
Nível de evidenciação obtido na divulgação das notas explicativas de instrumentos financeiros derivativos segundo a deliberação CVM n° 550/08

Obtained level of disclosure in the disclosure of notes of derivative financial instruments according to CVM Resolution No. 550/08

Nilza Nashiro Florence dos Santos

Graduada em Ciências Contábeis pela Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado
E-mail: nflorence@uol.com.br

Eduardo da Silva Flores

Mestrando em Controladoria e Contabilidade pela Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado
Professor da Graduação em Ciências Contábeis do Centro Universitário da Fundação Álvares Penteado
Endereço: Av. da Liberdade, nº 532
CEP: 01502-001 - Liberdade/ São Paulo - Brasil
E-mail: eduardo.flores@fecap.br
Telefone: (11) 7761-5957

Isac Pimentel Guimarães

Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Bahia
Graduando do Curso de Pedagogia da UNEB
Mestrando em Educação pela Universidade Federal da Bahia
Professor da Faculdade de Ciências Contábeis da Fundação Visconde de Cairu
Endereço: Rua Politeama de Baixo, 69
CEP: 40080-166 – Salvador/Bahia - Brasil
E-mail: isac_guimaraes@hotmail.com
Telefone: (71) 9294-3550

Vilma Geni Slomski

Pós-doutora em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP
Professora do Mestrado em Ciências Contábeis do Centro Universitário da Fundação Álvares Penteado
Endereço: Rua Camandulas, nº 112, apto 183
CEP: 0530 – 3030 - Vila Leopoldina/ São Paulo
E-mail: vilma.geni@fecap.br
Telefone: (11) 2337-1863

Aldy Fernandes da Silva

Doutor em Engenharia de Produção da Universidade de São Paulo
Professor Pesquisador do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis do Centro Universitário Álvares Penteado
Endereço: Av. Liberdade, 532 - Liberdade
CEP: 01502-001 - São Paulo/SP - Brasil
E-mail: aldy@fecap.br
Tel: (11) 3272-2332

Artigo recebido em 12/03/2010. Revisado por pares em 23/08/2010. Reformulado em 25/09/2010. Recomendado para publicação em 27/10/2010 por Sandra Rolim Ensslin (Editora Científica). Publicado em 29/10/2010.

Resumo

O mercado de derivativos tem crescido e se sofisticado nos últimos anos, havendo a necessidade de regulamentação desta prática por meio da institucionalização de notas explicativas específicas. Assim, o presente estudo tem como objetivo analisar as notas explicativas relativas aos instrumentos financeiros derivativos de uma empresa de capital aberto do setor alimentício da cidade de São Paulo, procurando verificar se estão adequadas ao padrão de qualidade recomendado pela Deliberação CVM nº. 550, de 17 de outubro de 2008. Para tanto, realizou-se uma pesquisa qualitativa de caráter documental, os dados foram analisados através da técnica de Análise de Conteúdo. Constatou-se que a empresa estudada divulga informações qualitativas e quantitativas sobre seus instrumentos financeiros em suas notas explicativas e está em conformidade com as novas orientações da CVM, melhorando assim a visibilidade, porém, sem evidência clara de todos os riscos inerentes às operações de proteção da atividade da empresa. Acredita-se que com a emanção de regras mais claras de utilização destes instrumentos houvera uma evolução da qualidade das informações divulgadas caminhando-se também para uma maior clareza do grau de exposição ao risco da empresa na qual se deseja investir. Conclui-se que a eficácia e implicações em função da qualidade de informações que serão trazidas em vista da institucionalização da normativa, ainda estão por vir e, assim, abre-se um caminho para o aprimoramento da instrução e para novos estudos sobre o tema, alinhando cada vez mais as práticas brasileiras com as exigências quantitativas e qualitativas das normas contábeis internacionais (IFRS).

Palabras-Clave: Qualidade da Informação Contábil; Instrumentos financeiros; Derivativos; Notas explicativas.

Abstract

The derivatives market has grown and refined in recent years, with the need to regulate this practice through the institutionalization of specific notes. Thus, this study aims to analyze the explanatory notes relating to derivative financial instruments of a public company in the food sector of the city of trying to check whether they are appropriate to the quality standards recommended by the CVM. 550 of 17 October 2008. To this end, we carried out a qualitative study of documentary character, the data were analyzed using the technique of content analysis. It was found that the company discloses studied qualitative and quantitative information about its financial instruments and the notes thereto are in accordance with the new guidelines of the CVM, thus improving visibility, but without clear disclosure of all risks inherent in the operations of protection company's activity. It is believed that with the emanation of clearer rules for using these instruments there had been a change in the quality of information disclosed is also moving towards greater clarity on the degree of risk exposure of the company at which to invest. We conclude that the effectiveness and implications based on the quality of information that will be brought in view of the institutionalization of norms, are still to come, and thus opens a way to improve education and further studies on the subject, increasingly aligning practices with the Brazilian quantitative and qualitative requirements of international accounting standards (IFRS).

Key-words: Quality of Accounting Information, Financial Instruments, Derivatives; Notes.

1. Introdução

No decorrer do terceiro trimestre de 2008, houve um agravamento na crise financeira mundial, acarretada substancialmente, pelas hipotecas de alto risco (subprime) e pelo efeito contábil de reconhecimento de perdas nas carteiras de ativos “tóxicos” mantidos pelos agentes financeiros. Assim sendo, ocorreram enormes perdas financeiras em grandes empresas nos mercados de derivativos

de câmbio, principalmente de economias emergentes, nas quais estes não eram utilizados somente para proteção, mas em que as tesourarias buscavam especular para obter maiores ganhos e transformá-las em um centro de lucro, em vez de um organismo de apoio à atividade da empresa, uma vez que elas apostavam na valorização das moedas locais frente ao dólar. (FARHI, 2009).

A normatização da forma de demonstração ao mercado dos instrumentos financeiros tais como derivativos, surge em função do uso abusivo desses instrumentos pelos gestores das organizações, que não os utilizam somente para fins de proteção dos seus investimentos, mas também, para a geração de potenciais, ganhos financeiros. De acordo com Sant`Anna (2009, p. 27) “o que houve foi uma falta de gestão de risco por parte das empresas, que se alavancaram, em alguns casos, acima do seu faturamento e patrimônio.” Por sua vez, Assaf Neto (2009, p. 27) destaca que “as empresas que tinham feito hedge de maneira eficiente tiveram lucro com a subida do dólar no final do ano passado.”

Estes dados corroboram com a idéia de que a utilização de instrumentos financeiros, principalmente os derivativos, vem para atender a elaboração de estratégias para captação e aplicação de recursos, para proteção das variações de preços dos seus ativos e passivos, redução de custos operacionais e diluição de riscos. No entanto, já em 1995 quando foi editada a Nota Explicativa CVM nº. 235/1995 (revogada pela Instrução nº. 475/2008), havia a preocupação crescente por parte de entidades, governamentais ou não, e de especialistas, quanto à eficácia dos métodos contábeis da época para registro e divulgação dessas operações e da capacidade de controle e fiscalização desse mercado.

Nessa direção caminha a regulamentação desta prática, que por meio do aprimoramento da institucionalização de notas explicativas específicas, prevê que as companhias abertas divulguem informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, em seus cenários: provável, possível e remoto, reconhecidos ou não como ativos ou passivos em seu balanço patrimonial. A disseminação do conhecimento sobre derivativos é necessária para o entendimento da grande turbulência recentemente presenciada no mercado de ações, com grande impacto no resultado de empresas que se utilizam desses instrumentos, que na verdade, não eram propriamente de cobertura de risco de suas operações financeiras.

Independentemente dos instrumentos financeiros utilizados, faz-se necessário que eles sejam adequadamente informados, para a correta leitura e interpretação da natureza e extensão dos riscos associados a tais instrumentos. Para isso, o mercado necessita novamente de uma regulamentação que dê condições aos usuários das informações contábeis avaliarem a relevância e o risco envolvidos com operações no mercado de derivativos. Neste sentido, este artigo busca respostas para a seguinte questão de pesquisa: As notas explicativas relativas aos

instrumentos financeiros derivativos de uma empresa de capital aberto do setor alimentício da cidade de São Paulo estão adequadas ao padrão de qualidade recomendado pela Deliberação CVM nº. 550, de 17 de outubro de 2008?

Diante desta problemática elaborou-se como objetivo analisar as notas explicativas relativas aos instrumentos financeiros derivativos de uma empresa de capital aberto do setor alimentício da cidade de São Paulo, procurando verificar se estão adequadas ao padrão de qualidade recomendado pela Deliberação CVM nº. 550, de 17 de outubro de 2008. Para tanto, analisar-se-á a alteração deliberada pela CVM que introduziu mecanismos eficazes que assegurem aos usuários em geral o “disclosure” necessário para a leitura e compreensão dos derivativos financeiros e, se a Governança Corporativa está sendo devidamente utilizada na divulgação dos instrumentos financeiros reconhecidos ou não como ativos ou passivos em seu balanço patrimonial.

Espera-se que este trabalho contribua para um entendimento maior sobre instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativos ou passivos no balanço patrimonial, de modo que gestores possam tomar decisões mais seguras na escolha dos instrumentos em que serão aplicados os recursos da empresa, ou que investidores possam avaliar de forma mais adequada os riscos a que estão sujeitos na escolha da ação na qual investirão seus recursos. Enfim, para que todos os usuários possam efetuar a leitura, avaliar adequadamente o perfil de risco e tomar decisões pertinentes e substancialmente mais seguras nesses mercados de alta volatilidade.

2 Material e método

2.1 A Qualidade da Informação Contábil

As demonstrações contábeis surgiram para atender à finalidade interna de gerenciamento e, hoje, além dessa finalidade atendem, na medida do possível, às mudanças na conjuntura social, econômica e política. As pessoas físicas ou jurídicas que se relacionam de alguma forma com a entidade, são potenciais usuários das informações publicadas pelas empresas. Além disso, novos usuários surgiram com o desenvolvimento econômico da sociedade. Uma melhor definição desses novos usuários é apresentada por Cosenza (2003, p. 8) quando ressalta que:

Simultaneamente ao desenvolvimento recente da atividade mercantil, em termos econômicos, começaram a surgir novos usuários da informação contábil- financeira, como os credores, os dirigentes não proprietários, os acionistas e os sindicatos, o que demonstra a presença de um grupo importante de agentes econômicos que participa de uma empresa, relacionado com o ambiente que a rodeia.

Diante destas necessidades informativas reivindicadas pelos usuários e da busca pelo demonstrativo ideal, a Ciência Contábil tem se adaptado ao longo do tempo, procurando focar diversos aspectos, tais como: Contabilidade Comercial, Contabilidade Gerencial, Contabilidade de Custos, Contabilidade Agrícola, Contabilidade Social, Contabilidade Ambiental e outras. A partir deste contexto, a Contabilidade como ciência social vem procurando se adaptar para atender às necessidades de seus usuários nas mais diversas situações.

No que diz respeito à qualidade das informações apresentadas pela Contabilidade, esta pode ser entendida como suficiente para atender às necessidades dos usuários em tempo hábil e para que estes façam utilidade dela e se apoiem em suas decisões. Neste sentido, Hendriksen e Breda (2007, p. 95) entendem que sejam “as propriedades da informação que são necessárias para torná-la útil”. Para que se obtenha esta utilidade da informação deve-se levar em conta um dos objetivos da Contabilidade que é o de garantir informações diferenciadas para os vários tipos de usuários. A qualidade e a quantidade de informações colocadas à disposição dos usuários devem ser elaboradas considerando a capacidade destes em interpretar os dados apresentados. Nesta linha de pensamento, Iudícibus (2006, p. 125) afirma que:

[...] é importante sabermos quem está interpretando os demonstrativos. Se for um analista experimentado, provavelmente um excesso de informação poderá ser bem recebido, pois saberá separar o joio do trigo, ficando com a informação realmente importante para uma avaliação de tendência. Se estiver, por outro lado, sendo interpretado por um leitor com incipientes e vetustas noções de Contabilidade e Finanças, possivelmente um grande número de informações e de detalhes irá mais confundir do que auxiliar.

Ainda no que se refere à qualidade da informação, Hendriksen e Breda (2007, p. 101) apresentam acrescentam elementos como: relevância, confiabilidade e comparabilidade.

Estes componentes da qualidade da informação Contábil indicam sua importância e relevância no âmbito das organizações. Não poderia ser diferente, uma vez que “ao longo do tempo, tem havido alterações quanto às informações que os usuários requerem, bem como aos diversos tipos de usuários que têm usado a Contabilidade como apoio a suas decisões” (TINOCO E KRAEMER, 2008, p. 27).

2.2 Práticas de Gestão de Riscos nas Organizações

A pergunta mais freqüente observada na leitura dos autores que tratam da

gestão de riscos é: o que é exatamente risco? Antes mesmo de conceituar risco, é importante mencionar que o risco segundo Oliveira (2003, p.34), é uma realidade humana. Oliveira apud Brealey e Myers (1992, p.631) diz que para alguns, até mesmo uma imposição divina para a qual não há o que fazer. Continua Oliveira dizendo que “o homem busca constantemente formas de anular, ou pelo menos, minimizar os riscos aos quais está sujeito. No universo financeiro, os riscos existentes são administrados por meio de derivativos e outros instrumentos financeiros”.

Uma vez conceituado o risco, Jorion (2001, p.8) afirma que o risco criou os derivativos. Percebeu-se a necessidade de proteção ocasionada pela desregulamentação dos bancos, antes protegidos por rígidas normas e a globalização do comércio anteriormente praticado principalmente no mercado doméstico. Nasce, assim, segundo Jorion (2001, p.8) uma “nova área na administração de recursos, denominada engenharia financeira”, com foco, na criação de “métodos eficazes de proteção contra riscos financeiros ou de especulação”.

Já, “Kimura e Pereira (2005, p.61) destacam como sendo a abordagem mais moderna da gestão de riscos os estudos de Jensen e Meckling (1976), em que devido aos possíveis conflitos de interesse entre administradores, acionistas, credores e demais personagens associados à empresa, a necessidade de gestão de riscos pode depender das relações entre os stakeholders, decorrentes da forma de remuneração, da assimetria de informação, do perfil de risco etc. Os modelos modernos de otimização da função de gestão de riscos envolvem, portanto a identificação de premissas que regulam as relações de agência ou de conflitos de interesse entre os personagens que participam da administração e do financiamento de uma corporação”.

No Brasil, em razão das recentes turbulências econômicas vivenciadas em decorrência da gestão de risco adotada por algumas empresas, a CVM instituiu a obrigatoriedade da divulgação dos tipos de riscos que as companhias abertas estão expostas, através da Deliberação CVM nº. 550/2008 (Instrução CVM nº. 475/2008). A divulgação das informações sobre os instrumentos financeiros em notas explicativas e do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade de que trata a Deliberação visam garantir aos usuários a leitura e avaliação adequada do perfil de risco inerente às operações com instrumentos financeiros, cuja eficácia está sendo o escopo do presente artigo.

2.3 Instrumentos Financeiros

Para a definição do termo instrumento financeiro, utilizou-se os conceitos impostos pelos órgãos reguladores CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) e CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Segundo o CPC 14 (2009, p.05), instrumento financeiro “é qualquer contrato que origine um ativo financeiro para

uma entidade e um passivo financeiro ou título patrimonial para outra entidade. Este ativo financeiro pode ter as seguintes características: (a) caixa; (b) título patrimonial de outra entidade; (c) direito contratual: (i) de receber caixa ou outro ativo financeiro de outra entidade; ou (ii) de trocar ativos ou passivos financeiros com outra entidade sob condições potencialmente favoráveis para a entidade; (d) contrato que será ou poderá vir a ser liquidado em títulos patrimoniais da própria entidade e que seja: (i) um instrumento financeiro não derivativo no qual a entidade é ou pode ser obrigada a receber um número variável dos seus próprios títulos patrimoniais; ou (ii) um instrumento financeiro derivativo que será ou poderá ser liquidado por outro meio que não a troca de montante fixo em caixa ou outro ativo financeiro, por número fixo de seus próprios títulos patrimoniais. Para esse propósito os títulos patrimoniais da própria entidade não incluem instrumentos que são contratos para recebimento ou entrega futura de títulos patrimoniais da própria entidade”.

Por outro lado, o passivo financeiro pode ter as seguintes características: “(a) obrigação contratual: (i) de entregar caixa ou outro ativo financeiro para outra entidade; ou (ii) de trocar ativos ou passivos financeiros com outra entidade sob condições potencialmente desfavoráveis para a entidade; ou (b) contrato que será ou poderá ser liquidado com títulos patrimoniais da própria entidade e que seja: (i) um não derivativo no qual a entidade é ou pode ser obrigada a entregar um número variável de seus próprios títulos patrimoniais; ou (ii) um derivativo que será ou poderá ser liquidado por outro meio que não a troca de montante fixo de caixa ou outro ativo financeiro por número fixo de títulos patrimoniais da própria entidade. Para esse propósito os títulos patrimoniais da própria entidade não incluem instrumentos que são contratos para recebimento ou entrega futura de títulos patrimoniais da própria entidade”

A Deliberação 550 da CVM de 17 de outubro de 2008 (art. 2) define instrumentos financeiros derivativos como sendo “quaisquer contratos que gerem ativos e passivos financeiros para suas partes, independente do mercado em que sejam negociados ou registrados ou da forma de realização”. Estes instrumentos devem possuir concomitantemente as seguintes características:

I - o seu valor se altera em resposta às mudanças numa taxa de juros específica, preço de um instrumento financeiro, preço de uma commodity, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, classificação de crédito (rating), índice de crédito, ou outra variável, por vezes denominada “ativo subjacente”, desde que, no caso de uma variável não financeira, a variável não seja específica a uma das partes do contrato; II - não é necessário qualquer desembolso inicial ou o desembolso inicial é menor do que seria exigido para outros tipos de contratos nos quais seria esperada uma resposta semelhante às mudanças nos fatores de mercado; e III - seja liquidado numa data futura.

Uma das tarefas mais difíceis que se encontrou foi a definição do termo derivativos, em decorrência até mesmo de sua própria dinâmica. Para embasamento conceitual, foram utilizadas as definições sugeridas por alguns autores e órgãos reguladores. Para Silva Neto (2006, p.17) em nosso país existe até uma indecisão para o nome derivativo. Para alguns economistas o nome correto deveria ser “derivado”, ao invés de “derivativo”, tendo como base a tradução direta do inglês “derivative”. De acordo com o autor, o derivativo presta-se para a troca de um resultado financeiro obtido por meio de aplicação da variação do valor de índices e projeções.

Na concepção do International Accounting Standards Committee (IASC) através de seu Pronunciamento IAS 39 (2009), define-se derivativo como um instrumento financeiro, cujo valor se altera em resposta a mudanças em taxa de juros específica, preço de título ou valor mobiliário, preço de commodity, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, rating de crédito ou índice de crédito ou variável similar (algumas vezes denominada *underling*); não requer nenhum investimento líquido inicial ou requer investimento líquido inicial pequeno, se comparado a outros tipos de contratos que produzem respostas similares as mudanças nas condições de mercado; e é liquidado em data futura.

2.4 Derivativos

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis em seu CPC 14 (2009, p. 06), define derivativo como um instrumento financeiro ou outro contrato dentro do escopo deste Pronunciamento que possui todas as três características seguintes: (a) seu valor se altera em resposta a mudanças na taxa de juros específica, no preço de instrumento financeiro, preço de commodity, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, avaliação (rating) de crédito ou índice de crédito, ou outra variável, às vezes denominada “ativo subjacente”, desde que, no caso de variável não financeira, a variável não seja específica a uma parte do contrato; (b) não é necessário qualquer desembolso inicial ou o desembolso inicial é menor do que seria exigido para outros tipos de contratos onde seria esperada resposta semelhante às mudanças nos fatores de mercado; e (c) deve ser liquidado em data futura.

Para Bessada, Barbedo e Araújo (2007), os derivativos são ativos cujos valores dependem de outras variáveis mais básicas. Por exemplo, o valor de uma opção de ação depende do preço da ação em questão, desta forma, são instrumentos financeiros que tem seu valor determinado pelo valor de outro ativo e isso explica porque servem tão bem para limitar o risco de flutuações inesperadas de preço de ativo em questão. E continuam: “Outro aspecto bem importante é que só podem existir derivativos sobre ativos e mercadorias que possuem seu preço de negociação livremente estabelecido pelo mercado.”

Os derivativos podem ser financeiros e não-financeiros, dentre os financeiros destacam-se os derivativos sobre taxas de juros, moedas ações e índices. Os derivativos não-financeiros se compõem de petróleo e ativos agropecuários. Assim, conforme verificação se acima, o conceito de derivativo é amplamente discutido entre os autores e suas respectivas obras e órgãos reguladores, contudo, sua definição se prova muito similar entre as obras publicadas.

2.4.1 Tipos de Derivativos

Desta forma, os derivativos são instrumentos financeiros cujo valor é estabelecido pelo valor de outro ativo, e são usados para limitar o risco de flutuações de preço que possam vir a ocorrer. De acordo com Lima e Lopes (2003), os contratos futuros, a termo (forward), opções de compra (call) e venda (put) e os contratos de swaps representam tipos de derivativos de primeira geração, os quais serão explicados abaixo. Existem também os derivativos de segunda geração, que representam operações mais complexas, resultantes da combinação dos derivativos de primeira geração, como straddle (compra de uma call e uma put pelo mesmo preço de exercício), strangle (igual ao straddle, mas com preço de exercício diferente), strap (compra de 2 call e 1 put), butterfly (compra de um call de exercício baixo, venda de 2 call de exercício médio e compra de 1 call de exercício baixo) e condor, box (que se usada como futuro de índice transforma uma aplicação de renda variável em renda fixa). Contudo, o presente trabalho abordará somente os derivativos de primeira geração.

Segundo Silva Neto (2006) os derivativos começaram a ser negociados em função da necessidade de empregar instrumentos de negociação a gestão de risco. Ao longo do tempo sofreram diversas alterações na forma de negociação, mudanças de sistema de informações e sem garantias para contratos negociados em mercados organizados e fiscalizados, dando origem às bolsas de mercadorias. O quadro abaixo indica os aspectos gerais a serem considerados em termos de derivativos:

Quadro 1- Tipos de Derivativos

Tipos de Derivativos	Aspectos
Contrato Futuro	Os contratos futuros estabeleceram padronizações em relação a preço, qualidade do produto, local e data da entrega, tamanho e volume negociado, o que aumenta a liquidez desses contratos.
Contrato a Termo	Surgiram como uma evolução dos contratos <i>to arrive</i> e tiveram como objetivo reduzir a incerteza sobre o preço futuro das mercadorias negociadas.
Opções	Apresentam uma diferença básica em relação aos contratos futuros, ou seja, o detentor da opção (titular da opção) tem o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender o ativo objeto, como ocorre nos contratos futuros
Swaps	As partes trocam um índice de rentabilidade por outro, com o intuito de fazer <i>hedge</i> , casar posições ativas com posições passivas, equalizar preços, arbitrar mercados e até alavancar posições

Fonte: Lima e Lopes, 2003; Lima e Lopes, 2003; Silva Neto, 2006; Bessada, Barbedo e Araújo, 2007;

Conforme se percebe, existem várias formas de proteção patrimonial e cada um cumpre uma função no âmbito da gestão dos negócios, as quais serão discutidas nos espaços a seguir.

2.4.2 *Derivativos para Proteção*

Os derivativos possibilitam que uma entidade assuma ou gerencie seus riscos. Segundo Oliveira (2003, p.24) “essas operações consistem, basicamente, em tomar uma posição no mercado futuro de uma determinada mercadoria ou ativo financeiro, oposta à posição assumida no mercado à vista, para minimizar o risco de uma perda financeira decorrente de uma alteração de preços-taxas adversa”. Segundo o autor, “o objetivo do hedge é transferir risco de preços para outro agente econômico com posição oposta ou para um especulador.

Bessada, Barbedo e Araújo (2007) relatam que fazer um hedge é como fazer um seguro, no sentido de dar mais tranquilidade a quem fez. O agente pode ou não ter ganhado, mas sob qualquer circunstância estará coberto ou travado. Este hedge pode ser ainda estático, caso em que, assumida a posição inicial, esta é mantida até o vencimento, ou dinâmico, caso a posição seja alterada ao longo do tempo conforme as circunstâncias do mercado.

De acordo com Silva e Neto (2003) o hedge é uma operação que visa a reduzir o risco de uma posição, reduzindo ou eliminando a possibilidade de perda de dinheiro por oscilações das taxas, índices ou preços, e através dessa proteção a empresa se livra de um risco inerente a sua atividade econômica. Robles (2003) destaca que como as empresas e o país não têm controle contra variáveis diversas, optam por fazer essas operações, que são como seguros, para se proteger.

2.4.3 *Derivativos para Arbitragem*

De acordo com Bessada (1998) o preço de um bem pode apresentar diferenças entre si, provisoriamente, quando circulam em mercados diferentes, isso ocorre pela diferença entre a oferta e demanda do bem, em um ou outro mercado, assim o negociador tem a possibilidade de auferir lucro comprando o bem no mercado onde o preço está mais barato e vendendo onde o preço está mais caro. Segundo Silva Neto (2006) essa operação de participar de mais de um mercado ao mesmo tempo apresenta pouco risco para o investidor.

Teixeira (1998, p.26) define arbitragem “como uma operação que busca tirar proveito da variação da diferença entre o preço de dois ativos ou mercados, ou das expectativas futuras de mudança nessa diferença”. Nesta mesma linha de

raciocínio Oliveira (2003) diz que as oportunidades de arbitragem não são frequentes e perduram por um espaço de tempo muito restrito, pois inúmeras instituições estão monitorando os mercados permanentemente, utilizando-se de programas de computador alimentados pelas cotações e taxas dos diversos segmentos do mercado, à procura dessas oportunidades.

2.4.4 *Derivativos para Especulação*

Oliveira (2003) relata a operação de especulação requer que um agente econômico defina sua posição futura, baseada na expectativa de comportamento do preço-taxa até determinada data futura, contrária a dos agentes que estão procurando se defender.

Segundo Silva Neto (2006), a participação do especulador no mercado é muito importante, porque contribui para a liquidez do mercado e forma expectativas dos preços dos bens. Lozardo (1998) compartilha a mesma opinião do autor, que o especulador assume o risco do hedger, e colabora com a liquidez do mercado.

2.5 *Agentes*

Segundo Amaral (2003) com a crescente volatilidade das taxas de juros e câmbio, muitas empresas sólidas se comprometem, ameaçando sua situação patrimonial. Assim, o mercado de derivativos surge a partir do momento em que os que buscam proteção no mercado (os hedgers), transferem o risco para aqueles que procuram assumir tais riscos (os especuladores). Assim, conforme propõe Martins et al. (2009, p. 478-479), “os agentes do mercado de derivativos podem ser divididos em 3 categorias: clientes, corretoras e câmaras de compensação.”.

2.5.1 *Clientes*

Segundo Oliveira (2003, p.21) “os clientes representam os adquirentes dos contratos de derivativos”. Podem, por sua vez, ser subdivididos em três principais grupos: hedgers, especuladores e arbitradores. Bessada, Barbedo e Araújo (2007, p.22) informam que os “Hedgers são agentes econômicos que desejam se proteger dos riscos das flutuações adversas nos preços de commodities, taxas de juros, moedas estrangeiras ou ações, buscando reduzir seu risco.”

Seguindo uma mesma linha de raciocínio, Lauro Neto (2006, p.28) afirma que “quando uma pessoa ou empresa se utiliza do mercado para se proteger de eventuais mudanças no preço de um produto, ou para negociar o bem, é chamado de Hedger”. Quando falamos de Especulador, Silva Neto (2006) informa que

este é definido como uma pessoa ou empresa cuja atividade principal não esta relacionada com o bem objeto do contrato derivativo e que assume posições no mercado para obter a exposição ao risco de oscilação de preços. Sem ele, o hedger não teria a quem repassar seu risco.

Segundo Bessada, Barbedo e Araújo (2007) os arbitradores formam o terceiro grupo importante de participantes dos mercados futuros e de opções. Operam simultaneamente em mais de um mercado para travar um lucro e terminam por alinhar novamente os preços que, momentaneamente, ficaram desalinhados. Assim, Silva Neto (2006) afirma que os arbitradores são responsáveis pelo estabelecimento de preços futuros e pela manutenção de uma relação entre preços futuros e à vista, sendo normalmente grandes bancos ou grandes empresas que possuem a facilidade de negociar o produto objeto do derivativo no mercado à vista.

2.5.2 Corretoras

Segundo Oliveira (2003), as corretoras atuam como intermediários entre hedgers e especuladores, recebendo como remuneração tarifas de intermediação, tanto de vendedor quanto do comprador do contrato. Podem participar direta e ativamente da bolsa de valores por meio da propriedade de títulos patrimoniais daquela entidade. Quando não possuem tais títulos atuam por meio de outras corretoras que as representam perante a bolsa.

2.5.3 Câmara de Compensação

Para Silva Neto (2006, p.31), "as câmaras de compensação, também conhecidas como "clearings", são geralmente associações, compostas por membros de compensação que capitalizaram a empresa, responsáveis pela compensação e liquidação das posições assumidas nas bolsas". Oliveira (2003) afirma que estas são entidades ligadas às bolsas de valores que respondem pelo controle e acompanhamento dos contratos, definindo critérios e valores para garantias das operações realizadas. Em função de exigirem margens de garantia para as operações, geralmente estas entidades assumem o risco de crédito das partes do contrato.

2.6 Derivativos e Riscos

Para Amaral (2003) os Derivativos são instrumentos particularmente eficazes para fazer hedge e especular, porem podem resultar em grandes perdas se utilizados de forma indevida, ou seja, os instrumentos financeiros oferecem às empresas a chance de reduzir seus riscos a outra entidade que esteja disposta a assumi-los ou mesmo gerenciá-los. Entretanto, Amaral (2003) garante que o

uso indiscriminado desses instrumentos, bem como o uso de outros instrumentos especulativos pode apresentar sérios riscos, já que os derivativos são instrumentos ao mesmo tempo poderosos e perigosos e o único meio de diminuir os riscos inerentes é conhecê-los a fundo e aprender a gerenciá-los.

Neste sentido, Silva Neto (2006, pag. 162) “afirma que as instituições estão sujeitas a diversos tipos de risco, que se englobam em quatro grupos: risco de mercado, de crédito, operacional e legal”, conforme estão destacados no quadro abaixo:

Quadro 2- Tipos de Derivativos

Tipos de Riscos	Aspectos
Risco de Mercado	O risco de mercado esta relacionado com o preço e valor de bens, serviços, índices, commodities, etc. negociado em bolsas de valores, futuros, opções e mercadorias, está diretamente ligado à forma pela qual o preço de um bem ou derivativo se comporta no dia-a-dia.
Risco de Crédito	O risco de crédito está relacionado a possíveis perdas quando um dos contratantes não honra seus compromissos.
Risco Operacional	O risco proveniente de falhas de sistema, erro humano, falha de gerenciamento, ou simplesmente falta de controle e transparência dos sistemas adotados.
Risco Legal	O risco legal está relacionado a possíveis perdas quando um contrato não pode ser legalmente amparado”. Este risco inclui os riscos provenientes de documentação insuficiente, falta de capacidade ou autoridade, incerteza legal.

Fonte: (Lemgruber, 2001; Amaral, 2003; Lauro Neto, 2006; Silva Neto, 2006)

Sendo assim, avalia-se como necessária a existência de mecanismos de mitigação de risco, visando a uma evidenciação maior do grau de alavancagem, que as empresas possam estar expostas em certos cenários ao se utilizarem de tais instrumentos derivativos.

2.7 Metodologia

Em vista do objetivo desta pesquisa entendeu-se que a abordagem qualitativa seria a mais adequada para a interpretação da realidade investigada. Os estudos que empregam uma metodologia qualitativa possibilitam, em maior nível de profundidade, a preocupação com o processo é muito maior do que com o produto; busca-se o “significado” que as pessoas dão às coisas e à sua vida são focos de atenção especial pelo pesquisador; a análise dos dados tende a seguir um processo indutivo (LÜDKE & ANDRÉ, 1996, p. 13), sendo estas as características da pesquisa qualitativa.

2.8 Método e Técnica de Coleta de Dados

A pesquisa delimitou-se à empresa Sadia S.A. Em 2008, esta companhia de capital aberto de grande porte do setor alimentício recentemente teve problemas com a utilização de instrumentos financeiros, a empresa apresentou, após 64 anos de existência, um prejuízo de R\$ 2,5 bilhões gerados pelo uso de contratos de derivativos indexados à taxa de câmbio futura, sendo que, desta perda houve o pagamento de R\$ 706 milhões e o restante, R\$ 1,8 bilhões, foi reconhecido nas demonstrações financeiras, com efeito, apenas contábil.

2.9 Análise Documental

Os dados foram coletados por meio da técnica de análise documental. Segundo Gil (1999, p.66) “a análise documental vale-se de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa”. Ainda de acordo com o autor, o desenvolvimento da pesquisa documental consiste, em primeiro passo, na exploração das fontes documentais.

Os documentos analisados foram as notas explicativas inseridas nas Demonstrações Financeiras de 31 de dezembro de 2008 da empresa Sadia S.A. Como instrumento de coleta de dados foi utilizado o modelo dos anexos I e II da Deliberação CVM no. 550, de 17 de outubro de 2008.

2.10 Método e Técnica de Análise dos Dados

Os dados foram analisados através da técnica de Análise de Conteúdo. Esta é considerada uma técnica para o tratamento de dados que visa identificar o que está sendo dito a respeito de determinado tema. Bardin (1977, p. 89) define como “um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens”.

A Análise de Conteúdo, segundo Bardin (2004, p.89) está organizada em três momentos que ocorrem na ordem cronológica e são eles: 1) a pré-análise, que consiste na escolha do tema e a organização propriamente dita, que possui três objetivos: a escolha dos documentos para análise, a formulação das hipóteses e a elaboração de materiais que dão sustentação à interpretação final, que não necessariamente ocorrem na ordem cronológica, visto que dependerá basicamente dos objetivos a serem alcançados e dos materiais disponibilizados para análise;

2) a análise do material, que consiste na administração sistemática das decisões tomadas na pré-fase e a constituição do corpus propriamente dito do trabalho; 3) o tratamento dos resultados obtidos e interpretação, em que o pesquisador embasado nos resultados obtidos procura dar-lhe tratamento para serem significativos e válidos.

Os dados apresentados nas Notas Explicativas da Sadia S.A. foram analisados através da técnica de Análise de Conteúdo e seguiram os seguintes passos: 1) levantamento dos dados disponibilizados pela Sadia S.A. no que diz respeito aos instrumentos financeiros utilizados no exercício de 2008 (logo após a norma exarada pela CVM); 2) exame do material selecionado em busca dos itens divulgados acerca do tema, o qual teve como instrumento condutor as Notas Explicativas do balanço patrimonial e como elemento acessório, o preenchimento dos anexos I e II da Deliberação CVM nº. 550, de 17 de outubro de 2008. Ambos, em conjunto, vieram a facilitar a interpretação do corpus da pesquisa; e, 3) interpretação dos dados relativos aos materiais selecionados e da análise qualitativa declarando o método que avalia seus riscos segundo a norma exarada pela CVM.

3 Resultados e Discussões dos Dados

Os dados foram organizados segundo o instrumento de coleta e serão apresentados em conformidade aos itens que constam na normativa e que devem ser considerados quando das notas explicativas referentes aos derivativos.

A Companhia registrou em 2008 o primeiro prejuízo anual, reflexo de perdas financeiras com instrumentos derivativos e dos impactos trazidos pela desvalorização do real. A Companhia, através de fato relevante publicado em 26 de setembro de 2008, informou imediatamente ao mercado as perdas com operações de derivativos, confirmando sua transparência no ITR de 30 de setembro de 2008, registrado na CVM.

As consequências do endividamento gerado por essas operações com derivativos alavancados aumentaram a percepção de risco da Sadia de uma forma que foram criadas as condições para sua aquisição ou fusão com a Perdigão Alimentos S.A.

A Sadia se utilizou dos instrumentos financeiros visando mitigar fatores de riscos relacionados ao Brasil, para se proteger de uma eventual ocorrência de instabilidade das condições políticas ou econômicas do País, que possam afetar de forma negativa a demanda dos produtos daquela Companhia. Adiciona-se a essa preocupação, o peso que as variações da taxa de câmbio entre a moeda brasileira e a norte-americana pode determinar no resultado do desempenho financeiro geral da Empresa, visto que pode alterar sobremaneira o custo do serviço da dívida estrangeira.

Para que essas informações possam ser avaliadas e interpretadas adequadamente pelos usuários das demonstrações financeiras, principalmente com relação ao perfil de risco inerente às operações com derivativos e, também, em função da recente crise dos derivativos que acarretou perdas consideráveis, a CVM publicou a Deliberação nº. 550, de 17 de Outubro de 2008 que trouxe em complemento à obrigatoriedade de discriminar todos os instrumentos financeiros possuídos.

Sendo assim, foram analisadas as demonstrações econômicas e financeiras de 31 de Dezembro de 2008 da empresa com o objetivo de verificar se a companhia atendeu às exigências mínimas solicitadas no Artº. 3 e o quadro de sensibilidade do Artº. 4 da Deliberação CVM nº. 550/2008. Seguem abaixo as respostas encontradas:

Quadro 3– Resultado da análise do conteúdo das informações constantes nas notas explicativas das demonstrações econômicas e financeiras de 31 de Dezembro de 2008 da empresa analisada

Itens da Deliberação CVM nº. 550		Observações quanto ao atendimento
1	Nota explicativa específica	Exigência atendida pela empresa analisada
2	Políticas e objetivos de utilização de instrumentos financeiros derivativos	A companhia divulgou sua política de utilização de instrumentos financeiros derivativos objetivamente, pois apresenta informações detalhadas dos seus controles sobre os riscos das operações com derivativos.
3	Objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (<i>hedge</i>) adotadas pela empresa estudada	Os dados indicam a implementação de diretrizes e parâmetros para a utilização de instrumentos. Verifica-se o atendimento à norma pela qualidade e quantidade de informações apresentadas em relação ao período analisado. Isso se deve ao fato de que, a deliberação CVM nº 550 em seu artigo 3º define que a apresentação de informações sobre a política de utilização de instrumentos financeiros derivativos e sobre os objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (<i>hedge</i>) são obrigatórias.
4	Riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos e parâmetros utilizados pela empresa estudada para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos	A empresa atende plenamente a este requisito. Verifica-se que os instrumentos financeiros são classificados conforme as intenções e apresentam a composição de cada categoria. Verifica-se que são apresentadas as informações dos riscos associados a cada estratégia de atuação, controles internos e os resultados com o uso dos derivativos financeiros.
5	Valor justo de todos os instrumentos financeiros derivativos contratados e os critérios de determinação, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração desse valor justo	O grau de atendimento às diretrizes e parâmetros das normas divulgadas pela CVM a este tópico foi relativamente alto. Fica claro os critérios de determinação, métodos e premissas significativas aplicados no cálculo do valor justo dos instrumentos financeiros, apresentados de forma tabular. Os instrumentos de derivativos com vencimentos futuros foram reconhecidos contabilmente ao valor justo.
6	Valores registrados em contas de ativo e passivo, se for o caso, segregados por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, separando inclusive aqueles com o objetivo de proteção patrimonial (<i>hedge</i>) daqueles com outros propósitos	Trata-se de um desdobramento do tópico anterior. A companhia atende às exigências da norma apresentando detalhamentos sobre o presente item. Entretanto entende-se que poderia ter sido mais clara a apresentação dos valores com o objetivo de proteção patrimonial – “ <i>hedge</i> ”, daqueles com outros propósitos, atendendo melhor o disposto no art. 3º da instrução CVM nº 550.
7	Valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, mercado de negociação ou de registro dos instrumentos e faixas de vencimentos, destacados os valores de referência (nocional), justo e em risco da carteira	Os dados evidenciam que a companhia atende às exigências da norma quando apresenta e identifica contrapartes nas transações com instrumentos financeiros bem como o valor em risco da carteira.
8	Ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos, identificando aqueles registrados em cada conta do resultado e, se for o caso, no patrimônio líquido	As análises indicam que a companhia esta atendendo de modo parcial a este item as exigências da norma. A companhia reconheceu perda com o uso de instrumentos financeiros derivativos, entretanto, não apresenta de forma tabular os ganhos e perdas no período, agrupados por categorias de riscos assumidos, com segregação do que foi reconhecido em resultado e do que foi no PL, conforme dita a norma. .
9	Valores e efeito no resultado do período e no patrimônio líquido, se for o caso, de operações que deixaram de ser qualificadas para a contabilidade de operações de proteção patrimonial (<i>hedge</i>)	A análise do conteúdo indica que a companhia atende a este item da norma apresentando os valores e efeitos da utilização dos derivativos financeiros no resultado do exercício e no patrimônio da empresa analisada. As informações mostram os impactos do uso dos derivativos no resultado do exercício e no patrimônio líquido.

Fonte: Dados da Pesquisa

No que se referem às estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (hedge) adotadas, a empresa estudada leva em consideração também um cenário de estresse que mensura uma perda provável em mercado adverso, vindo de encontro com o que diz OLIVEIRA e CARMONA (2007, p.3) quando indica que são utilizados procedimentos de VaR para capturar o risco em determinadas situações e que o cálculo do Value-at-Risk (VaR) é determinado com base em uma distribuição de probabilidade dos retornos esperados de uma carteira.

Estes dados demonstram que a companhia analisada esta de acordo com as normas vigentes, uma vez que suas notas explicativas estão de acordo com as diretrizes e parâmetros da deliberação divulgada pela CVM nº. 550/2008.

4 Conclusões

O presente estudo teve como objetivo verificar se a Sadia S.A., uma empresa listada na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), cumpre em suas notas explicativas aos requisitos da Deliberação CVM nº. 550/2008 e, adicionalmente, avaliar se tais informações são adequadas e suficientes para a compreensão dos riscos de perdas que estão associados às operações com derivativos.

Avalia-se que as demonstrações financeiras da Sadia na data-base de 31 de Dezembro de 2008, após análise detalhada das notas explicativas da Companhia, especificamente da nota 23, que dispõe sobre os derivativos financeiros, atendem as disposições do órgão regulador das entidades de capital aberto

Assim, identificou-se evidências de que as informações solicitadas pela CVM, conseqüentemente, contidas nas notas explicativas das companhias de capital aberto, não são suficientes para que os stakeholders compreendam o risco das empresas quando da utilização indevida ou incorreta dos derivativos financeiros.

A leitura dos relatórios apresentados pela Companhia esta em conformidade com as novas orientações da CVM, porém, ainda sem detectar todos os riscos inerentes às operações com derivativos. Acredita-se que haverá uma evolução para regras mais claras de utilização, com limites de alçada previamente estabelecidos entre a estrutura das companhias e, principalmente, quanto à divulgação adequada, dando clareza ao grau de exposição ao risco da entidade.

Assim, as inovações trazidas pelo novo Formulário de Referência, que substituirá a forma de divulgação dos Informativos Anuais (IANs) na nova Instrução 202 da CVM, trazem em sua seção 5 do Anexo 27 a obrigatoriedade da divulgação dos riscos de mercado, a qual o emissor está exposto e a sua política de gerenciamento de risco para utilização dos instrumentos financeiros.

Nesse contexto abre-se um caminho para o aprimoramento da instrução

e para novos estudos sobre o tema. Sugere-se que novas pesquisas sejam feitas com o objetivo de verificar qual é o nível de percepção dos gestores das empresas que adotam esta política financeira sobre os riscos de perdas que estão associadas às operações com derivativos, tal qual, sugere-se ainda que posteriores trabalhos sejam elaborados, no intuito de aplicar o mesmo arcabouço metodológico utilizado neste estudo, em setores específicos da economia, bem como realizar por intermédio deste, a comparação do nível de evidenciação entre empresas que utilizam os instrumentos financeiros derivativos em larga escala, a fim de que considerada a evolução temporal, possa ser observado se houve melhorias na qualidade das notas explicativas

Referencias

ALTMAN, E. *et al.* Zeta Analysis, **Journal of Banking and Finance**, p. 29-54, Jun., 1977.

ALTMAN, E. Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy, **Journal of Finance**, p. 589-609, Sept., 1968.

AMAT, O. **Análisis Económico Financiero**, 18. ed., Madrid: Gestión 2000, 2002.

BEAVER, W. H. Financial Ratios as Predictors of Failure, in Empirical Research in Accounting Selected Studies, in supplement to the **Journal of Accounting Research**, v. 4, p. 71-111, Jan., 1966.

BERNSTEIN, L. **Análisis de Estados Financieros**, Barcelona: Irwin, 1993.

BLUM, M. Failing Company Discriminant Analysis, **Journal of Accounting Research**, p. 1-25, spring, 1974.

CAÑIBANO, L. **Contabilidad: Análisis Contable de la Realidad Económica**. Madrid: Pirámide, 1989.

CHEN, K., SHIMERDA, T. An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios, **Financial Management**, v. 10, n. 1, p. 51-60, spring, 1981.

DEAKIN, D. A Discriminant Analysis as Predictor of Business Failure, **Journal of Accounting Research**, p. 167-179, spring, 1972.

DUN AND BRADSTREET. **Libro de Normas y Ratios Financieros**, Madrid: Dun & Bradstreet, 2000.

EDMISTER, R. O. An Empirical Test of Financial Ratios Analysis for Small

Business Failure Prediction, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, p. 1477-1493, Mar., 1972.

ELAM, R. The Effect of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios. **The Accounting Review**, p. 25-43, Jan., 1975.

FERRANDO, M., BLANCO, F. La Previsión del Fracaso Empresarial en la Comunidad Valenciana: Aplicación de los Modelos Discriminante y Logit, **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, v. XXVII, n. 95, p. 499-540, abr.-jun., 1998.

GABÁS, F. Predicción de la Insolvencia Empresarial, en CALVO-FLORES, A., GARCÍA, D. (Coord.). **Predicción de la Insolvencia Empresarial**. Madrid: AECA, p. 11-31, 1997.

GALLEGO, A. M. *et al.* Modelos de Predicción de Quiebras en Empresas No Financieras, **Actualidad Financiera**, n. 5, p. 3-14, mayo, 1997.

GANDÍA, J. L. *et al.* **Estudio Empírico de la Solvencia Empresarial en la Economía Valenciana**, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, WP-EC-95-05, 1995.

GARCÍA, D. (Coord.). **El Riesgo Financiero de la Pequeña y Mediana Empresa en Europa**, Madrid: Pirámide, 1997.

GARCIA, D. *et al.* El Riesgo de Insolvencia en la Industria Manufacturera, **Boletín de AECA**, n. 45, p. 31-34, nov. 97-feb. 98, 1998.

GENTRY, J. *et al.* Classifying Bankrupt Firms with Funds Flow Components, **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 146-160, spring, 1985.

HENRÍQUEZ, N. **Fracaso Empresarial: Líneas Actuales de Investigación**, Barcelona: Tesis Doctoral: Dpto. de Contab., Universidad de Barcelona, 2000.

LAFFARGA, J., PINA, V. La Utilidad del Análisis Multivariante para Evaluar la Gestión Continuada de las Empresas, **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, v. XXIV, n. 84, p. 727-748, abr.-jun., 1995.

LEV, B. **Análisis de los Estados Financieros: Un Nuevo Enfoque**. Madrid: ESIC, 1978.

LEV, B. Decomposition Measures for Financial Analysis, **Financial Management**, p. 56-63, spring, 1973.

LIZARRAGA, F. Información Contable y Fracaso Empresarial: Una Contrastación de los Resultados de Beaver con Datos del Registro Mercantil, **VIII Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA)**, Internacionalización de la Empresa: Un Desafío para el 2000. Madrid: AECA, t. I, p. 601-618, 1995.

LIZARRAGA, F. Utilidad de la Información Contable en el Proceso de Fracaso: Análisis del Sector Industrial de la Mediana Empresa Española, **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, n. 92, p. 873-915, 1997.

MARTÍN, J. L. Modelos de Pronóstico de la Insolvencia Empresarial, en CALVO-FLORES, A., GARCÍA, D. (Coord.). **Predicción de la insolvencia empresarial**. Madrid: AECA, p. 33-49, 1997.

MOYER, R. C. Forecasting Financial Failure: A Reexamination, **Financial Management**, p. 11-17, spring, 1977.

ONTIVEROS, E., VALERO, F. Crisis Económica y Crisis Empresarial, en Crisis Económica y Derecho Concursal. Madrid: **Consejo General de Colegios de Economistas de España**, p. 13-32, 1987.

ONUSIC, L. M., CASA NOVA, S. P. C. A Utilização Conjunta das Técnicas Análise por Envoltória de Dados e Regressão Logística no Estudo de Insolvência de Empresas: um estudo exploratório. In: ENANPAD, XXX, 2006. Salvador. **Anais...** Salvador-BA: ANPAD, 2006. CD-ROM.

PINCHES, G. E., *et al.* The Stability of Financial Patterns in Industrial Organizations, **Journal of Finance**, v. 28, n. 2, p. 389-396, May, 1973.

RIVERO, J., RIVERO, M. J. **Análisis de Estados Financieros**, Madrid: Trivium, 1997.

SOMOZA, A. Los **Modelos Contable-Financieros de Predicción de la Insolvencia Empresarial. Una Aportación y su Aplicación a una Muestra de Empresas de los Sectores Textil y Confección de la Provincia de Barcelona (1994-1997)**. v. I y II. Barcelona, Tesis Doctoral: Dpto. de Contab., Fac. Cs. Econ. y Emp., Universidad de Barcelona, 2000.

TAFFLER, R, TISSHAW, H. Going, Going, Gone-Four, **Accountancy**, n. 1003, p. 50-54, Mar., 1977.

TAFFLER, R. Forecasting Company Failure in the UK Using Discriminant Analysis and Finance Ratio Data, **Journal of the Royal Statistical Society**, s.

A3, n. 145, pte. 3, p. 342-358, 1982.

URÍAS, J. **Análisis de Estados Financieros**, 2. ed., Madrid: McGraw-Hill, 1999.

WILCOX, J. W. A Prediction of Business Failure Using Accounting Data, Empirical Research in Accounting Selected Studies, in Supplement of the **Journal of Accounting Research**, p. 163-179, 1973.