

## 2 Referencial teórico

*Hedge* é um tema de Finanças que vem sendo estudado há anos. Nos primeiros estudos, Modigliani & Miller (1958) apontavam que programas de proteção não adicionam valor às empresas em um mercado perfeito, com simetria de informação aos agentes.

Sobre o tema de gestão de riscos, era defendido inicialmente que empresas são avessas a risco, buscando minimizá-los com a realização de operações que compensassem esta exposição, e não mudassem o foco na atividade principal, segundo Ederington (1979). Esta proteção poderia vir de compra ou venda de contratos futuros.

Stein (1961) contribuiu com a idéia de utilização de uma posição ótima em contratos futuros para minimizar risco no mercado à vista. O índice de *hedge* seria obtido, segundo Heaney e Poitras (1991), por meio de uma regressão linear e de funções de utilidade, desde que os retornos dos preços à vista e futuros possuam uma distribuição conjunta bivariada.

Alguns pesquisadores (WARNER (1977), ALTMAN (1984)) estudaram os altos custos de uma ruptura nos negócios, incluindo honorários de advogados, contadores e outros profissionais, custos de paradas e retornos às operações, imagem com fornecedores e clientes, numa situação de falência, fazendo uma relação com o valor de mercado das empresas logo em um período antes e no momento da falência. Posteriormente, Froot, Sharfstein e Stein (1993) contribuíram com análise de custos relacionados à perda de oportunidades de investimentos com valor presente líquido positivo.

Mais recentemente, estudos como Copeland&Joshi (1996) apontaram os benefícios (criação de valor) para uma empresa em se ter um fluxo de caixa mais estável, sem tanta variação. Entre eles foram relacionados a redução na probabilidade de incorrer em custos causados por uma dificuldade financeira, criação de oportunidades de negócio, redução de impostos (num país com impostos progressivos), aumento na capacidade de endividamento, etc. Programas

de proteção cambial teriam a redução na volatilidade de um fluxo de caixa causada por um *hedge* cambial como o objetivo central. Este mesmo estudo mostrou para um universo de 198 empresas, que somente em 20 delas identificou-se redução da volatilidade do fluxo de caixa, e na ordem de 10%, após a contratação de derivativo. Nas demais, o resultado foi desprezível. Concluiu-se então que o *hedge* não foi determinante para a redução na volatilidade do fluxo de recebimentos e pagamentos. Havia, portanto, outros fatores além do preço da moeda, e que seriam até mais relevantes, impactando o fluxo.

Na sequência, Copeland&Copeland (1999) mudaram o enfoque do objetivo de um programa de proteção cambial para a minimização da probabilidade de dificuldade financeira. Foram incluídas outras variáveis no modelo de quantificação da probabilidade de ocorrência de uma ruptura nos negócios. Além da volatilidade do fluxo de caixa, que é impactada por questões mercadológicas, concorrência e variação cambial, ganharam espaço o grau de cobertura das saídas frente às entradas de caixa e o diferencial de crescimento entre essas duas curvas do fluxo de caixa. Em determinadas situações, o *hedge* pode não ser recomendado dada a pouca interferência na volatilidade do fluxo de caixa da empresa.

Koester (2007) mencionou a complexidade no gerenciamento de risco cambial, e defende implementação de eficazes controles internos nas empresas a fim de suprir com dados realistas a tomada de decisão. Os benefícios desse rígido controle se refletiriam nas perspectivas de *compliance*, tanto de políticas internas quanto para órgãos reguladores; operacionais, com maior foco nas competências principais da companhia e nas atividades de criação de valor; e econômica, com a administração dos impactos financeiros.

Após a crise nos mercados financeiros de 2008, Miskin (2009) publicou uma entrevista com, na época, o vice presidente sênior do meio oeste dos EUA para mercado cambial do banco Wells Fargo, Larry Kirschner. Nela, o executivo menciona algumas questões a serem levadas em consideração na administração de risco cambial pelas empresas. A primeira é obter um entendimento de qual risco mais afeta companhia, o qual depende de estratégia corporativa, suas políticas e filosofia de atuação. A segunda seria quantificar o risco, a partir do impacto no fluxo de caixa causado por variações no preço da moeda. E por último uma avaliação da tolerância da administração ao risco exposto. Portanto, para gerenciamento do risco cambial existem métricas objetivas e avaliações

qualitativas, as quais irão variar de empresa para empresa, de acordo com o grau de aversão a risco dos tomadores de decisão. Ehrlich&Anandarajan (2008) chegaram a conclusões muito parecidas.