Relevação e auditoria dos riscos financeiros
Uma perspectiva de gestão

por António Gomes Mota e Clementina Silva Barroso

A exposição aos riscos financeiros é uma realidade incontornável na gestão financeira empresarial do presente. Neste âmbito e a par da necessidade da definição de políticas e práticas de gestão de riscos, é cada vez mais importante a forma como as mesmas são relevadas e controladas, quer no contexto da informação prestada ao exterior quer no âmbito da monitorização interna de riscos. Estas dimensões destacam a função de auditoria interna e externa de riscos financeiros, geralmente subvalorizada no quadro mais geral da função de auditoria.

A importância acrescida dos riscos financeiros decorre do fenómeno de volatilidade dos preços da generalidade dos activos (financeiros e não-financeiros) que vem caracterizando, desde há décadas, a economia mundial. O conceito de riscos financeiros, no contexto deste artigo, identifica-se com o de riscos de mercado, no sentido em que a evolução dos preços é exógena à empresa e determinada por um conjunto de factores que esta não controla. Assim, excluem-se desta análise as fontes e naturezas de risco que estão directa ou indirectamente relacionadas com a empresa e de que é exemplo o risco de crédito.

Assim, a tipologia de riscos abrange o risco de taxa de câmbio, de taxa de juro, de preço de mercadorias e do mercado accionista. O caso do mercado accionista merece uma nota particular, na medida em que a volatilidade global do preço das acções pode afectar directamente as empresas numa tripla direcção: no *timing* e valor de encaixe de aumentos de capital, em processos de fusões e aquisições e na valorização a preços de mercado dos níveis de autonomia financeira e endividamento.

António Gomes Mota
Prof. Associado Convidado do ISCTE, Lisboa, Portugal.
E-mail: gomes.mota@iscte.pt

Clementina Silva Barroso
Prof. Auxiliar Convidada do ISCTE, Lisboa, Portugal.
E-mail: clementina.silva@iscte.pt

Recebido em Abril de 2002 e aceite em Abril de 2002.

Impacto e níveis de exposição aos riscos financeiros

A volatilidade dos preços pode repercutir-se na empresa a três níveis: na conta de exploração, na tesouraria e no seu valor. Esta exposição pode ser de transacção - no sentido em que afecta directamente o valor de um fluxo económico ou financeiro - ou económica, influenciando o nível de actividade e performance da empresa por impacto na procura sectorial, na posição concorrencial, nos processos e custos de produção.

Tradicionalmente, o enfoque tem sido centrado na exposição directa em detrimento da indirecta, atendendo à sua maior visibilidade, mais fácil quantificação, cobertura e controlo, por ser mais facilmente isolável e destacável nos documentos financeiros e ter maior impacto de curto prazo.

Esta realidade é facilmente identificável nos resultados obtidos por Mota (2001) relativamente à percentagem de empresas portuguesas que actua sobre diferentes horizontes temporais em termos da exposição ao risco cambial, resultados que, em comparação com os de Bodnar, Hayt e Marston (1996) e Bodnar e Gebhardt (1999) - que analisaram empresas não-financeiras nos EUA e na Alemanha, respectivamente -, mostram claramente no caso português uma grande concentração de gestão em operações em curso (cerca de 80% dos casos).

Instrumentos de gestão de risco

A este nível, as empresas dispõem de duas fontes fundamentais de instrumentos: os produtos derivados (*forwards*,

swaps, futuros e opções, apenas para citar os básicos), cujo nível de utilização em Portugal é, conforme documentado por Mota (2001), já bastante significativo; e a utilização de técnicas de ajustamento operacional interno, desde decisões de âmbito mais táctico e de natureza financeira, como a sobreposição de fluxos cambiais contrários, cláusulas de revisões automáticas de preços por variação de custo dos *inputs*, a estratégias de diversificação de efeito a mais largo prazo (produção, mercados, investimentos, etc.).

Fundamentos da cobertura de riscos

No mundo de Modigliani e Miller, de mercados financeiros perfeitos e completos, na óptica do accionista, a política de cobertura de gestão dos riscos financeiros seria irrelevante, na medida em que aquele, *de per si*, disporia dos meios e instrumentos adequados para diversificar e minimizar os riscos financeiros nos níveis e amplitudes desejados. Numa visão que contempla as fricções ao mundo de MM, e em especial de Stulz e Smith (1985), Froot, Scharfstein e Stein (1993), DeMarzo e Duffie (1995) e Leland (1998), mostram-se factores como a concentração de capital e limitações de diversificação, custos de pressão e insolvência financeira *(financial distress)*, a convexidade da função impostos, políticas sub-óptimas de investimento, os custos de contratação com todos os *stakeholders*, a remuneração dos gestores e efeitos de substituição com políticas de endividamento e níveis de liquidez, que fazem da política de cobertura de riscos financeiros uma fonte de incremento de valor para a empresa.

A questão fundamental em discussão centra-se na selectividade e nos graus de liberdade a conceder à implementação de uma política de cobertura de riscos financeiros e particularmente na dicotomia cobertura «versus» não-cobertura.

Neste âmbito, a questão fundamental em discussão centra-se na selectividade e nos graus de liberdade a conceder à implementação de uma política de cobertura de riscos financeiros e particularmente na dicotomia cobertura *versus* não-cobertura, assumindo-se que a não-cobertura incorpora a expectativa de que o impacto da volatilidade dos preços produzirá um resultado mais favorável que a eliminação desse efeito (e deixando de lado o caso mais extremo de realização pelas empresas de operações de especulação pura).

Como Stulz (1996) argumenta, dificilmente se encontrarão nas empresas não-financeiras vantagens comparativas que sustentem de uma forma sistemática a incorporação de expectativas na função financeira empresarial, nomeadamente em termos de *know-how*, meios, proximidade de mercados e acesso à informação.

A explicação para a abundante evidência empírica para tal incorporação de expectativas, como Mota (2001 a) mostrou para o caso português, poderá decorrer de duas questões distintas mas complementares:

- Haverá alguns equívocos neste domínio quanto ao papel e à criação de valor da função financeira da empresa - afirmação de competências, expectativas de resultados, fenómenos de imitação?
- Qual a importância da inovação financeira e da concorrência bancária, cada vez mais sofisticada, particularmente na área de produtos derivados, na visão e gestão empresarial de riscos financeiros?

As respostas poderão convergir para uma recentragem da análise:

- Em detrimento de quanto se deve cobrir, importará potenciar a eficiência, a agilidade e o alcance da cobertura;
- Em detrimento da sofisticação e complexidade técnica da especulação ou da gestão de expectativas, importará potenciar o desenvolvimento da capacidade de identificação, quantificação - em valor e no tempo - e eliminação eficiente de riscos.

Em qualquer circunstância, parece claro que importa que a empresa disponha de uma política de gestão de riscos financeiros e que seja capaz de explicitar:

- Orientação global sobre o âmbito e grau de cobertura dos diferentes riscos;
- Identificação, complementar, dos eventuais graus de liberdade de actuação da função financeira - dimensão e horizonte temporal;
- Definição de procedimentos em termos da fundamentação, avaliação e controlo das decisões, relativamente ao risco assumido e instrumentos utilizados, por parte da

função financeira;
- Definição de automatismos de decisão, que evitem constrangimentos operacionais ao acompanhamento da dinâmica de evolução de mercados e produtos financeiros.

A pressão da relevação contabilística

Em termos dos níveis de exposição aos riscos financeiros, e sobretudo no que concerne à forma como as empresas actuam sobre os mesmos, muito especialmente através da utilização de produtos derivados, tem havido nesta última década uma profunda alteração relativamente às exigências de prestação e relevação de informação para o exterior. Esta evolução, por enquanto, apenas afecta os países cujo enquadramento normativo e regulamentar dos sistemas de informação contabilística é mais rigoroso e extensivo (particularmente os EUA e a Grã-Bretanha), mas inexoravelmente irá estender-se aos restantes países, tendo presente que em sede de normas, directivas e *standards* de relevação contabilística se caminha também a passos largos para uma crescente homogeneização e uniformização de princípios e procedimentos.

A forma como as empresas actuam sobre os riscos, muito especialmente através da utilização de produtos derivados, tem obrigado nesta última década a uma profunda alteração relativamente às exigências de prestação e relevação de informação para o exterior.

Centrando a atenção nos aspectos de relevação da informação em detrimento dos que se encontram mais directamente relacionados com técnicas e procedimentos de contabilização — de menor interesse no contexto do tema em análise — e tomando como referência as directivas SFAS *(Statement of Financial Accounting Standards)* do FASB *(Financial Accounting Standards Board)*, foi com a publicação da SFAS nº 105 em 1990 que se verificou o primeiro avanço substancial na relevação de informação sobre gestão de riscos financeiros. Esta directiva impôs a obrigatoriedade de as empresas relevarem nos anexos às demonstrações financeiras os valores em aberto (pelo seu valor nominal ou contratual) de transacções com produtos fora-do-balanço, essencialmente os produtos derivados, recomendando ainda a apresentação de informação que caracterizasse a natureza e termos contratuais dos produtos e riscos (de mercado e crédito) associados. Ainda que a informação prestada fosse manifestamente insuficiente para aferir de forma adequada quanto aos objectivos de utilização dos derivados, e de um modo mais geral quanto à política de gestão dos riscos financeiros definida pela empresa, tratou-se de um primeiro passo nesta direcção.

A SFAS nº 107, publicada em 1991, apresenta como ponto quase único neste domínio a obrigatoriedade de, a par do valor nominal ou contratual das posições detidas em instrumentos fora do balanço, também se indicar o respectivo valor de mercado *(fair value)*.

A publicação em 1994 da SFAS nº 119 representa o segundo avanço substancial na relevação do nível e objectivos da utilização de derivados. Em primeiro lugar, obriga à distinção entre posições de especulação e/ou intermediação *(trading purposes)* e as posições destinadas a outros objectivos, exigindo a explicitação dos mesmos. Em segundo lugar, exige a desagregação da informação sobre os produtos em termos de tipologia (*swaps*, FRAS, opções, etc.), tipo de activo (taxa de juro, taxa de câmbio, mercadorias, etc.) ou outra classificação que seja consistente com os objectivos de gestão da empresa destes instrumentos.

Finalmente, com a publicação em 1998 da SFAS nº 133, deu-se o último e relevante passo, até ao momento, neste domínio. Esta directiva desagrega e amplia de forma muito significativa o nível de informação já exigido pela SFAS nº 119, em particular:
- Explicitação da utilização dos derivados em quatro grandes categorias: cobertura das exposições (alteração de valor) de activos e passivos já existentes; cobertura das exposições que afectarão o nível de *cash-flow* gerado por transacções futuras; cobertura de exposições criadas por investimentos em actividades no exterior e, por último, utilizações não destinadas a objectivos de cobertura;
- Explicitação, à partida, da metodologia utilizada para a avaliação da eficiência da cobertura realizada com derivados, bem como a medida de quantificação de tal eficiência;

- Extensão do conceito de derivados àqueles que estão embebidos em operações de aplicação ou financiamento e que as configuram com determinadas características (limites mínimos e/ou máximos de variação de preços, por exemplo, na linha do que se referiu quando se analisou a evolução dos produtos derivados).

Estas alterações representam, como facilmente se constata, um significativo aprofundamento do grau de informação prestado ao exterior e deverão já possibilitar, do ponto de vista da avaliação externa, um substancial avanço na análise da gestão dos riscos financeiros de cada empresa. O seu conteúdo, no entanto, foi objecto de tal polémica junto de profissionais e académicos que a sua implementação foi sendo sucessivamente adiada, sendo apenas implementada em 2001.

O principal foco de discussão não se centrou tanto no grau e detalhe de informação, mas fundamentalmente na relevação (momento, forma e impacto) dos resultados obtidos nos derivados e na sua ligação às operações comerciais e financeiras cuja cobertura em termos de riscos visavam assegurar.

O conteúdo das alterações foi objecto de tal polémica junto de profissionais e académicos que a sua implementação foi sendo sucessivamente adiada, sendo apenas implementada em 2001.

A este propósito importa ter em conta os riscos inerentes a uma excessiva centragem da gestão de riscos na análise da utilização de derivados. Muito mais do que no enquadramento da identificação e medição das exposições aos diferentes riscos financeiros como objecto informativo *de per si*, é somente no contexto da fundamentação das transacções de derivados que aquela realidade é integrada. No limite, a não-utilização de produtos derivados dispensa qualquer referência objectiva e circunstanciada aos riscos financeiros suportados pelas empresas.

Noutros termos, e à luz da SFAS nº 133, poder-se-á dispor da informação mínima para se avaliar da actuação da empresa em termos da utilização de derivados, mas não se disporá da necessária informação para se aferir do grau de exposição *ex ante* e global do modo como a empresa terá gerido a mesma, a não ser na componente, se existir, de utilização de derivados. Neste sentido, a excessiva centragem normativa na utilização de derivados poderá fomentar práticas de não-cobertura, porque o controlo principal não está no objecto (exposição) mas na família mais visível de instrumentos disponíveis (derivados).

Por outro lado, e mesmo no contexto em que a administração da empresa pretende definir uma política de cobertura de riscos, se a formalização e configuração de tal política se centrar também na utilização de derivados (em linha com a pressão externa da relevação informativa), poderá enviesar significativamente os resultados pretendidos e, inclusive, por excessiva regulamentação interna de tal utilização, incentivar involuntariamente a implementação de programas menos completos e/ou eficientes de gestão dos riscos financeiros.

O papel da auditoria

O controlo e avaliação de políticas e gestão de riscos financeiros aparece assim como uma necessidade crescente tanto do ponto de vista de avaliação externa como no quadro das atribuições da auditoria interna. Em ambos os casos, e ainda que com objectivos e perspectivas diferenciadas, as duas principais áreas de actuação seriam:

- Análise e avaliação quanto à forma como a empresa identifica e quantifica as naturezas e níveis de exposição aos diferentes riscos financeiros, nas dimensões financeira, económica e transaccional;
- Análise e avaliação das estratégias de actuação, técnicas e instrumentos utilizados na gestão dos riscos financeiros.

O desenvolvimento, tanto externo como interno, deste novo âmbito da função de auditoria contribuiria para uma muito maior visibilidade e explicitação das decisões neste domínio dos gestores de topo e da forma como os responsáveis financeiros as concretizam.

Como é natural, o desenvolvimento desta função pressupõe um conjunto de requisitos que estão longe de adquiridos, tanto no seio das empresas objecto de análise como nas próprias empresas de auditoria.

Em primeiro lugar, e desde logo, é necessária a implementação interna de políticas e procedimentos que sirvam

de referência e aferição da gestão de riscos realizada.

Em segundo, e por se tratar de uma área de razoável complexidade técnica e operacional, na qual a investigação científica e experiência prática são ainda relativamente limitadas, não há ainda uma base metodológica de procedimentos e *standards* que sirvam de orientação ao trabalho a desenvolver.

Em terceiro, e em linha com o ponto anterior, trata-se de uma função que exige um grau de conhecimento técnico e de *know-how* muito especializado, pressupondo forte investimento em formação e especialização dos meios humanos envolvidos. ■

Bibliografia

BODNAR, G., HAYT, G., MARSTON, R. e SMITHSON, C., 1995, «The 1994 wharton survey of derivatives usage by non-financial firms», *Financial Management* nº 24, pp.104-114.

BODNAR, G. e G. Gebhardt, 1999, «Derivative usage in risk management by US and German non-financial firms: A comparative survey», *Journal of International Financial Management and Accounting* nº 10, pp.153-187.

FINANCIAL Accounting Standards Board, 1990, «Disclosure of information about financial instruments with off-balance-sheet risk and financial instruments with concentrations of credit risk», Statement of Financial Accounting Standards nº 105.

FINANCIAL Accounting Standards Board, 1991, «Disclosures about fair value of financial instruments», *Statement of Financial Accounting Standards* nº 107.

FINANCIAL Accounting Standards Board, 1993, «Accounting for certain investments in debt and equity securities», *Statement of Financial Accounting Standards* nº 115.

FINANCIAL Accounting Standards Board, 1994, «Disclosure about derivative financial instruments and fair value of financial instruments», *Statement of Financial Accounting Standards* nº119.

FINANCIAL Accounting Standards Board, 1998, «Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities», *Statement of Financial Accounting Standards* nº 133.

FROOT, K., SCHARFSTEIN, D. e STEIN, J., 1993, «Risk management: Coordinating corporate investment and financing policies», *Journal of Finance* nº 48, pp. 1629-1658.

LELAND, H., 1998, Agency Costs, «Risk management and capital structure», *Journal of Finance* nº 53, pp. 1213-1243.

MOTA, A., 2001, «Derivative use, multinationals and the role of the treasurer: Evidence from a survey on large non-financial firms operating in Portugal», CEMAF/ISCTE working paper.

MOTA, A., 2001, «Hedging, taking a view or speculating: Evidence from derivative use by large Portuguese non-financial firms», CEMAF/ISCTE working paper.

SMITH, C. e R. Stulz, 1985, «The determinants of firm's hedging policies», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* nº 20, pp. 391-405.

STULZ, R., 1996, «Rethinking risk management», *Journal Applied Corporate Finance* nº 9, pp. 8-24.

