil traçar metas, caminhos e alternativas quando o negócio está inserido em um mercado volátil. As constantes mudanças que ocorrem no contexto socioeconômico têm criado um panorama que apresenta enorme instabilidade para as empresas, as quais encontram sérias dificuldades para manter sua saúde financeira.

Uma estratégia bem definida, buscando realizar um estudo a fundo das variáveis que podem afetar a organização, torna-se fundamental para quem não quer ser surpreendido, como por exemplo, por uma forte variação cambial. É nesse contexto que a utilização do *hedge* como ferramenta de diminuição dos riscos econômicos, pode se tornar determinante.

Considerando que o *hedge* pode ser definido como uma operação estruturada pela empresa com o objetivo de reduzir problemas relacionados à variação de preço de mercadorias e ativos financeiros, sua utilização pode ser realizada através das estruturas fornecidas pelo mercado futuro e pelo mercado de opções, a empresa consegue minimizar e até zerar sua exposição às oscilações do mercado, e a qualquer fator que possa interferir nos preços de seus produtos e no valor de suas dívidas. A partir da elaboração de uma estrutura de *hedge*, a empresa sabe o que tem a pagar ou a receber através de uma operação futura e baseada nessa informação consegue programar suas atividades, evitando surpresas que podem ser desagradáveis.

Para um empresário, que toma recursos financeiros oriundos do exterior, ou que vende para outros países, é essencial o conhecimento desta ferramenta. Este “seguro” pode salvar dívidas financeiras que, expostas a verificações em dólar, por exemplo, poderiam ter seu valor duplicado. É nesse sentido que as organizações precisam se resguardar, pois em vendas ou compras a prazo pode haver tanto uma valorização, quanto uma desvalorização da moeda de seu país frente à moeda do país de seu cliente/fornecedor.

Com este estudo, pode-se dizer que os objetivos do mesmo foram alcançados. Foi possível verificar que, devido às características das negociações adotadas com mais frequência pela Cooperativa de Agroalimentos, e pelos riscos existentes ao se operar com moedas estrangeiras, a utilização do *hedge* como ferramenta para a redução dos riscos nas operações financeiras da organização é totalmente viável.

A enorme quantidade de exportações realizadas pela empresa, que dependem da alta do dólar, e o alto valor de recursos tomados de instituições financeiras, e que são atrelados a moeda americana, por si só justificam o uso do *hedge* como forma de travar as perdas financeiras (juros pagos) com uma possível alta do dólar. A relação custo-benefício desta operação deve ser levada em conta, pois quanto antes se realiza a sua proteção, menor é o valor monetário a ser pago por este seguro.

Enfim, em um mercado turbulento e complexo, onde cada dia surgem novas formas de negociação e comércio, estar preparado para não correr riscos imensuráveis deve ser umas das principais preocupações do administrador moderno. E, a partir do estudo, verificou-se que o *hedge* apresenta-se como uma excelente ferramenta para esse fim.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGRINVEST CORRETORA DE COMMODITIES E CONSULTORIA. **Apostila Conhecendo Novos Mecanismos de Comercialização de Commodities Agrícolas.** 2006.

BM&F - BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS. **Apostila Mercado de Derivativos.** 2005.

CHICAGO BOARD OF TRADE. **Apostila Guia de Auto Estudo do Hedger.** 2005.

SCHOUCHANA, F.; MICELI, W. M. M. **Introdução aos mercados futuros e de opções agropecuários no Brasil.** São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2004.

TERRA. **Evolução do dólar comercial frente ao real.** Disponível em:<<http://www.terra.com.br>>. Acesso em: jun.2009.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 6.ed. São Paulo: Atlas, 2005.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.