

UNIVERSIDADE DO PORTO
INSTITUTO SUPERIOR DE ESTUDOS EMPRESARIAIS

**VALORIMETRIA E RELEVAÇÃO CONTABILÍSTICAS
DE FUTUROS, OPÇÕES E “SWAPS”
TRANSACCIONADOS OU REGISTADOS
EM MERCADOS ORGANIZADOS**

Dissertação para a obtenção do grau de
Mestre em Gestão de Empresas

José Manuel Lourenço Ferreira

Porto
Junho de 1996

Aos meus Pais

SÍNTESE

O presente trabalho tem por objectivo analisar, numa perspectiva de regulação, o tratamento contabilístico dos produtos derivados transaccionados e/ou registados em mercados organizados e eficientes (líquidos, profundos e com processos transparentes de formação de preços), de forma genérica, por forma a permitir a adaptação das soluções encontradas aos diversos tipos de agentes intervenientes em tais mercados.

Tal análise centra-se sobre as questões relacionadas com a valorimetria e a relevação de tais produtos, sendo a influência dos princípios contabilísticos geralmente aceites sobre o processo de tratamento contabilístico abordada de forma acessória, assim como os aspectos mais ligados à divulgação de informação.

O estudo conclui pela necessidade de valorização das posições detidas nos instrumentos financeiros acima referidos de acordo com o respectivo valor de mercado, salvo nas operações de cobertura de risco, em que o tratamento das posições de cobertura deve ser idêntico ao preconizado para as posições cobertas.

O presente trabalho apresenta ainda um conjunto de outras conclusões sobre relevação contabilística dos produtos em análise e, acessoriamente, chama a atenção para a necessidade de se proceder, de forma gradualmente mais detalhada, a uma divulgação de informação adicional sobre as operações e posições detidas nos mercados respectivos.

AGRADECIMENTOS

Ao longo do presente trabalho, muitas foram as pessoas que, de uma ou outra forma me providenciaram o seu apoio e me deram ânimo para o completar. Sendo provável que, injustamente, me esqueça de algumas delas, não queria, no entanto, deixar de efectuar alguns agradecimentos que se impõem.

Desde logo, ao meu orientador, Prof. Manuel Oliveira Marques, pelo entusiasmo com que acolheu este projecto e pelo empenho que colocou na análise desta dissertação.

Uma palavra muito especial se deve também ao João Paulo Peixoto, por me ter “passado o vício” dos derivados e pelo encorajamento que sempre me deu.

Também muito importante foi o facto de eu trabalhar na Bolsa de Derivados do Porto, num momento tão especial como é o do lançamento do mercado organizado de dervados em Portugal. Devo agradecer, desde logo, ao Administrador-Delegado, Dr. Alves Monteiro, pelo apoio dado.

Uma referência particular é igualmente devida à Ana Paula Carreira, ao Diamantino Leite, à Lurdes Pinho, ao Miguel Cunha, à Patrícia Teixeira Lopes e ao Paulo Sena Esteves, cujo contributo foi particularmente importante para a elaboração deste trabalho.

Também os meus colegas na docência da disciplina de Contabilidade Geral do curso de Economia da Faculdade de Economia do Porto, Drs. José Rodrigues de Jesus, M. Costa Pinho, Maria José Fonseca e, uma vez mais, Patrícia Teixeira Lopes, merecem uma palavra pela forma como tentaram facilitar a minha vida ao longo deste último ano lectivo.

Agradeço ainda a todos os familiares e amigos que sempre me apoiaram, de que destacaria os meus Pais, a Ana Maria, a minha avó, a Gi e o Luís, a Manel, o primo Rui, a Catarina e o Zé Maria.

Finalmente, não desejo terminar sem evocar alguém que, pelo exemplo pessoal e profissional, pela amizade e preocupação que sabia transmitir nos mais pequenos gestos, e pela dedicação que teve pelos alunos do ISEE-UP, não pode deixar de ser relembrado. Para o Professor José Valente, um muito sentido “Até sempre!”.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	9
I. A IMPORTÂNCIA DOS SISTEMAS DE INFORMAÇÃO PARA UM ADEQUADO CONTROLO DO RISCO DOS DERIVADOS	16
1. Introdução: o enquadramento internacional e a crescente utilização dos derivados	16
2. Alguns exemplos de má utilização dos derivados	21
3. A reacção aos problemas: os esforços de regulação da utilização de derivados	25
4. Os esforços de normalização contabilística	29
II. PRODUTOS DERIVADOS: CONCEITOS BÁSICOS E NEGOCIAÇÃO EM MERCADOS ORGANIZADOS	34
1. Conceitos básicos	35
2. Métodos de avaliação de contratos derivados	46
3. Mercados organizados <i>versus</i> OTC	50
4. Agentes do mercado: funções e finalidades da sua actuação	52
5 - Mercados organizados: estrutura e forma de funcionamento	59
III. QUESTÕES DE CARÁCTER GERAL -ANÁLISE E RECOMENDAÇÕES	74
1. Critério de valorimetria a utilizar	75
2. “Offsetting” de posições	87
3. Operações de cobertura <i>versus</i> operações de especulação	89
4. Transacções futuras previstas	105
5. Operações de arbitragem	107
6. Tratamento diferenciado a dar aos diversos intervenientes no mercado	110
7. Tratamento das garantias permanentes constituídas pelos membros compensadores	111
8. Tratamento contabilístico das comissões pela realização de operações	112
9. Resumo	114

IV. TRATAMENTO CONTABILÍSTICO DOS CONTRATOS DE FUTUROS 116

1. Apresentação do valor do envolvimento no mercado	116
2. Contabilização de ganhos e perdas	119
3. Tratamento das margens e da sua remuneração	123
4. Contabilização no vencimento	126
5. Divulgação dos riscos incorridos	128
6. Exemplos de contabilização	130
7. Resumo	142

V. TRATAMENTO CONTABILÍSTICO DOS CONTRATOS DE OPÇÕES 144

1. Tratamento dos prémios das opções	144
2. Tratamento diferenciado do valor intrínseco e do valor temporal	147
3. Operações de cobertura <i>versus</i> operações de especulação	149
4. Tratamento das margens e sua remuneração	153
5. Contabilização no exercício das opções	154
6. Apresentação do valor do envolvimento no mercado	157
7. Divulgação dos riscos incorridos	158
8. Exemplos de contabilização	158
9. Resumo	168

VI. TRATAMENTO CONTABILÍSTICO DOS CONTRATOS DE “SWAP” 171

1. Determinação do valor dos “swaps”	174
2. Relevação dos fluxos financeiros	177
3. Operações de cobertura <i>versus</i> operações de especulação	180

4. Término antecipado/Extensão dos “swaps”	184
5. Tratamento das comissões	186
6. Apresentação do valor do envolvimento no mercado	187
7. Divulgação dos riscos incorridos	187
8. Exemplo de contabilização	189
9. Resumo	203
CONCLUSÃO	205
BIBLIOGRAFIA	216

INTRODUÇÃO

Os instrumentos financeiros derivados têm vindo a adquirir uma importância crescente para a comunidade financeira, em particular, e para a comunidade empresarial, em geral. Tal facto é comprovado pelos elevados volumes de transacções realizados actualmente, bem como pelas acentuadas taxas de crescimento que continuam a verificar-se nos mercados destes produtos.

No entanto, o relevo atribuído aos derivados não tem tido correspondência adequada na criação de sistemas de informação que permitam o acompanhamento rigoroso dos riscos inerentes a este tipo de produtos, devendo-se tal facto, em grande medida, ao dinamismo do mercado, que tem provocado um elevado grau de inovação e constante diversificação dos instrumentos utilizados.

Se é certo que os principais intervenientes nestes mercados se têm vindo a preocupar cada vez mais com a criação de sistemas de informação internos que lhes permitam um melhor acompanhamento dos riscos e retornos proporcionados pelos derivados, não é menos verdade que se sentem grandes lacunas na informação transmitida para o exterior, e, nomeadamente, para os agentes mais directamente interessados nessa informação (accionistas, credores e Estado).

Verifica-se, assim, a necessidade de um profundo trabalho na área contabilística, que contribua para a criação de padrões de tratamento das operações com aqueles produtos. Tal trabalho tem vindo a ser desenvolvido, de forma gradual, em vários países, com destaque para os EUA, o Reino Unido e a França.

Em Portugal, não se verificou, até à data, a existência de trabalho sistemático nesta área, com excepção da previsão de tratamento contabilístico destas operações no Plano

de Contas do Sistema Bancário¹, estando presentemente prestes a ser aprovado um projecto de norma contabilística, destinado a ser integrado no citado Plano, que pretende esclarecer qual o tipo de tratamento contabilístico a ser seguido para os futuros e opções. A Comissão de Normalização Contabilística tem vindo, igualmente, a estudar tais produtos, sendo de prever, a muito curto prazo, a publicação de uma directriz contabilística sobre futuros, sendo as opções tratadas numa fase posterior.

Estando previsto para breve o arranque do mercado organizado de derivados português, verifica-se a urgência de efectuar um estudo sobre o tratamento contabilístico desses instrumentos.

Pretende-se, pois, com esta dissertação efectuar uma primeira análise do tratamento contabilístico a dar aos produtos derivados, que possa servir, de alguma forma, como instrumento de trabalho aos agentes² intervenientes no futuro mercado português de derivados.

Ainda assim, e dada a complexidade de que se reveste o tratamento contabilístico dos derivados, não iremos proceder a uma análise completa de todas as implicações do uso de tais produtos, mas sim, e apenas, da valorimetria e relevação contabilísticas dos mesmos.

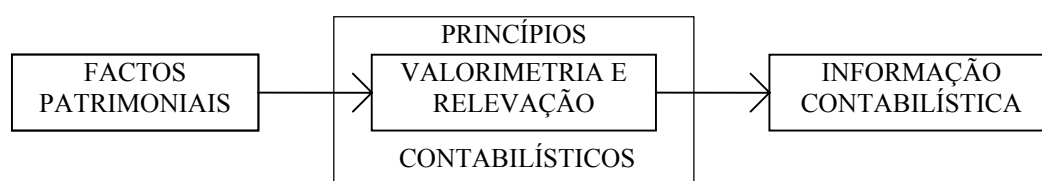
¹ Tal previsão consubstancia-se, essencialmente, na existência de um elenco de contas destinado a relevar as operações com futuros, opções e “swaps”, o qual não é acompanhado de qualquer articulado que explique a sua forma de utilização. Tal pode dar origem a tratamentos díspares e é a razão pela qual, ao longo deste trabalho, não nos referiremos frequentemente ao citado Plano. Aliás, é precisamente para ultrapassar este tipo de dificuldades que o Banco de Portugal tem em preparação o projecto de norma referido de seguida.

² Por “agentes” entendemos não apenas os intermediários financeiros autorizados a operar no mercado, por conta própria ou de terceiros, mas também os próprios utilizadores finais dos derivados, quando sejam outras entidades que não os citados intermediários. Para uma explicação mais aprofundada das várias categorias de agentes intervenientes no mercado, cf. o capítulo II do presente trabalho.

Com efeito, a Contabilidade debruça-se sobre um conjunto amplo de temas, que poderíamos agrupar, de forma muito agregada, em três grandes itens:

- a análise dos princípios que enformam toda a teoria e prática contabilísticas;
- a regulação e normalização contabilísticas, nas quais se incluem as questões de valorimetria e relevação;
- a produção e divulgação de informação.

Dito de outra forma, a Contabilidade utiliza um conjunto de “inputs” (os factos patrimoniais e os dados a eles referentes) e procede ao seu tratamento (valorimetria e relevação, sempre enformadas pelos princípios contabilísticos vigentes), por forma a obter um resultado final, que é a produção e divulgação de informação considerada relevante para os agentes económicos, conforme ressalta da figura seguinte.



O presente trabalho deter-se-á, em particular, na análise do citado processo de tratamento, focando-se nas questões de regulação das valorimetria e relevação contabilísticas dos derivados.

No entanto, e como vimos, não será possível deixar de efectuar algumas referências a princípios contabilísticos, dada a influência que estes têm sobre as soluções desenvolvidas. De igual forma, serão também abordadas algumas questões ligadas à divulgação de informação, quer porque são o produto natural do processo de valorimetria e relevação, quer porque a complexidade específica dos derivados assim o exige.

De qualquer forma, tais aproximações às questões relacionadas com os princípios contabilísticos e a divulgação de informação serão sempre acessórias do fulcro do trabalho, que, como já referimos, está relacionado com a valorimetria e a relevação dos derivados.

Procurar-se-ão analisar as questões principais que afectam o tratamento contabilístico dos derivados, de forma genérica, não se confinando as conclusões que se retirarem da presente análise a uma particular categoria de agentes, antes se procurando que tais conclusões possam, com algumas adaptações, ser aplicáveis a instituições de crédito e a empresas não financeiras, a sociedades de corretagem e a empresas seguradoras, ou a quaisquer outros intervenientes do mercado.

Como tal, a análise a efectuar não será demasiado extensiva, sob pena de o trabalho perder clareza, procurando-se antes enunciar os princípios gerais que devem guiar as valorimetria e relevação contabilísticas daqueles instrumentos.

No entanto, tal facto não invalida, antes pelo contrário, a necessidade de um tratamento mais prático de algumas operações, pelo que se dará uma especial atenção às verificadas em mercados organizados de futuros e opções, e aos “swaps”, procurando, de alguma forma, conferir aplicação prática aos princípios genéricos atrás enunciados.

A maior complexidade dos instrumentos negociados em mercado de balcão (OTC - “over-the-counter”) tem implicações, ao nível dos conceitos e princípios contabilísticos, que não podem ser ignoradas, o que impede que os tratemos em profundidade num trabalho com as características da presente dissertação, pois tal implicaria um alongamento significativo do trabalho, que não parece desejável, sob pena de se perder clareza de exposição.

Aliás, tal análise encontra-se ligada, de forma inequívoca, com uma outra que também afecta o estudo dos derivados transaccionados em mercados organizados, qual seja, a do tratamento dos activos subjacentes e, em particular, da respectiva valorimetria. No

entanto, pelas suas implicações, nomeadamente ao nível dos princípios contabilísticos, não abordaremos tal tema na presente dissertação.

No que se refere aos produtos não padronizados, foi aberta uma excepção para as operações de “swap”, que ainda não são transaccionadas em mercado organizado, mas para as quais existe a perspectiva da criação, dentro em breve, dos primeiros sistemas centralizados de registo, na MEFF-RF - “Mercado Español de Futuros Financieros - Renta Fija” -, em Barcelona, e na CME - “Chicago Mercantile Exchange” -, nos EUA, existindo já há algum tempo outras experiências, menos conhecidas, no Brasil - BM&F - e na Suécia - OM).

No entanto, tal não impedirá que, pontualmente, abordemos alguns aspectos específicos dos instrumentos OTC (para além da já referida análise dos “swaps”), que possam revelar-se de maior interesse para a compreensão global dos temas abordados.

Em resumo, o presente trabalho pretende analisar, numa perspectiva de regulação, o tratamento contabilístico dos produtos derivados transaccionados e/ou registados em mercados organizados e eficientes (líquidos, profundos e com processos transparentes de formação de preços), de forma genérica, por forma a permitir a adaptação das soluções encontradas aos diversos tipos de agentes intervenientes em tais mercados.

Tal análise centrar-se-á sobre as questões relacionadas com a valorimetria e a relevação de tais produtos, sendo a influência dos princípios contabilísticos geralmente aceites sobre o processo de tratamento contabilístico abordada de forma acessória, assim como os aspectos mais ligados à divulgação de informação.

Por forma a atingir os objectivos acima mencionados, procurar-se-á efectuar uma análise dos mecanismos de funcionamento e da lógica económica subjacentes à utilização de produtos derivados, enquadrando-a pelo estudo das soluções normativas encontradas a nível internacional (em particular pelo IASC - “International Accounting

Standards Committee” - e pelos organismos de normalização contabilística dos países em que este estudo se encontra mais desenvolvido).

Assim, a estrutura prevista para o trabalho tem a seguinte sequência:

- num primeiro capítulo, procurar-se-á chamar a atenção para a importância de uma correcta informação sobre as operações com derivados, por forma a evitar ou reduzir um conjunto de riscos que aquelas podem acarretar, quando não são adequadamente controladas e acompanhadas. Para tal, serão referidos alguns casos, de divulgação generalizada, que demonstram os perigos de tal insuficiência de informação, bem como um conjunto de estudos, de âmbito não estritamente contabilístico, mas com reflexos a nível da contabilização dos derivados, a que tais casos deram origem;
- seguidamente, efectuar-se-á uma abordagem rápida aos conceitos e aplicações dos instrumentos a analisar, e, em particular, à forma de funcionamento dos mercados de derivados, a qual explica muitas das peculiaridades do tratamento contabilístico sugeridas. Esta incursão tem também como objectivo garantir a homogeneização de conceitos e terminologia, por forma a que se propicie um melhor entendimento do trabalho;
- nos capítulos seguintes, far-se-ão as sugestões consideradas mais adequadas para a valorimetria e relevação contabilísticas dos derivados, à luz dos ensinamentos colhidos nas experiências já existentes. O capítulo III será dedicado a questões de ordem mais geral, comuns às três famílias de produtos derivados que analisaremos neste trabalho, seguindo-se-lhe três capítulos (IV a VI), dedicados mais detalhadamente a cada um dos tipos de instrumentos analisados. Esta parte, que constitui o núcleo da tese, inclui ainda, nos já referidos capítulos IV a VI, exemplos de tratamento contabilístico de operações realizadas com os vários tipos de produtos derivados analisados, por forma a permitir uma mais fácil compreensão das soluções preconizadas e, em particular, da sua tradução na prática contabilística;

- a terminar, apresentar-se-á um capítulo destinado a sumariar algumas das conclusões mais relevantes do presente trabalho.

Esperamos, assim, que esta dissertação seja de alguma utilidade para quem tenha de se dedicar a estes assuntos, permitindo efectuar uma ligação entre a teoria e a prática do tratamento contabilístico dos produtos derivados, de forma flexível e adaptável aos vários tipos de agentes intervenientes nestes mercados.

CAPÍTULO I

A IMPORTÂNCIA DOS SISTEMAS DE INFORMAÇÃO PARA UM ADEQUADO CONTROLO DO RISCO DOS DERIVADOS

1. Introdução: o enquadramento internacional e a crescente utilização dos derivados

Conforme ressalta da referência efectuada na introdução ao presente trabalho, torna-se importante compreender, antes de mais, as razões que fazem com que toda a problemática do tratamento contabilístico dos derivados esteja dotada actualmente de grande relevância.

Desde logo, se pretendemos analisar um qualquer fenómeno económico do ponto de vista do estudo dos seus efeitos sobre a situação económico-financeira das empresas, e se pretendemos que essa análise seja sistemática e integrada com a dos restantes factos que afectam a vida das instituições, será conveniente utilizar um referencial que permita atingir tal desiderato.

Na definição do Prof. Gonçalves da Silva, teremos “a Contabilidade em *strictu sensu*, ou seja escrituração, que é a técnica de registo e de representação de todas as transformações sofridas pelo património de qualquer entidade económica durante o exercício da sua actividade, de modo a saber em qualquer momento a sua composição e o seu valor” e “a Contabilidade *latu sensu* que é a ciência dos processos descritivo-quantitativos utilizados na análise, registo, interpretação e controlo dos factos de gestão. Visa «quantificar» tudo o que ocorre numa unidade económica fornecendo, simultaneamente, dados para a tomada de decisões”³.

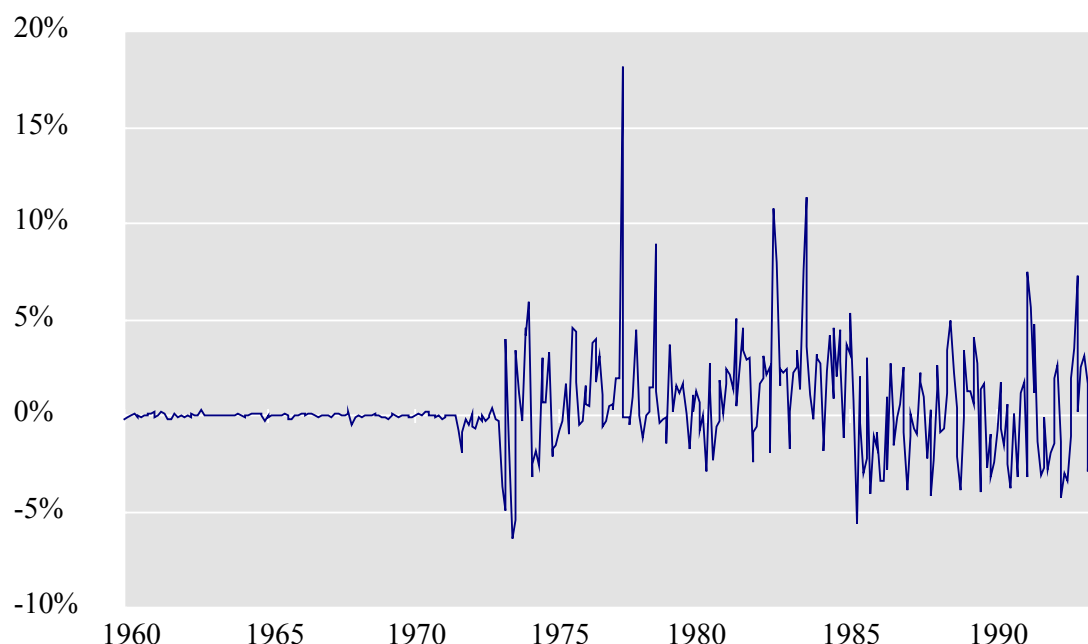
Verificamos assim que já o Prof. Gonçalves da Silva admitia a possibilidade de a Contabilidade se preocupar com algo mais que o mero registo de factos patrimoniais, considerando a relevância das funções de análise, interpretação e controlo dos factos de gestão. Esta possibilidade aponta, ainda que implicitamente, para uma abordagem mais ampla que a resultante do mero registo dos factos avaliados pelo seu custo histórico.

E se, quando da publicação das definições acima, ainda era possível ter, de alguma forma, uma visão estática dos factos patrimoniais e da sua influência sobre a situação económico-financeira das empresas, a evolução verificada desde então encarregou-se de alterar completamente essa possibilidade.

Reportando-nos em particular à área financeira, as mudanças que se têm vindo a verificar nas duas últimas décadas, desde o desmoronar do sistema monetário de Bretton-Woods (1972) e após o primeiro choque petrolífero (1973), alteraram por completo o panorama que se deparava aos investidores até essa altura. De um cenário de baixas taxas de inflação e baixas taxas de juro, com pouca variabilidade dos preços dos activos, passou-se rapidamente para situações de elevadas taxas de inflação e de juro, que, além do mais, se revelaram extremamente voláteis, transmitindo essa mesma volatilidade aos preços dos activos financeiros, conforme se pode verificar no gráfico seguinte.

³ in Prof. Gonçalves da Silva - “Contabilidade Geral”; Vol. I, pg. 58, cit. in Borges, António, Azevedo Rodrigues e Rogério Rodrigues - “Elementos de Contabilidade Geral”, Ed. Rei dos Livros, Lisboa, 12^a edição, Outubro 1992, pgs. 21/22.

GRÁFICO 1 - PTE/USD - Taxa de variação mensal⁴



Os agentes económicos foram assim confrontados com a necessidade de criação e utilização de novos instrumentos financeiros que lhes permitissem enfrentar os novos desafios lançados pela situação económica emergente.

Tais instrumentos, entre os quais se incluem os produtos derivados, caracterizam-se frequentemente pela complexidade da sua avaliação, que obriga ao recurso a métodos quantitativos, de apreensão nem sempre simples. Assim, a mera relevação do valor histórico de aquisição destes instrumentos mostra-se manifestamente inadequada para a compreensão da realidade económico-financeira que lhes subjaz, provocando evidentes limitações na análise da situação patrimonial das empresas.

No caso particular dos derivados, essa limitação é agravada pelo facto de estes instrumentos serem ainda mais sensíveis ao factor tempo que muitos outros instrumentos normalmente negociados nos mercados financeiros. Sendo os derivados formas de contratação a prazo, mais ou menos longo, de activos (ou de preços, em

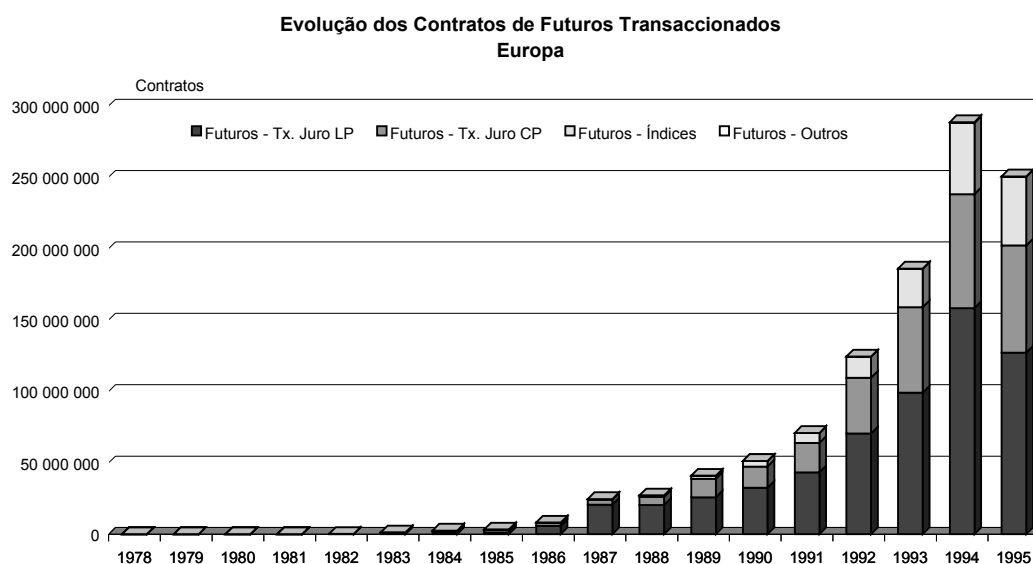
⁴ cf. Bolsa de Valores do Porto/Instituto Mercado de Capitais - “Mercados, contratos e gestão com

abstracto: taxas de juro, índices accionistas e outros), quaisquer alterações nas variáveis económicas de base ou nas expectativas subjacentes à sua avaliação num determinado momento poderão ter efeitos substanciais no seu valor.

Torna-se assim necessário criar sistemas de informação adequados a uma correcta relevação dos efeitos das operações com derivados na estrutura patrimonial dos agentes económicos. Tais sistemas, podendo ser desenvolvidos no âmbito interno, ao nível de uma Contabilidade de Gestão, deverão, no entanto, ser direccionados também para informação externa, o que acaba por ter implicações importantes ao nível da Contabilidade Geral.

O tratamento adequado dos derivados ao nível da Contabilidade Geral é tanto mais importante quanto a sua utilização pelos agentes económicos se tem vulgarizado, conforme o demonstra o gráfico seguinte, o qual se refere apenas ao crescimento da negociação nos mercados de futuros europeus.

GRÁFICO 2⁵



futuros e opções - Módulo 1 - Enquadramento e função dos mercados de derivados”, Porto, s/d, pg.8.

⁵ Gráfico gentilmente cedido pela Bolsa de Derivados do Porto e elaborado com base em dados divulgados por várias bolsas europeias de derivados e pela revista “Futures & Options World”.

O correcto acompanhamento dos derivados torna-se ainda mais necessário porquanto os resultados do seu uso são particularmente alavancados. Com efeito, como veremos no próximo capítulo, os agentes não necessitam de investir a totalidade do montante implicado num contrato derivado, mas apenas uma pequena parcela desse total, a título de margem ou garantia.

Dessa forma, os investidores obtêm taxas de rendibilidade substancialmente mais elevadas que com outros tipos de instrumentos, o que significa que podem ter lucros extremamente elevados, na sequência de investimentos relativamente modestos, mas também que podem sofrer perdas igualmente elevadas para idênticos montantes de investimento.

Este elevado grau de alavancagem, associado ao facto de tais contratos representarem compromissos a prazo, não tendo frequentemente uma tradução directa na representação da situação patrimonial dos agentes económicos, torna particularmente delicado o acompanhamento das operações sobre derivados.

Assim se explica que diversos investidores tenham sofrido perdas substanciais com o uso destes produtos antes de se terem apercebido da sua real situação. De igual forma se compreende o esforço de normalização e aprofundamento da informação contabilística que, a par das diligências levadas a cabo no sentido de melhorar significativamente a avaliação e gestão dos riscos de mercado e de crédito a que os investidores estão sujeitos, foi uma das linhas de força da actividade das autoridades com poderes de regulação destes mercados ao longo de 1994 e 1995, e promete continuar a sê-lo este ano⁶.

Seguidamente concretizaremos estes últimos aspectos através da apresentação de vários casos que nos permitirão entender um pouco melhor a evolução das questões acima referidas, nos tempos mais recentes.

⁶ Para uma breve introdução aos conceitos, âmbito, objectivos e vantagens da normalização contabilística, cf. Borges, António e Martins Ferrão - “A Contabilidade e a prestação de contas”, Ed. Rei dos Livros, Lisboa, 4ª edição, 1994, pgs. 16/20.

2. Alguns exemplos de má utilização dos derivados

1. MG Corp.

O ano de 1994 praticamente começou com a revelação de que a multinacional alemã “Metallgesellschaft” se encontrava em dificuldades financeiras em virtude de um conjunto de negócios com derivados efectuado pela sua subsidiária americana “MG Corp”⁷. Esta teria perdido 500 a 600 milhões de dólares em derivados sobre petróleo, dos quais 200 milhões em contratos transaccionados num mercado organizado, a NYMEX (“New York Mercantile Exchange”).

Basicamente, a MG teria efectuado contratos de fornecimento de petróleo a clientes, com preços fixados a 10 anos (um conjunto de produtos OTC), procurando cobrir-se do respectivo risco através da compra de futuros sobre petróleo na NYMEX. O problema consistiu no facto de os contratos de futuros da NYMEX serem de curto prazo, com os vencimentos a situarem-se geralmente a menos de um ano, o que, associado à forte descida dos preços, a curto prazo, do petróleo entretanto verificada, levou a empresa a realizar perdas elevadas nos contratos de futuros, sem que tivesse recebido ainda os fluxos financeiros relativos à evolução futura dos preços, nomeadamente nas datas de vencimento dos contratos que celebrou com os seus clientes. Na prática, a empresa, que detinha uma posição fortemente especulativa no mercado OTC, não conseguiu cobri-la, tendo, pelo contrário, aberto uma nova “frente especulativa” na NYMEX, embora, de um ponto de vista estritamente conceptual, a operação de cobertura montada estivesse correcta.

Entretanto, com a passagem do tempo, novas informações foram sendo reveladas acerca deste caso. Aparentemente, a intenção inicial da empresa não teria sido especulativa, mas uma inadequação entre os contratos “forward” comprados e vendidos para prazos longos terá “empurrado” a empresa para a realização de contratos

de curto prazo, com todas as consequências já referidas. Pior ainda, o montante das perdas ascendeu, não a 500/600 milhões de dólares, mas sim a 1,48 mil milhões de dólares (cerca de 240 milhões de contos), quase levando à falência a própria casa-mãe do grupo.

Para além disso, concluiu-se que não tinha existido uma correcta e completa informação acerca das operações, nem, conforme já tínhamos mencionado, uma adequada avaliação das suas consequências, o que conduziu à demissão do presidente da MG (e a uma investigação criminal às suas actividades) e quase provocava também a demissão do presidente do grupo.

Um incidente desta gravidade não poderia deixar de provocar fortes reacções, tendo-se verificado, durante algum tempo, uma paragem na euforia em torno das transacções em mercados OTC. Simultaneamente, as autoridades reguladoras dos mercados começaram a apertar a sua vigilância aos mercados OTC, enquanto se desenvolviam cada vez mais trabalhos tendentes a obter a melhoria da informação contabilística e financeira sobre estes produtos, bem como a permitir um melhor controlo do risco que lhes é inerente⁸.

2. Procter & Gamble

Ainda a questão da “Metallgesellschaft” não estava completamente esclarecida e já novos problemas surgiam. No final de Abril era revelado que o gigante multinacional “Procter & Gamble” (P&G) tinha sofrido perdas de 102 milhões de dólares em duas transacções envolvendo “swaps” transaccionados em mercados OTC. A P&G informava simultaneamente que estava a considerar a hipótese de processar judicialmente a entidade financeira que lhe tinha prestado serviços de consultoria nos citados negócios, o “Bankers Trust”, o que veio efectivamente a acontecer⁹.

⁷ cf. “MG futures losses overstated” - Futures & Options plus, 24 January 1994, pg. 2.

⁸ cf. Duque, João - “Quando vale a pena conhecer a teoria financeira” - Diário Económico, 18 de Maio de 1994; “Liffe turnover surged during 1994 amid controversy over derivatives” - The Wall Street Journal, 5 de Janeiro de 1995.

3. Bankers Trust

O “Bankers Trust” (BT) via entretanto o seu nome associado a novos casos de perdas resultantes de alegado mau aconselhamento técnico. Na mesma altura em que a P&G anunciava as suas perdas, ficava-se a saber que também uma empresa industrial, a “Gibson Greetings Inc.” considerava a hipótese de interpor uma acção legal contra o BT por ter perdido 19,7 milhões de dólares em negócios com derivados OTC. A “Gibson Greetings” era conhecida como um activo interveniente no mercado de derivados, pelo que o facto de a empresa alegar desconhecimento das consequências exactas dos negócios que tinha efectuado não deixou de surpreender os agentes do mercado.

Posteriormente mais duas empresas sofreram perdas em transacções com o BT¹⁰. Entretanto, a “Gibson Greetings” avançava com um processo judicial contra o BT, tendo ambas as entidades chegado a um acordo extra-judicial em Novembro de 1994¹¹. Este acordo trouxe ainda mais incerteza ao mercado, dado que foi aberto o precedente para que os clientes finais deste tipo de produtos reclamem perdas sofridas em transacções com eles efectuadas, o que ainda não tinha acontecido e é um fortíssimo factor de risco para os intervenientes em operações OTC sobre derivados.

Na sequência de todos estes problemas, as autoridades norte-americanas decidiram intervir de forma mais decisiva, tendo o “Federal Reserve Bank” (FED) obrigado o BT a aceitar procedimentos de controlo mais rigorosos, e encontrando-se este ainda sob investigação da “Securities Exchange Commission” (SEC) e da “Commodity Futures Trading Commission” (CFTC), entidades responsáveis pelos mercados organizados de futuros dos EUA¹².

⁹cf. “P&G losses accentuate derivative jitters” - Futures & Options plus, 25 April 1994, pg. 2.

¹⁰ cf. “Corporate losses turn spotlight on suitability” - Futures & Options plus, 23 May 1994, pg. 4.

¹¹ cf. “Bankers Trust hit by derivatives lawsuit” - Futures & Options plus, 19 September 1994, pg.3; “Bankers Trust, Gibson end tiff on derivatives” - The Wall Street Journal, 25 de Novembro de 1994.

¹² cf. “Bankers Trust agrees to derivatives checks” - Financial Times, 6 de Dezembro de 1994; “Bankers Trust is disciplined on derivatives” - The Wall Street Journal”, 6 de Dezembro de 1994; “The day of judgment” - Futures & Options World, January 1995, pgs. 12/15.

Em resumo, enquanto nos primeiros 10 anos de utilização dos produtos derivados mais sofisticados as perdas verificadas nos casos mais conhecidos ascenderam a 2144 milhões de dólares, nos 12 meses decorridos entre Agosto de 1993 e Julho de 1994 os prejuízos verificados atingiram 6185,5 milhões de dólares (aproximadamente 1000 milhões de contos)¹³. Se é certo que este aumento se deve parcialmente ao acréscimo verificado nas transacções, ele é também o resultado da maior “familiaridade” que os agentes foram desenvolvendo com estes produtos e que, por vezes, acarreta consigo uma menor preocupação com o seu adequado acompanhamento.

4. Barings

Já em 1995 chegou ao conhecimento público o caso de maior impacto mediático nesta área, o da quase falência do prestigiado Banco Barings, verificada após fortes prejuízos na actividade de negociação de derivados resultantes de posições especulativas muito elevadas.

Embora existam várias teorias acerca das razões que levaram aquela instituição a assumir tais posições, a explicação mais amplamente divulgada aponta para a tomada de posições por parte do “trader” Nick Leeson com o objectivo de efectuar ganhos com uma previsível baixa volatilidade do índice Nikkei 225. Entretanto, e já depois de constituída a posição especulativa, ocorreu o terramoto de Kobe, no Japão, que provocou uma acentuada queda dos índices accionistas japoneses.

Como resultado de tal facto, a posição do Barings rapidamente se tornou perdedora e Leeson abriu ainda mais posições no mercado, tentando dessa forma contrariar a queda de preços que se verificava. Não só não conseguiu o seu objectivo, como ficou com uma posição perdedora ainda maior, representando cerca de 20% do mercado do índice Nikkei 225 na Bolsa de Singapura (SIMEX) e uma fatia significativa, embora não tão elevada, do de Osaka (OSE).

¹³ cf. “Fill that gap” - Euromoney, August 1994, pgs. 28/34.

Para levar a cabo tal estratégia, Leeson terá (ou não, dependendo das versões da história) omitido à Direcção do Banco o que se estava a passar, utilizando inclusive uma conta de erros do Banco para registar as posições que tinha tomado. Como resultado de todo o processo, o Barings perdeu mais de 200 milhões de contos e foi salvo “in extremis” da falência pela rápida intervenção do Banco de Inglaterra e posterior venda ao banco holandês ING.

Embora não tendo atingido a dimensão do “caso Metallgesellschaft”, no que ao montante das perdas se refere, o caso Barings teve um muito maior impacto, fundamentalmente por ter chamado a atenção para a necessidade de controlo interno por parte dos intervenientes no mercado, bem como para a de um maior controlo por parte das próprias entidades gestoras dos mercados de derivados¹⁴.

3. A reacção aos problemas: os esforços de regulação da utilização de derivados

Como resultado de toda esta turbulência passou a verificar-se um muito maior acompanhamento deste tipo de actividade pelas autoridades reguladoras dos mercados financeiros, bem como um aperfeiçoamento dos mecanismos de controlo interno por parte dos participantes no mercado. Este esforço tem vindo a ser desenvolvido com particular intensidade desde 1993 e reflectiu-se já na emanção de um conjunto de normas e recomendações bastante significativo.

1. ISDA

Assim, não é de admirar que a “International Swaps Dealers Association” (ISDA), uma organização que agrupa alguns dos maiores “dealers” internacionais de “swaps”, tenha emitido normas de actuação para a actividade nos mercados de derivados OTC.

¹⁴ cf. “Last-ditch rescue plan sought for Barings” - Financial Times, 27 de Fevereiro de 1995; “Dealers puzzled over unusual futures strategy” - Financial Times, 1 de Março de 1995; “Derivatives world ponders lessons of Barings collapse” - The Wall Street Journal, 18 de Março de 1995; “Blunders that bust the bank”; “What Barings thought its Singapore office was doing” - Financial Times, 24 de Março de 1995; Heffernan, Shelagh - “Modern banking in theory and practice”, John Wiley and Sons; 1996.

2. G30

De igual forma, o “Grupo dos 30” (G30), uma entidade agrupando alguns dos maiores especialistas internacionais na área financeira, publicou em Julho de 1993 um relatório, intitulado “Derivatives: Practices and Principles”, em que, entre outros pontos, se recomenda um controlo apertado dos aspectos relacionados com os riscos de crédito das contrapartes (nomeadamente recomendando que se aperfeiçoem os mecanismos legais de compensação - “netting” - entre posições de intervenientes nos mercados OTC) e de volatilidade do mercado. O estudo aponta ainda para a necessidade de a gestão de topo das empresas compreender mais profundamente os riscos de negócio envolvidos na transacção de derivados¹⁵.

3. Federal Reserve Bank (EUA) e Ministério das Finanças do Japão

Também o Fed decidiu regular a possibilidade de utilização de acordos de “netting” legalmente executáveis, o mesmo se passando com o Ministério das Finanças japonês¹⁶. Estas normas são particularmente importantes, pois permitem que, em caso de falência de uma das contrapartes, o seu relacionamento com a outra seja considerado em termos líquidos (entre contratos idênticos comprados e vendidos), eliminando assim a incerteza que resulta do facto de os administradores judiciais poderem proceder ao chamado “cherry-picking”, ou seja, à “escolha” de posições em que a empresa falida esteja porventura a ganhar, para as exercer, ao mesmo tempo que as perdas nas posições simétricas entram para o conjunto de créditos que serão regularizados pela liquidação da massa falida. Desta forma reduz-se, em muitos casos substancialmente, o risco de crédito de contraparte.

4. Comissão Europeia

Também a Comissão Europeia tem em estudo uma directiva destinada a reconhecer a validade do “netting” bilateral, na sequência, aliás, das recomendações produzidas pelo

¹⁵ cf. “Derivatives: sizing up the issue” - iCB Settlements Report, January 1994, pg. 10.

Comité de Basileia sobre Regulação Bancária e Práticas de Supervisão, do Banco de Pagamentos Internacionais (BIS - “Bank of International Settlements”), e que permitirá aproximar a legislação da União Europeia à de países como os referidos anteriormente¹⁷.

5. IIF

Entretanto, o “Institute of International Finance” (IIF), que agrupa 170 dos maiores bancos internacionais, criou uma “task force” com o objectivo de propor um conjunto de recomendações acerca do fornecimento de informação sobre risco de crédito às autoridades reguladoras. Embora não se esperasse que estas recomendações fossem tornadas obrigatórias, calculava-se que este exercício de auto-regulação fosse efectivamente implementado pelos participantes no mercado¹⁸.

Estes esforços de auto-regulação devem ser lidos à luz das tentativas de imposição de novas normas regulamentares, que os principais intervenientes nos mercados não desejam, procurando daquela forma evitar o aumento exagerado da presença dos organismos reguladores nos mercados de derivados.

6. O relatório do GAO

Assim se compreende a reacção globalmente negativa de um conjunto de importantes associações profissionais ao relatório sobre produtos OTC elaborado pelo “US General Accounting Office” (GAO), um organismo dependente do Congresso norte-americano, que propunha um aumento das capacidades de intervenção da SEC nestes mercados¹⁹. Também o Governador do FED, Alan Greenspan, se pronunciou contra um aumento do controlo daquelas actividades por parte dos organismos federais²⁰.

¹⁶ cf. “ISDA applauds wider Fed netting provisions” - Futures & Options plus, 21 February 1994, pg.3; “The validity of close-out netting under Japanese law” - Financial Regulation Report, March 1994, pgs. 10/11.

¹⁷ cf. “EC proposes to recognise bilateral netting” - Futures & Options plus, 23 May 1994; pg. 2.

¹⁸ cf. “Bankers propose derivatives guidelines” - Financial Times, 12 de Abril de 1994.

¹⁹ cf. “GAO report meets wall of opposition” - Futures & Options plus, 23 May 1994, pgs. 1 e 12.

²⁰ cf. “Greenspan opposes controls on derivatives” - Financial Times, 26 de Maio de 1994; “GAO report on financial derivatives - Legislative proposals opposed” - Financial Regulation Report, June 1994, pgs. 2/6.

O relatório do GAO não se ficou, no entanto, pela sugestão acima referida, tendo emitido um conjunto de outras recomendações, referentes nomeadamente à necessidade de as empresas intervenientes nos mercados de derivados procederem ao desenvolvimento de sistemas mais adequados de controlo de risco, e de as entidades com poderes de normalização contabilística prestarem uma maior atenção à valorimetria e relevação dos derivados²¹.

7. Outros esforços de regulação

Mas o esforço de adequação das estruturas de controlo e de segurança dos intervenientes no mercado não ficou por aqui. O supra-citado Comité de Basileia apresentou novas regras de capitalização das entidades financeiras, criadas precisamente para levar em conta o efeito da negociação com derivados, e que tem em consideração, entre outros aspectos, o do já anteriormente referido “netting” e o da análise e gestão dos riscos de mercado e sistémico (sendo este o risco da existência de um “efeito de dominó” provocado pelo incumprimento de um agente de grande dimensão no mercado)²².

O IIF publicou em Setembro de 1994 um conjunto de recomendações acerca da divulgação pública de informação relativa às actividades levadas a cabo pelos agentes nos mercados de derivados, sendo de referir a recomendação efectuada de que os agentes revelem como as actividades com derivados estão integradas nos sistemas globais de gestão de riscos das empresas²³.

Em Dezembro de 1994, e na sequência do trabalho previamente referido, o G30 reconhecia a existência de melhorias no controlo de risco por parte dos agentes,

²¹ cf. “GAO report on derivatives released” - Financial Regulation Report, May 1994, pgs. 2/7; “Washington Update” - Futures Industry, May/June 1994, pg. 37.

²² cf. “BIS capital rules to be amended to reflect growth of derivatives” - Financial Regulation Report, July/August 1994, pgs. 2/7; “Risk management of derivatives” - International Financial Law Review, September 1994, pgs. 36/7.

²³ cf. “Banks offer new guidelines on derivative disclosure” - Financial Times, 9 de Setembro de 1994; “IIF unveils credit risk disclosure framework” - Futures & Options plus, 19 September 1994, pg. 12.

embora considerasse que há ainda muito trabalho a desenvolver nesse campo²⁴. Simultaneamente o G10 (agrupamento dos Bancos Centrais dos 10 países mais industrializados) publicava um relatório defendendo os derivados, afirmando que estes são menos uma causa que uma consequência da instabilidade por vezes sentida nos mercados financeiros, e que os derivados contribuem para a melhoria da eficácia dos sistemas financeiros²⁵.

No entanto, toda esta produção de normas e sugestões de funcionamento não representa um trabalho acabado. Existe ainda muito trabalho a desenvolver, o que se reflecte no facto de se manterem em actividade muitos dos grupos de trabalho que acabámos de referir e de outros estarem a surgir.

Este trabalho de criação e implementação de normas de procedimento tem tido o seu reflexo, como não podia deixar de ser, ao nível da elaboração de normas contabilísticas.

4. Os esforços de normalização contabilística²⁶

Com efeito, o processo de elaboração de normas de relevação e valorimetria contabilísticas, que já tinha sido iniciado há alguns anos nos países onde os mercados

²⁴ cf. “Derivatives dealers show progress in managing risks, a survey shows” - The Wall Street Journal, 6 de Dezembro de 1994; “Derivative users ‘lack adequate controls of risk’” - Financial Times, 6 de Dezembro de 1994; “Think-tank finds improvement in use of derivatives” - Financial Times, 17 de Janeiro de 1995.

²⁵ cf. “Los bancos centrales creen que los derivados favorecen la eficacia de los mercados” - El Pais, 9 de Dezembro de 1994; “Bank report supports derivatives” - Financial Times, 9 de Dezembro de 1994.

²⁶ Para uma rápida referência a alguns dos mais importantes organismos internacionais com competências no âmbito da normalização contabilística, e aos princípios contabilísticos geralmente aceites a nível internacional, cf. Costa, Carlos Baptista da - “Auditoria financeira - teoria e prática”, Ed. Rei dos Livros, Lisboa, 4ª edição, 1993, pgs. 55/66. Para uma análise mais aprofundada, cf. Julve, Vicente Montesinos - “Organismos internacionales de contabilidad: funciones y objetivos” - Instituto de Planificación Contable, Madrid, 1983; Pereda, Jorge Tua - “Principios y normas de contabilidad” - Instituto de Planificación Contable, Madrid, 1983; Pinto, José Alberto Pinheiro - “Convenções contabilísticas”, in “Cadernos de apoio à disciplina de Contabilidade Geral - Texto nº 02 - 1993/94”, Faculdade de Economia do Porto.

de derivados estão implementados há mais tempo (EUA, Reino Unido e França), sofreu uma forte aceleração ao longo de 1993, 1994 e 1995.

Para além das tentativas de normalização a nível nacional, de que o estudo de uma norma sobre mercados de futuros em Espanha é um mero exemplo²⁷, verificou-se sobretudo o desenvolvimento de trabalhos de normalização contabilística a nível internacional, os quais se intensificaram no decorrer de 1994 e 1995.

1. IASC

Assim, o IASC (“International Accounting Standards Committee”), entidade que agrupa 88 organismos de normalização contabilística de 65 países, elaborou um projecto de norma, o “Exposure Draft” nº 48 (E48), sobre “Instrumentos financeiros”, na sequência, aliás, de um outro projecto previamente desenvolvido, o E40. O E48, que foi apresentado para discussão pública ainda em 1993, terminando o prazo para entrega de comentários em Julho de 1994, é um documento onde se pretende responder de forma genérica aos problemas criados pela contabilização dos instrumentos financeiros, em geral²⁸.

É pois um documento que vai substancialmente mais além, no que aos temas abordados se refere, que a contabilização de derivados. É, aliás, esta abrangência de assuntos tratados que torna extremamente moroso o processo de criação deste tipo de normas. Os assuntos a tratar são muito complexos, sendo muitos deles próprios de mercados de capitais desenvolvidos, e ainda pouco relevantes para mercados emergentes. No entanto, tal não invalida que as recomendações daquelas emanadas sejam analisadas com todo o cuidado nestes últimos, quer porque se referem a instrumentos que poderão vir a criar-se neles, quer porque os agentes económicos neles intervenientes podem utilizá-los, desde já, através da negociação em mercados mais desenvolvidos.

²⁷ cf. “Proyecto de normas sobre el tratamiento contable de las operaciones de futuros (Borrador provisional)” - ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas), 14 de enero de 1994.

²⁸ cf. IASC - “Annual Review 1993”, “IASC Insight, March 1994, pgs. 5, 9/10 e 13/17” e “Exposure Draft nº 48 - Financial Instruments”, 1993.

O E48 veio a dar origem a uma norma contabilística internacional, o IAS 32 - “Financial instruments: disclosure and presentation”, publicada em Junho de 1995, que, como o nome indica, se centra apenas nas questões relacionadas com a divulgação de informação sobre instrumentos financeiros (derivados incluídos), continuando, no entanto, a desenrolar-se trabalhos relacionados com outros aspectos referentes à relevação e valorimetria contabilísticas destes produtos²⁹.

2. FASB

No campo mais restrito das actividades com derivados merece também uma referência o trabalho que tem vindo a ser desenvolvido pelo FASB (“Federal Accounting Standards Board”), a entidade com competências de normalização contabilística dos EUA. Se bem que seja um organismo de âmbito exclusivamente nacional, a importância do mercado americano e a experiência acumulada ao longo de vários anos de trabalho tornam o FASB uma referência internacional neste domínio.

O FASB publica normas (os “Statements of Financial Accounting Standards - SFAS”) de aplicação obrigatória pelas empresas americanas. Há alguns anos tinha publicado o SFAS 80, sobre futuros, tendo posteriormente emitido o SFAS 105, sobre instrumentos não relevados no balanço (“off-the-sheet”), e o SFAS 107, sobre o “valor justo” (“fair value”) dos instrumentos financeiros, e tendo estudado ao longo de 1994 um novo SFAS sobre divulgação pública de informações acerca das posições detidas e operações realizadas especificamente com produtos derivados³⁰.

Este SFAS, o nº 119, foi tornado público em 4 de Outubro de 1994 e aprofundou os temas cobertos nos SFAS 105 e 107, com efeitos a partir da apresentação das contas referentes ao ano de 1994, inclusivé. Se bem que alguns agentes do mercado tenham ficado satisfeitos com o grau de exigência das novas normas, outros pensam que se deveria ir ainda mais além na qualidade da informação cuja publicação é exigida

²⁹ cf. IASC - IAS 32 - “Financial instruments: disclosure and presentation”, Junho de 1995.

³⁰ cf. “Tax and regulation” - Futures & Options plus, 25 April 1994, pg.6; “FASB seeks disclosure on firms’ derivatives” - The Wall Street Journal Europe, 30 de Agosto de 1994.

(nomeadamente sobre as estratégias de negociação com fins especulativos e as políticas de gestão de riscos)³¹.

Este conjunto de normas foi publicado, aliás, na sequência do supra-citado relatório do GAO, o qual, para além dos procedimentos já referidos, previu também a necessidade de actuação na área contabilística, tendo emitido três recomendações dirigidas ao FASB, e que versavam sobre a necessidade de publicar rapidamente o trabalho sobre divulgação de informação e cálculo do “valor justo” dos derivados (que deu origem ao SFAS 119), a de publicar novas normas aprofundando ainda mais os temas relacionados com o tratamento contabilístico dos derivados (que já provocou a existência de novos estudos de propostas a apresentar futuramente³²) e a de considerar a adopção de um modelo de tratamento contabilístico da generalidade dos instrumentos financeiros, incluindo os derivados, baseado no respectivo valor de mercado³³.

3. FEE

Os exemplos acima referidos destinam-se apenas a dar uma ideia da intensidade dos esforços que têm vindo a ser levados a cabo internacionalmente na área do tratamento contabilístico dos derivados. Outros poderiam ser dados, nomeadamente a nível da União Europeia, onde um grupo de trabalho da FEE (“Fédération des Experts-Comptables Européens”) estuda estes assuntos, pelo menos desde 1993, com o objectivo de vir a criar uma norma que os regule.

Toda a exposição que temos vindo a efectuar ao longo deste capítulo, embora referindo indistintamente derivados transaccionados em mercados organizados e fora deles (OTC), e tendo subjacente a preocupação que se tem verificado a nível internacional,

³¹ cf. “FASB pushes new disclosure rules” - Futures & Options plus, 17 October 1994, pgs. 1 e 4.

³² cf. “FASB pushes new accounting rules for derivatives” - Futures & Options plus, 5 December 1994, pg. 4; “FASB moves” - Futures & Options World, January 1995, pg. 10.

³³ cf. “GAO report on derivatives released” - Financial Regulation Report, May 1994, pgs. 2/7.

de forma mais específica, com as transacções OTC, destinou-se a “abrir caminho” para a parte restante e nuclear deste trabalho.

Com efeito, se bem que a transacção em mercados organizados não coloque os mesmos problemas que a verificada nos mercados OTC, não deixa de levantar algumas questões complexas, que o serão tanto mais quanto a familiaridade dos agentes com os produtos em análise seja pouca, o que se verifica com particular acuidade nos mercados emergentes.

Parece-nos assim de todo o interesse que a questão do tratamento contabilístico dos produtos transaccionados em mercados organizados de derivados seja abordada, ainda que estejamos conscientes do facto de que interessará igualmente, num trabalho de objectivos mais amplos, abordar os produtos OTC (a análise dos quais ultrapassa o âmbito do presente trabalho). Esta dissertação pretende, entre outros objectivos, sensibilizar os interessados nestas matérias para os principais problemas a analisar quando se trata de derivados, permitindo assim criar um quadro de referência para posteriores análises.

É esse quadro de referência que procuraremos limitar, em termos de âmbito de análise, nos próximos capítulos, em que nos propomos enunciar de forma sistemática os principais aspectos que devem ser considerados no tratamento contabilístico dos derivados, bem como chamar a atenção para os princípios contabilísticos mais directamente afectados por cada um daqueles aspectos.

Mas antes, e conforme já tínhamos mencionado na introdução ao presente trabalho, vamos dedicar o próximo capítulo à análise de um conjunto de conceitos básicos sobre os derivados financeiros e o modo de funcionamento dos respectivos mercados organizados, por forma a permitir uma melhor compreensão do núcleo da dissertação.

CAPÍTULO II

PRODUTOS DERIVADOS: CONCEITOS BÁSICOS E NEGOCIAÇÃO EM MERCADOS ORGANIZADOS

Sendo o tratamento contabilístico de futuros, opções e “swaps” transaccionados ou registados em mercados organizados o objecto do trabalho agora apresentado, parece ser de toda a conveniência a clarificação das características de tais instrumentos, bem como das especificidades neles introduzidas pelo facto de serem negociados nos tais mercados.

Com efeito, será a partir da informação que iremos expor de seguida que poderemos efectuar o acompanhamento dos aspectos relevantes para o tratamento contabilístico destes produtos, bem como compreender a importância de se ter uma informação adequada e atempada acerca dos seus efeitos na estrutura (patrimonial e de risco) e na rentabilidade das empresas.

Este capítulo começará, assim, por referir, de forma sequencial, os conceitos dos vários tipos de produtos derivados, com particular ênfase naqueles que irão ser analisados no corpo central da dissertação, passando depois à descrição das diferenças básicas entre a negociação em mercados de balcão(OTC) e organizados.

De seguida, proceder-se-á à análise dos agentes intervenientes nestes mercados (quem são, porque operam com derivados e como o fazem), terminando-se o capítulo com um estudo mais detalhado das peculiaridades de funcionamento dos mercados organizados, muitas das quais são importantes para a compreensão das soluções contabilísticas propostas mais à frente.

1. Conceitos básicos

A negociação de produtos derivados radica na necessidade de fazer face a dois tipos de limitações com que os agentes se defrontam quando negociam no mercado à vista (também designado “spot” ou “a contado”).

Com efeito, neste mercado, os agentes que desejem efectuar uma compra/venda de um activo num momento futuro estão sujeitos a que, até essa data, os preços evoluam de forma que lhes seja desfavorável, tornando menos interessante (ou mesmo desinteressante) um negócio que, no presente, é atractivo. Algo de similar pode acontecer com um agente que, apesar de não necessitar de transaccionar um activo no presente, decida fazê-lo, concluindo posteriormente que foi prejudicado por ter actuado dessa forma, não esperando pela data futura para realizar o negócio. É o que se costuma designar por risco de variação de preços.

Por outro lado, um agente pode desejar adquirir ou vender um activo numa data futura, estando impossibilitado de o fazer no presente (por ainda não dispor dos meios financeiros necessários à aquisição ou do activo que deseja alienar). Se esse agente esperar pelo momento futuro em que estará em condições de efectuar o negócio, poderá chegar à conclusão de que, nessa altura, não lhe será possível encontrar uma contraparte para o realizar. É o que usualmente se chama risco de negócio.

1. Contratos “Forward”

Por forma a ultrapassar as supra-citadas limitações surgiram então as primeiras formas de contratação a prazo, os contratos a termo ou “forward”, pelos quais as partes envolvidas se comprometem, respectivamente, a comprar e a vender um determinado activo, em quantidade e qualidade definidas no contrato, numa data futura, a um preço fixado no presente, sendo ainda estipulados todos os outros aspectos necessários ao cumprimento do acordado (tal como, por exemplo, o local de entrega).

Como resulta da definição, os “forward” permitem resolver as duas limitações acima enunciadas, assim se explicando o sucesso destes instrumentos, em particular no mercado de câmbios, onde o volume de negócios diário é superior ao das reservas detidas pelos Bancos Centrais de todo o mundo³⁴.

No entanto, conforme também ressalta da definição acima dada, os contratos “forward” são “desenhados” à medida das necessidades dos seus intervenientes, sendo todas as cláusulas passíveis de definição autónoma, o que implica uma certa morosidade na sua negociação, para além de aumentar os riscos de crédito e de mercado com que as partes se defrontam, como veremos adiante em maior detalhe.

Assim, e para fazer face a estes aspectos menos favoráveis, os agentes de mercado foram desenvolvendo novas formas de negociação, destinadas precisamente a eliminar alguns desses obstáculos.

Surgiram assim, em primeiro lugar, as operações firmes a prazo, que, por não serem de utilização generalizada, e serem consideradas uma “antecâmara” dos futuros, nos dispensaremos aqui de abordar. Os futuros, esses sim, têm tido um sucesso assinalável, tendo atingido volumes de negociação bastante elevados nos últimos anos.

2. Futuros

Com efeito, tendo surgido pela primeira vez, na sua forma actual, em meados do século passado, incidindo sobre mercadorias agrícolas, os contratos de futuros apenas se estenderam aos activos financeiros no início da década de 70 deste século, após o fim do sistema de câmbios fixos de Bretton-Woods, como resultado da forte volatilidade que os preços de tais activos passaram a sofrer. Tal desenvolvimento ilustra uma das finalidades económicas básicas deste tipo de contratos, qual seja a de cobertura de riscos de variação de preços em que os agentes incorrem.

³⁴ cf. “O terror dos bancos centrais” - Expresso, 28 de Maio de 1994, pg. 11.

Sendo um instrumento recente, os contratos de futuros têm, porém, registado uma evolução a todos os níveis espectacular, a qual se deve, sem dúvida, às suas peculiares características, as quais passamos a ilustrar.

Assim, “um contrato de futuros é um acordo, realizado num mercado organizado, pelo qual as partes se obrigam a comprar/vender um determinado activo, em quantidade e qualidade padronizadas, num local e data pré-determinados e a um preço acordado no momento da celebração do negócio”³⁵.

Basicamente, ressalta da definição acima que um contrato de futuros se distingue de um “forward” pelo facto de todas as suas características, com excepção do preço, serem pré-fixadas e por ser negociado em mercado organizado. Conforme veremos adiante, estas diferenças permitem aos contratos de futuros ultrapassar as limitações referidas acerca dos “forwards”, a troco da perda de flexibilidade na definição das características de cada contrato.

Com efeito, todas as características de um contrato de futuros (ou de qualquer outro contrato de derivados transaccionado em bolsa), salvo o respectivo preço, são previamente definidas pela bolsa onde o mesmo é negociado. De entre essas características, salientáramos as que se referem aos activos subjacentes, bem como às respectivas formas de liquidação.

No que toca aos activos subjacentes, a bolsa define, entre outros, aspectos como os que se referem às características de quantidade, qualidade, local e forma de entrega, existindo hoje futuros sobre uma ampla gama de activos, conforme o demonstra o quadro seguinte:

Principais tipos de contratos³⁶

³⁵ in Bolsa de Valores do Porto - “Contabilidade e fiscalidade de futuros e opções - “Draft””, Julho de 1994, pg. 23.

ACTIVOS SUBJACENTES
Mercadorias
Obrigações
Divisas
Índices
Taxas de juro
Serviços
Acções
<i>Swaps</i>
Imóveis
Unidades de Participação
Seguros

Quanto à liquidação no vencimento dos contratos de futuros (assim como dos contratos de derivados em geral), pode assumir uma de duas formas possíveis, a saber, liquidação física ou exclusivamente financeira.

Na liquidação física, o vendedor deve proceder à entrega efectiva do activo subjacente contra o pagamento do respectivo preço.

Na liquidação exclusivamente financeira, não se verifica a transferência do activo subjacente (que pode inclusivamente não existir sob uma forma “física”, como será o caso quando se trata de um índice), mas apenas uma liquidação por diferenças, correspondendo à transferência de resultados entre os intervenientes no negócio (com a interposição, como se verá adiante, da Câmara de Compensação).

³⁶ extraído de: Bolsa de Valores do Porto - “Funcionamento dos mercados de futuros e opções”, Porto, 1995, pg. 18.

Conforme referimos anteriormente, os “forwards” e os futuros permitem aos agentes determinar preços de transacção a prazo. Ao efectuarem a fixação de preços, os “forwards” e os futuros colocam os agentes intervenientes nos negócios numa posição na qual se libertam de eventuais evoluções desfavoráveis dos preços (efectuando a designada “cobertura de risco”, que analisaremos adiante mais detalhadamente), mas, por outro lado, impedem, simetricamente, que aproveitem mudanças favoráveis.

Para tornar mais claro esta característica daqueles produtos, vejamos o exemplo seguinte.

Exemplo 1 - Impossibilidade de aproveitamento de evoluções favoráveis de preços em situações de cobertura de risco

Admita-se a hipótese de uma empresa que pretende contrair, dentro de 1 mês e por um período de 3 meses, um empréstimo num montante de 100 mil contos, com taxa de juro indexada à taxa Lisbor. A empresa está exposta ao risco de aumento de taxa de juro de curto prazo, entre a data actual e a data de contracção do empréstimo. Existindo no mercado contratos de futuros sobre as taxas de juro Lisbor, a empresa assume uma posição de venda num contrato de futuros (cujo valor subjacente é de 100 mil contos) com data de vencimento coincidente com a data de financiamento da empresa. Este contrato é cotado por 100- taxa de juro implícita e o valor de cada ponto base é de 2500\$00 (um centésimo de ponto percentual de um valor de 100 mil contos, durante um período de financiamento de três meses).

No momento em que a empresa assume esta posição³⁷, a taxa juro Lisbor a 3 meses é de 9%. Até ao momento em que fecha a sua posição de cobertura com futuros e contrai o empréstimo, podem ocorrer três situações distintas, no que toca à evolução das taxas de juro Lisbor:

- estabilidade. A empresa financia-se a 9%, acrescidos de um eventual spread, e a sua posição nos futuros não ganha nem perde.

- aumento das taxas de juro. A empresa vai financiar-se a uma taxa de juro superior - por exemplo, 10% acrescido do spread, o que representa um custo de oportunidade em termos de acréscimo de custos de financiamento, de 250 contos ($1\% * 100\,000\,000\$00 * (3/12) = 250\,000\$00$). Porém, se as taxas de juro subiram, então, o preço dos contratos de futuros diminuiu, o que, para a posição vendedora da empresa, representará um resultado positivo.

Concretamente, o preço dos contratos de futuros terá diminuído 100 pontos base, de 91,00 para 90,00, correspondendo, portanto a um resultado positivo de 250 contos, o qual permitirá compensar o acréscimo de custos de financiamento da empresa, pelo que, apesar da subida das taxas de juro de mercado, a empresa consegue manter a sua taxa de financiamento ao nível inicial.

- diminuição de taxas de juro, por hipótese para 8%. Nesta situação, a empresa teria menores custos de financiamento; porém, a sua posição vendedora em futuros terá registado um resultado negativo, o qual virá incrementar tais custos, pelo que, uma vez mais, a taxa de financiamento da empresa será de 9%, acrescidos de um spread, pelo que a empresa não pode, neste caso, beneficiar da evolução de taxas de juro, que lhe teria sido favorável.

Deste modo, a utilização de contratos de futuros como instrumentos de cobertura de riscos, permitindo aos agentes económicos protegerem-se contra evoluções desfavoráveis das variáveis em questão, não lhes permite, contudo, beneficiar de eventuais alterações favoráveis nas mesmas variáveis.

³⁷ Passaremos a designar por “posição” o conjunto de direitos e deveres que resultam para um agente da realização de uma operação (ou conjunto de operações) num mercado (ou conjunto de mercados).

Esta última limitação pode ser ultrapassada por recurso a um instrumento financeiro criado há pouco mais de 20 anos, as opções.

3. Opções

“Um contrato de opção é um acordo pelo qual uma das partes (designada por vendedor) confere à outra (comprador) o direito de lhe comprar ou vender um determinado activo, em quantidade, qualidade e local pré-definidos, numa (ou até uma) data pré-determinada (data de expiração), a um preço igualmente pré-fixado (preço de exercício). Em contrapartida da obrigação assumida, o vendedor tem o direito de receber uma determinada quantia (prémio) que lhe será entregue pelo comprador.”^{38 39}

Assim, e dado que o comprador da opção tem o direito de comprar ou vender o activo subjacente ao contrato, mas não é obrigado a fazê-lo, poderá sempre escolher a solução que mais lhe convém, exercendo o contrato de opção ou, em alternativa, desistindo deste (por lhe proporcionar condições menos favoráveis que as prevalecentes no mercado à vista). O vendedor, por seu lado, assume o risco de sujeição ao cumprimento da obrigação de compra/venda, caso o comprador assim o deseje, recebendo em troca o prémio, que, como é evidente, será tanto maior quanto maior for o risco assumido.

Consoante o comprador da opção tenha adquirido o direito de comprar ou de vender o activo subjacente ao contrato, aquela designar-se-á, respectivamente, opção de compra (“call”) ou opção de venda (“put”).

Além dessa distinção, e dependendo do facto de o comprador poder exercer o seu direito apenas na data de expiração ou em qualquer data até àquela, estaremos, respectivamente, na presença de uma opção europeia ou americana (assim designadas por razões históricas, sem tradução em qualquer divisão geográfica real).

³⁸ in “Contabilidade e fiscalidade de futuros e opções”, cit., pg. 24.

³⁹ Esta definição aplica-se apenas aos contratos de opções transaccionados em mercados organizados, dado que as opções OTC não implicam a definição prévia de quaisquer características.

Exemplo 2 - O exercício do direito de opção

Admitamos que o Senhor X, em 2 de Maio de 1996, adquire uma opção de venda (americana) sobre 100 acções da empresa ABC ao Banco Y, pagando um prémio de 100\$00 por acção. O preço de exercício (por acção) é de 2000\$00 e a data de expiração é 31 de Julho de 1996.

Em tal situação, o Senhor X poderá, caso deseje, vender 100 acções da empresa ABC por 2000\$00 cada, desde 2 de Maio até à data de expiração, uma vez que se trata de uma opção americana. Chama-se a isto o exercício da opção. Por seu lado, o Banco Y é obrigado a comprar as acções, caso tal lhe tenha sido solicitado no prazo referido. Se o Senhor X não declarar pretender exercer o seu direito de venda até 31 de Julho, a opção expirará, sem qualquer penalização para este agente. Sendo assim, através do pagamento de 100\$00 por acção, o Senhor X adquiriu o direito de venda dentro do prazo que decorre até à data de expiração. A compensação monetária do Banco Y para se colocar na situação de sujeição referida é exactamente o recebimento deste prémio.

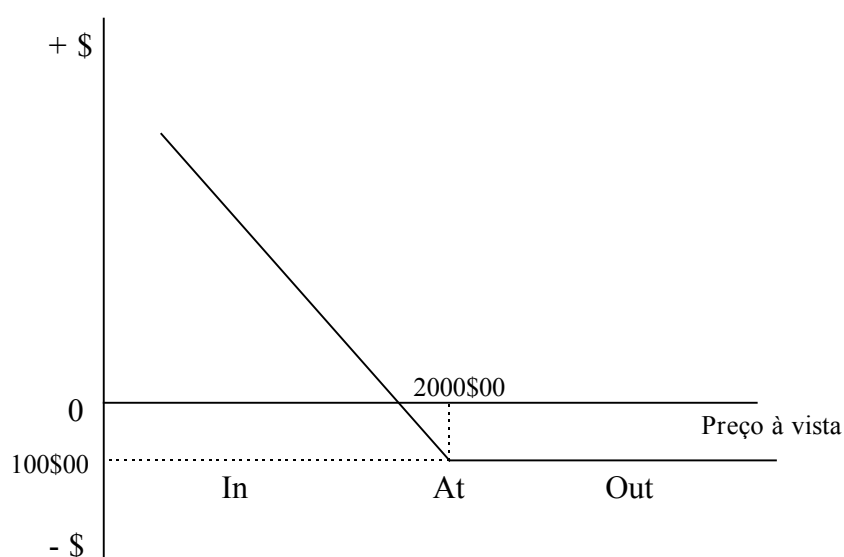
Uma opção diz-se “in”, “at” ou “out-of-the-money” consoante as diferenças existentes entre o preço de exercício e o preço à vista do activo subjacente tornem interessante, indiferente ou desinteressante, respectivamente, o exercício da opção pelo seu comprador. Assim, e tendo em vista a sistematização destes conceitos para opções de compra e de venda, apresentamos o seguinte quadro:

Situação	Opção “Call”	Opção “Put”
Preço de exercício inferior a preço à vista	“In-the-money”	“Out-of-the-money”
Preço de exercício igual a preço à vista	“At-the-money”	“At-the-money”
Preço de exercício superior a preço à vista	“Out-of-the-money”	“In-the-money”

Exemplo 2 (continuação) - Opção “in-the-money”

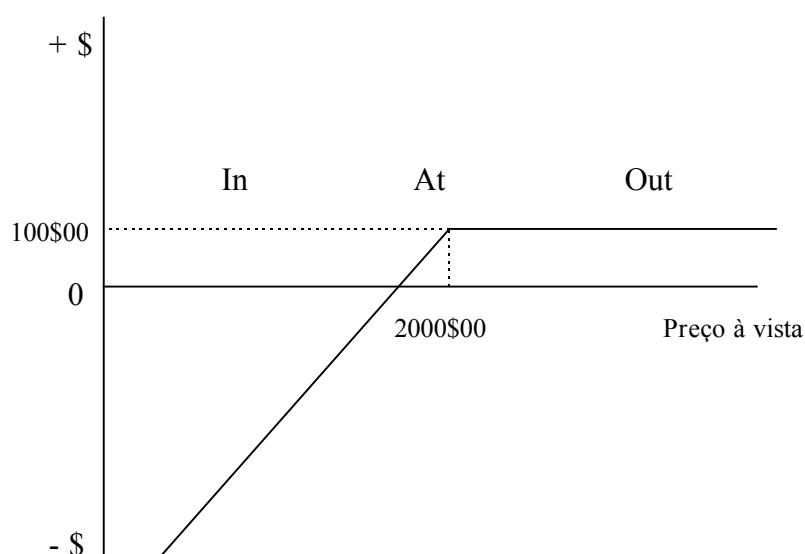
Continuando a analisar o exemplo apresentado previamente, suponhamos que no dia 2 de Maio, a cotação à vista das acções ABC era de 1950\$00. Nesse caso, o Senhor X poderia vender as acções (via exercício da opção) por 2000\$00, enquanto só o conseguiria fazer por um preço inferior no mercado à vista. Estamos perante uma opção “in-the-money”.

O perfil de resultados de um comprador de uma opção de venda é, assim, o que se apresenta a seguir:



Do perfil de resultados acabado de apresentar, podemos concluir que, no caso referido anteriormente e apesar da opção estar “in-the-money” (o Senhor X pode ter interesse em exercê-la porque consegue vender a 2000\$00 algo que à vista só vale 1950\$00), o comprador apresenta um resultado global negativo por força do prémio de 100\$00 previamente pago.

Simetricamente, o perfil de ganhos e perdas do vendedor da opção de venda é o seguinte:



Dispensamo-nos de apresentar os perfis de resultados associados à compra e à venda de opções de compra, por se deduzirem facilmente a partir dos acabados de apresentar.

Resta-nos referir um último aspecto relativo às opções e que tem a ver com a sua avaliação. Aparentemente, o valor de uma opção (e, logo, o prémio que um qualquer agente estaria disposto a pagar para a adquirir) seria igual ao montante pelo qual essa opção estivesse “in-the-money”. Assim, no exemplo acima, o Senhor X só teria de desembolsar 50\$00 de prémio ($2000\$00 - 1950\$00$). Essa quantia, designada “valor intrínseco”⁴⁰, não esgota, no entanto, a totalidade do valor da opção.

⁴⁰ A expressão “valor intrínseco” utilizada no contexto presente conflitua com a noção correspondente, geralmente utilizada na teoria financeira, a qual aponta para a avaliação “justa”, teórica, dos activos

Com efeito, conferindo a opção um direito de exercício ao seu detentor, este poderá exercê-lo em qualquer momento até à data de expiração (ou nessa data, no caso de opções europeias). Assim, ainda que uma opção esteja “out-of-the-money”, os agentes podem antecipar a existência de uma probabilidade, tanto maior quanto maiores forem o prazo remanescente até à expiração e a volatilidade dos preços, de ela vir a estar “in-the-money” até à data de expiração, probabilidade à qual os agentes atribuem um valor, designado “valor temporal”, o qual é também incorporado no prémio. No exemplo citado, o valor temporal da opção é de 50\$00, correspondendo à diferença entre os 100\$00 do prémio e o valor intrínseco (50\$00).

4. Outros contratos resultantes de combinações dos anteriores

A consideração dos “forwards”, futuros e opções praticamente esgota as grandes categorias de negociação a prazo existentes. Com efeito, toda uma panóplia adicional de instrumentos existentes (com excepção dos “swaps”) pode ser conceptualmente entendida pela combinação de características daqueles três instrumentos. É o caso dos “caps”, “floors” e “collars”, que mais não são que contratos “forward” com limites de variação de resultados previamente estabelecidos.

financeiros. Assim, na teoria financeira, e na hipótese de os mercados serem eficientes, o preço obtido no mercado tenderia a igualar o valor intrínseco.

A noção de valor intrínseco apresentada ao longo do presente trabalho não equivale ao valor “justo” dos contratos de opções, mas apenas a uma parte desse valor. Dada a confusão que se pode gerar em torno de dois conceitos tão distintos, seria interessante procurar obter uma designação diferente para o conceito aplicável às opções.

Nesse sentido apontam Brealey e Myers (in “Principles of corporate finance”, McGraw-Hill International Editions, 1988, pg. 480), que o designam “valor da opção se exercida agora”, e Brigham e Gapenski (in “Financial management - Theory and practice”, The Dryden Press, 1991, pg. 692), que lhe chamam “valor de expiração da opção”.

No entanto, a tradição da literatura especificamente dedicada aos derivados assenta na utilização da designação “valor intrínseco”. Veja-se, a propósito, e como meros exemplos, as obras de Dubofsky, David A. - “Options and financial futures - Valuation and uses”, McGraw-Hill International Editions, 1992, e Gemmill, Gordon - “Options pricing - An international perspective”, McGraw-Hill Book Company, 1993. Mais relevante ainda é a utilização de tal terminologia pelo E48 do IASC.

Assim, e tendo em consciência a citada incompatibilidade entre as duas acepções da designação, iremos utilizar, ao longo deste trabalho, a expressão “valor intrínseco” para designar a diferença entre os preços de exercício e do activo subjacente à opção, em qualquer momento.

Também bastante conhecidos, e transaccionados em mercados organizados, ao contrário do que se passa com os anteriores, são os contratos de opções sobre futuros, que conferem ao comprador da opção o direito de adquirir na, ou até à, data de expiração, uma posição, compradora ou vendedora (consoante a opção transaccionada tenha sido uma “call” ou uma “put”), num contrato de futuros com vencimento posterior à data de expiração da opção.

5. “Swaps”

Já o caso dos “swaps” é algo diferente: são o resultado da “compressão” num único instrumento de duas ou mais operações “forward”, numa das quais um dos agentes é comprador e o outro vendedor, assumindo eles posições inversas na segunda das operações. Como é óbvio, o activo subjacente de ambas as operações não é o mesmo, sob pena de os agentes se tornarem detentores de posições que, em termos líquidos, conduzam a resultados nulos.

Assim, um “swap” é “uma transacção entre duas partes para intercambiar fluxos de pagamentos no tempo... num “swap”, cada parte assume o risco da outra.”⁴¹

Iremos, no entanto, prestar alguma atenção aos “swaps” no decurso deste trabalho, dado que se prevê para breve a abertura de um mercado organizado de registo deste tipo de operações em Espanha, na MEFF-RF (o mercado espanhol de derivados sobre activos de rendimento fixo, sediado em Barcelona), e de um outro na CME.

2. Métodos de avaliação de contratos derivados

Os contratos de derivados objecto da presente análise são avaliados de acordo com um conjunto de modelos que procuram determinar o seu valor teoricamente correcto,

⁴¹ Adell, Ramón e Ketterer, Juan Antonio - “Gestión de tesorería con futuros financieros”, Eada Gestión, Barcelona, 2ª edição, Maio de 1993, pg.147 (tradução de nossa responsabilidade).

atendendo a determinado conjunto de pressupostos e às circunstâncias prevaletentes nos mercados dos activos subjacentes.

Na presente secção iremos elencar brevemente os principais modelos utilizados na avaliação dos referidos contratos.

1. Futuros

O principal modelo de avaliação de contratos de futuros - o designado modelo do “cost-of-carry” ou custo de carregamento - baseia-se no desenvolvimento de operações de arbitragem entre mercados de futuros e mercado do activo subjacente.

Concretamente, este modelo determina o valor teórico a prazo de um determinado activo, partindo do seu valor corrente e adicionando uma parcela relativa aos custos de financiar e deter uma posição nesse mesmo activo desde a data presente até ao vencimento do contrato de futuros em questão. A esses custos de “carregamento” (financiamento, armazenagem, seguro, etc) terão de ser deduzidos eventuais retornos que a detenção do mesmo activo proporcione (por exemplo, no caso de uma carteira de acções, os eventuais dividendos distribuídos pelas mesmas). A diferença entre estas duas componentes determina o designado “custo líquido de financiamento”.

Se, em dado momento, os preços praticados no mercado de futuros se afastarem significativamente do seu valor “justo”, então, os agentes de mercado desenvolverão operações de arbitragem entre os dois mercados, as quais, tendencialmente, conduzirão os preços a uma relação de equilíbrio.

Exemplo 3 - Arbitragem

Admita-se que, por hipótese, num determinado momento, a cotação corrente do ouro é de 400 dólares por onça, a taxa de juro relevante é de 10% (anual nominal) e que deter

uma onça de ouro, durante um ano, implica custos de seguro e de custódia de 4 dólares.

Nesta situação, o valor justo, a prazo de um ano, de uma onça de ouro, seria de \$444,4 $[(\$400+\$4) * (1+10\%)]$. Se, por hipótese, os contratos de futuros sobre ouro com vencimento a um ano, estivessem cotados no mercado a \$450 dólares por onça, sobreavaliados portanto, face ao respectivo valor justo, os agentes de mercado poderiam desenvolver operações de arbitragem entre mercado a contado e mercado de futuros de ouro, comprando no primeiro e vendendo no segundo, operações essas que, pela pressão das forças de oferta e procura, conduziriam os preços à sua relação de equilíbrio.

Contrariamente, se o preço dos mesmos contratos de futuros fosse inferior a \$444,4, por exemplo, \$440 então, a actuação de arbitragem seria simétrica, comprando ouro a futuro (onde o mesmo está subavaliado) e vendendo ouro no mercado a contado.

2.Opções

Os modelos mais divulgados de valorização de contratos de opções são o binomial e o de Black-Scholes. Ambos partem de um conjunto de pressupostos sobre a volatilidade dos activos subjacentes, a taxa de juro isenta de risco e sobre a distribuição de probabilidades mais adequada para a análise das evoluções de preços (distribuição normal no modelo de Black-Scholes e, como o nome o indica, binomial no outro).

Tendo ainda em consideração os dados sobre o prazo até à expiração, o preço de exercício e o preço à vista do activo subjacente, os modelos acima determinam o valor teórico de opções “call” e “put”.

Estes modelos surgiram originalmente para avaliar opções sobre acções sem dividendos. Com o aparecimento de novos produtos derivados, desenvolveu-se um

conjunto de variantes destinadas a acomodar as alterações decorrentes da citada inovação.

Dado não constituírem o fulcro da presente dissertação, dispensar-nos-emos de aprofundar tais modelos, bem como de apresentar exemplos de avaliação com base nos mesmos.

3. “Swaps”

Os “swaps” são normalmente avaliados através do desconto para o presente dos respectivos “cash-flows” futuros (método designado, na linguagem anglo-saxónica, DCF - “Discounted cash-flow”).

Não nos alongaremos mais sobre este método, uma vez que, por força da estrutura do exemplo de contabilização apresentado no capítulo VI, o mesmo é aí explicado em detalhe.

Verificamos, assim, que é possível elencar um conjunto de métodos de avaliação dos produtos derivados, os quais não devem ser confundidos com os critérios valorimétricos que podemos aplicar à avaliação contabilística de tais produtos.

Estes critérios serão referidos no próximo capítulo e os métodos de avaliação acabados de apresentar podem constituir uma boa base de trabalho para a aplicação de um desses critérios, o do valor de mercado, dado que, na ausência de cotações, aqueles métodos poderão servir de respectivo sucedâneo para obtenção do valor dos produtos.

Passaremos de seguida à análise das principais diferenças introduzidas pela negociação em mercados organizados, face à verificada em mercado de balcão, a qual nos servirá de base para algumas das distinções no tratamento contabilístico proposto.

3. Mercados organizados *versus* OTC

A negociação em mercados organizados caracteriza-se, desde logo, pela existência de uma entidade intermediária, a entidade gestora do mercado, que coloca em “comunicação” as diferentes partes interessadas em negociar. É assim possível negociar com contrapartes desconhecidas, o que não se verifica no mercado de balcão.

Esta característica (idêntica, aliás, à verificada nos mercados organizados de transacções à vista) tem como condição básica o conhecimento prévio pelos agentes intervenientes no mercado daquilo que é possível negociar, o que pressupõe a padronização e fungibilidade dos instrumentos a serem negociados.

Existindo a referida fungibilidade, será possível aos agentes procederem à transmissão de posições detidas, independentemente das contrapartes com quem as transaccionaram originalmente, dado que a Câmara de Compensação garante, por mecanismos que adiante veremos, a uniformização das características dos contratos.

Assim, e dado que existirá uma pluralidade de agentes a intervir, em simultâneo e sobre os mesmos produtos, nos mercados organizados, torna-se claro que esses mesmos produtos têm uma muito maior liquidez, sendo relativamente fácil para os agentes entrar e sair do mercado sem grandes custos de oportunidade.

Essa mesma característica permite também considerar como “economicamente mais justos” os preços formados em mercados organizados, e logo mais fiáveis do ponto de vista da análise da situação económico-financeira dos intervenientes no mercado e da rendibilidade das operações por eles levadas a cabo.

Verificamos assim que a existência das características acima referidas (intermediação pela entidade gestora, padronização e fungibilidade) confere vantagem aos mercados organizados sobre os OTC, a vários níveis:

- maior liquidez do mercado, com a facilitação da entrada/saída por parte dos agentes;
- menor morosidade do processo negocial, dado que apenas é necessário definir o preço a que se realizará a transacção, estando todas as restantes características previamente definidas;
- maior transparência do processo de formação de preços, como resultado da maior liquidez e do facto de os agentes não se conhecerem, devendo publicitar as suas ofertas para todo o mercado.

Como é óbvio, existe um “trade-off” entre as vantagens acima referidas e uma desvantagem dos mercados organizados sem a qual não se justificaria a sobrevivência e a pujança dos mercados OTC. Com efeito, a padronização acima referida é claramente uma desvantagem para os intervenientes no mercado, que prefeririam ter acesso a contratos “desenhados à medida”, sendo forçados a negociar contratos mais ou menos “aproximados” dos desejados, caso pretendam usufruir das vantagens acarretadas pela intervenção em mercado organizado.

Em conclusão, verificamos que os mercados organizados permitem uma muito melhor avaliação dos instrumentos negociados, sendo assim também mais fácil avaliar o risco de mercado (por variações de preços) em que os agentes incorrem.

1. Risco de crédito

A especificidade dos mercados a prazo traduz-se, porém, na existência de um outro risco, para além do de mercado - o risco de crédito. Com efeito, e dado que as transacções realizadas em mercados a prazo se referem à fixação de preços de negócios que só terão a sua concretização no futuro, cada interveniente no mercado concede crédito à sua contraparte pelo montante da evolução favorável de preços em que porventura venha a incorrer. Assim, cada agente que esteja a perder com a evolução das cotações é um devedor e, logo, um potencial incumpridor, “criando” o respectivo risco de crédito junto da sua contraparte.

Também neste aspecto os mercados organizados apresentam uma vantagem clara sobre os de balcão, eliminando ou reduzindo substancialmente o risco de crédito existente. A forma como tal é feito será analisada adiante, no ponto 5 deste capítulo.

Conforme veremos mais à frente, são estas duas características da negociação em mercados organizados (maior facilidade de avaliação do risco de mercado e quase inexistência de risco de crédito) que explicam as diferenças no tratamento contabilístico relativamente aos produtos negociados em OTC e justificam muitas das soluções apresentadas para a relevação de posições e operações realizadas em mercados organizados.

No entanto, não são apenas estas características que explicam as soluções valorimétricas e de relevação sugeridas ao longo do trabalho. Também a finalidade com que os derivados são utilizados e os diferentes tipos de funções desempenhadas pelos agentes intervenientes no mercado influenciam a forma de tratamento contabilístico a utilizar. São esses dois aspectos que passamos a analisar.

4. Agentes do mercado: funções e finalidades da sua actuação

1. Funções

Conforme foi anteriormente mencionado, os mercados organizados permitem eliminar o risco de crédito existente nos mercados OTC, o qual resulta do facto de as partes que estão num determinado momento a ganhar com o negócio efectuado não terem ainda efectivamente realizado os correspondentes ganhos, sendo por isso credoras das respectivas contrapartes.

Não iremos explicar imediatamente os mecanismos utilizados para anular ou reduzir esse risco (fá-lo-emos no próximo ponto 5), mas podemos desde já adiantar que a chave para o funcionamento desses sistemas de eliminação de risco de crédito assenta

na actuação de um conjunto de membros do mercado, os membros compensadores, que se responsabilizam pelo bom cumprimento dos contratos realizados em mercados organizados e que, por essa razão, devem ser entidades com elevada solidez financeira e capacidade técnica.

Os membros compensadores não são, no entanto, os únicos intervenientes no mercado. Existem outros membros que, por não terem a supra-citada capacidade financeira ou por, pura e simplesmente, não terem interesse em ser compensadores, se limitam a negociar. São os membros negociadores, que fazem chegar ao mercado as ofertas de compra e venda dos seus clientes (ou as suas, caso possam negociar por conta própria)⁴². Não sendo compensadores, estes membros necessitam, no entanto, que alguém se responsabilize pelo risco de crédito resultante das posições que assumem, pelo que são obrigados a estabelecer uma relação contratual com um membro compensador. Refira-se ainda que os membros compensadores podem, geralmente, acumular funções de negociação.

Como ressalta do que acabámos de dizer, há agentes interessados em intervir no mercado, mas que não são seus membros, necessitando por essa razão de contratar os serviços de um intermediário (membro negociador, ou compensador com funções de negociação). Tais agentes são, pois, clientes finais, constituindo assim a terceira categoria de intervenientes do mercado (e a razão maior da sua existência, pelo menos em alguns segmentos do mesmo).

Estes três tipos de agentes relacionam-se, pois, entre si, de forma “hierárquica” (no que se refere aos sucessivos graus de responsabilidade que assumem perante o mercado), pelo que existirão algumas peculiaridades no tratamento contabilístico das operações levadas a cabo por cada um deles, embora não existam diferenças a nível dos grandes princípios contabilísticos e dos critérios valorimétricos a aplicar a cada um deles

⁴² Existem ainda membros negociadores que só podem actuar por conta própria, de que são exemplo os “négociateurs individuels de parquet” do MATIF (“Marché à Terme International de France - Paris”) e os “locals” (que são muito comuns nos mercados anglo-saxónicos).

quando se encontrem em situações de base idênticas. É por esta razão que decidimos, neste capítulo, chamar a atenção para esta classificação funcional.

2. Finalidades de actuação

a) “Hedging”

Quando nos interrogamos sobre as razões que levaram ao surgimento dos mercados a prazo, rapidamente concluimos que têm sobretudo a ver com a cobertura do risco de variação desfavorável de preços.

Assim, se um determinado agente detiver uma posição no mercado à vista de um determinado activo, poderá ter interesse em “compensá-la” com uma posição simétrica num mercado a prazo do mesmo activo.

Desta forma, um investidor que detenha um activo (ou que tenha o direito de vir a detê-lo no futuro) é detentor de uma posição designada “longa” nesse activo e terá a recear futuras diminuições do seu preço. Por conseguinte, deverá, caso queira eliminar o seu risco de mercado, vender o activo no mercado a prazo, fixando de imediato o preço a que a transacção de venda ocorrerá no futuro, ou seja, anulando o risco de variação desfavorável de preços através da constituição de uma posição (designada “curta”) naquele mercado.

O exemplo seguinte permite demonstrar o conceito de cobertura curta, ou vendedora, com contratos de futuros, a qual deverá ser implementada quando a posição no mercado a contado é longa e está, por isso, sujeita ao risco de diminuição de preços.

Exemplo 4 - cobertura de posição longa

Assuma-se a hipótese de um investidor que detém uma carteira de 1 000 acções da empresa ABC, que pretende alienar um mês mais tarde. Não estando disposto a assumir o risco de queda de preços das acções, durante esse período, vende contratos

de futuros, com vencimento a um mês, sobre as acções ABC. Admita-se que transacionou esses contratos a um preço de 1 000\$ por acção, quando a cotação das mesmas acções no mercado a contado era de 950\$.

Assim, se por hipótese, no momento em que vai vender as acções, a cotação das mesmas, no mercado a contado, for de 850\$00, o agente terá perdido com a desvalorização da sua carteira, 100\$00 por acção; porém, o preço dos futuros terá também diminuído do mesmo montante⁴³, diminuição essa que representa um resultado positivo para a posição de venda do investidor, que lhe permite compensar a redução do valor de mercado da sua carteira. Na hipótese de evolução contrária de mercado, ou seja, valorização das acções, seria, neste caso, o resultado positivo com a venda das mesmas a compensar a perda registada com contratos de futuros. Em qualquer situação, o agente garante, à partida, a cotação a que vai vender as acções em data futura, independentemente da evolução que o mercado entretanto vier a registar.

Um agente que detenha uma posição curta à vista (ou seja, que deva, preveja vir a dever ou a ter necessidade de adquirir um determinado activo) poderá eliminar o respectivo risco de variação de preços pela entrada numa posição longa, pela mesma quantidade, no mercado a prazo. O agente fixará assim, desde já, o preço de compra do activo a adquirir futuramente.

Exemplo 5 - cobertura de posição curta

A situação em termos de exposição ao risco é, neste caso, simétrica à do exemplo anterior. Trata-se de um investidor que assumiu uma posição curta ou vendedora, no mercado de acções ABC (por hipótese, recorrendo à figura do “short selling”), estando, desse modo, exposto ao risco de aumento de preços das mesmas acções pelo que, para

⁴³ Em princípio, por força do processo de convergência entre preços, a futuro e a contado, na data de vencimento dos futuros, as variações de preços seriam distintas em ambos os mercados. No entanto, a explicação para tal facto ultrapassa o âmbito desta dissertação e, o mesmo não tem implicações substanciais sobre os conceitos que agora se pretendem demonstrar, pelo que nos dispensaremos de mais considerações.

compensar tal risco, deverá assumir uma posição de compra de contratos de futuros, a qual irá beneficiar com os aumentos de preços, permitindo, desse modo, compensar os resultados negativos registados com a posição a contado, em caso de aumento de preços das acções. Se, contrariamente, os preços diminuírem, então, serão os resultados positivos na posição a contado que compensarão as perdas registadas com a posição assumida em futuros.

Os agentes que assumem actuações do tipo das apresentadas nos dois últimos exemplos são normalmente designados por “hedgers”, como resultado de a expressão utilizada para designar a cobertura de risco nos países de língua inglesa ser “hedging”.

Os “hedgers” podem efectuar basicamente dois tipos de cobertura de risco, quando analisada do ponto de vista do universo de activos/responsabilidades cobertos: a micro e a macro-cobertura.

Numa operação de micro-cobertura, o agente intervém no mercado a prazo para cobrir uma posição detida no mercado à vista constituída por um único activo/responsabilidade (ou por um conjunto limitado e fortemente homogéneo destes).

Já numa operação de macro-cobertura o agente procura cobrir o risco de uma posição formada por um conjunto mais alargado de activos/responsabilidades, também com características de alguma homogeneidade (embora não tão elevada como na micro-cobertura). É o caso, nomeadamente, dos bancos, que podem efectuar uma prévia “consolidação” das suas posições devedoras e credoras para uma maturidade remanescente dentro de um determinado intervalo, e só depois procederão à cobertura do respectivo risco de taxa de juro pelo valor “líquido” das posições em causa. A operação de cobertura não eliminará totalmente o risco, dada a diversidade de maturidades e taxas de juro a serem cobertas em simultâneo, mas poderá reduzi-lo significativamente, caso tenha sido bem estruturada.

b) Especulação

Para que os “hedgers” possam eliminar o risco de variação desfavorável de preços, sempre que o desejam, necessitam de actuar em mercados que lhes proporcionem a necessária liquidez. Ora, se tais mercados tivessem como únicos intervenientes esses mesmos “hedgers”, a verificação desse requisito estaria à partida comprometida.

Com efeito, os perfis de necessidades de cobertura dos vários agentes intervenientes no mercado não se ajustam perfeitamente uns aos outros (pense-se, a título de exemplo, num país hipotético em que os únicos agentes com relações económicas com terceiros países fossem exportadores e importadores que fizessem os seus negócios numa mesma divisa, sendo, por conseguinte, os exportadores credores de recebimentos e os importadores devedores de pagamentos efectuados nessa divisa; bastaria que o montante das exportações do país fosse diferente do das importações para que os dois tipos de agentes não conseguissem cobrir todas as suas posições cambiais⁴⁴).

Torna-se assim necessária a intervenção de um outro tipo de agentes, que assumam posições a descoberto (e não de cobertura de posições detidas no mercado à vista) em função de expectativas que detenham sobre a evolução futura dos preços. Tais intervenientes são designados por “especuladores” e, realizando operações nos mercados a prazo com meros objectivos de aplicação financeira de valores, são essenciais para garantir a liquidez e melhorar a transparência dos mercados e a sua eficiência enquanto veículos de cobertura de riscos.

c) Arbitragem

Finalmente, é possível encontrar nos mercados um terceiro tipo de agentes, com uma finalidade de actuação diferente das anteriores, os arbitragistas. Estes intervêm nos mercados para tirar partido de ineficiências momentâneas nos processos de formação de preços. A título de exemplo, podemos imaginar uma situação em que os preços no mercado à vista estejam tão baixos, por comparação com os preços a futuro, que seja compensador para um agente comprar o activo à vista e vendê-lo a futuro (tal como no

exemplo apresentado previamente, no ponto 2 deste capítulo), apesar de ter de acarretar com os custos financeiros inerentes à aquisição imediata contra a venda a prazo, e ainda, eventualmente, com outros custos (como, por exemplo, os de armazenagem e seguro).

É também possível efectuar operações de arbitragem de sentido inverso (venda do activo à vista e compra a futuro). Estes dois tipos de operação podem também ser realizados entre dois quaisquer momentos futuros, usando dois vencimentos diferentes de um contrato de futuros. Para além destes tipos de arbitragem, existe ainda a “arbitragem inter-mercados”, realizada quando o arbitragista actua simultaneamente comprando e vendendo o mesmo activo para uma mesma data, mas em mercados distintos.

Da explicação acima resulta que os arbitragistas desenvolvem estratégias de actuação isentas de risco, fixando o seu ganho à partida, aquando da realização simultânea dos dois negócios (de compra e venda)⁴⁴. Como é óbvio, se uma ineficiência nos preços se verifica, os arbitragistas actuam de imediato, dado que podem efectuar um ganho sem risco, comprando o activo no mercado onde se encontra sub-avaliado e vendendo-o naquele em que está sobre-avaliado. Como resultado, os preços de ambos os mercados tenderão a aproximar-se, pelo que a actuação dos arbitragistas é crucial para a eficiência dos mecanismos de formação de preços, impedindo o mercado de se afastar do que poderíamos designar por “preço justo”.

As diferentes estratégias de actuação acabadas de referir colocam os agentes em diferentes situações perante o risco de variação de preços, estando uns mais expostos

⁴⁴ Deveria, aliás, ser ainda tomado em conta o perfil temporal dos fluxos de pagamentos e recebimentos, o qual também teria de ser idêntico para importadores e exportadores.

⁴⁵ Na realidade, esta asserção não é rigorosamente verdadeira, pois os efeitos financeiros dos desembolsos a realizar pelo arbitragista podem introduzir alguma incerteza na determinação do resultado final de uma operação, embora não suficientemente elevada para por em causa tudo o que é referido no corpo do texto; sobre este assunto, cf. Bolsa de Valores do Porto - “Contratos de futuros: avaliação e estratégias de intervenção”, Porto, 1995, pgs. 77/9.

do que outros a eventuais prejuízos decorrentes das variações possíveis. Os objectivos dos agentes, ao actuarem de uma ou de outra forma, são também diferentes. Não é pois de admirar que os efeitos ao nível contabilístico das estratégias seguidas sejam significativamente mais profundos que os resultantes das funções exercidas pelos agentes nos mercados organizados, chegando a existir diferenças nos critérios valorimétricos a aplicar, consoante a estratégia utilizada.

É essa a razão da breve explicação apresentada sobre as finalidades de actuação dos agentes no mercado. Para terminar este capítulo, resta-nos falar da forma de funcionamento dos mercados organizados, o que nos permitirá referir algumas especificidades que justificam um tratamento contabilístico diferenciado relativamente aos mercados OTC.

5 - Mercados organizados: estrutura e forma de funcionamento

Já em pontos anteriores foi referida a especificidade dos mercados organizados relativamente aos OTC, a qual se traduz, desde logo, na existência de uma entidade gestora do mercado organizado, que põe em contacto, de forma indirecta, os vários agentes interessados em intervir no mercado e vela pela transparência dos negócios nele verificados.

Esta característica é comum a todos os mercados organizados, quer neles se efectuem transacções à vista ou a prazo. Assim, um agente interessado em comprar ou vender um produto negociado num mercado a prazo deverá estabelecer um contrato de prestação de serviços com um intermediário legalmente autorizado a actuar, por conta de terceiros, nesse mesmo mercado. Será este intermediário que canalizará as ofertas de negócio do agente para o mercado, o que permite uma mais ampla disseminação daquelas do que a verificada em OTC, quando os agentes se relacionam directamente entre si, possibilitando simultaneamente que os clientes finais destas operações mantenham o anonimato.

Conforme já tínhamos referido, os mercados organizados de instrumentos derivados distinguem-se dos mercados à vista, mas por uma outra razão. Com efeito, a transacção de instrumentos financeiros a prazo gera um risco de crédito (que não existe nas transacções à vista), que já foi mencionado, e cuja eliminação (ou forte redução) é garantida nos mercados organizados. O núcleo desta secção final destina-se precisamente a descrever a forma como esse desiderato é atingido.

1. Estrutura

Desde logo, estes mercados caracterizam-se pela presença de uma entidade, a Câmara de Compensação, que pode ou não ser independente da entidade gestora do mercado⁴⁶. É esta Câmara de Compensação que serve de garante do adequado cumprimento dos compromissos assumidos pelos agentes intervenientes no mercado.

Para que tal seja possível, esta entidade aceita como membros (os já referidos membros compensadores) instituições que demonstrem ter capacidade (financeira e técnica) e idoneidade para efectuar a gestão de posições assumidas pelos membros negociadores, por conta própria ou de terceiros (os clientes finais).

Temos assim mercados com uma estrutura repartida por 4 “níveis”: no topo, a Câmara de Compensação, que apenas se relaciona, de forma directa, com os membros compensadores; de seguida, estes, que servem de garante, perante aquela, das posições assumidas pelos membros negociadores; estes, que servem de intermediários dos clientes finais; e, finalmente, os utilizadores finais dos contratos aí transaccionados.

Refira-se que a estrutura acima referida não conflitua com o facto de os membros compensadores poderem desempenhar simultaneamente funções de negociação, ou com a possibilidade de um qualquer membro negociador exercer a sua actividade por

⁴⁶ Em geral, verifica-se que as Câmaras de Compensação são entidades independentes da entidade gestora nos mercados mais antigos, sendo que a tendência recente aponta para a integração, ou seja, para que as Câmaras de Compensação sejam departamentos das entidades gestoras.

conta própria, para além de o fazer por conta de terceiros (ou até de se limitar a negociar por conta própria).

2. Funcionamento

Quando nos referimos ao funcionamento dos mercados organizados de derivados estamos, por conseguinte, particularmente interessados na forma como a Câmara de Compensação assegura a redução/eliminação do risco de crédito, já que o aspecto da negociação propriamente dita não difere do que é conhecido para os mercados à vista.

Assim, e imediatamente após se ter efectuado o registo de uma operação no mercado, a Câmara interpõe-se entre o comprador e o vendedor, passando a desempenhar o papel de vendedor perante o comprador e o de comprador face ao vendedor. Desta forma se mantém, por um lado, o anonimato das partes envolvidas, conseguindo-se, simultaneamente, que cada uma delas não esteja preocupada com o “rating” de crédito da outra, mas apenas com o da Câmara.

A citada interposição da Câmara entre compradores e vendedores só é possível porque, para além da padronização das características dos contratos, a qual permite a fungibilidade dos mesmos, a única característica definida pelas partes - o preço da operação - é, de alguma forma, homogeneizada, por força da aplicação do mecanismo de ajuste diário de ganhos e perdas, o qual, como veremos de seguida, funciona também como sistema de redução/eliminação do risco de crédito das operações.

Quando utilizamos as expressões “comprador” e “vendedor” estamos a reportar-nos, não aos clientes finais, mas sim aos respectivos membros compensadores, que são os únicos agentes com os quais a Câmara se relaciona directamente e que se responsabilizam perante esta pelo cumprimento de todos os compromissos resultantes de posições assumidas pelos seus representados (negociadores e/ou clientes finais) e por si próprios.

Desta forma, a Câmara só incorre em risco de crédito perante os seus membros compensadores, que por isso têm de ter as características de especial capacidade financeira e técnica que atrás mencionámos. No entanto, o cumprimento de tais requisitos, se bem que providencie uma substancial diminuição dos riscos assumidos pela Câmara, não é, por si só, garante da sua total eliminação⁴⁷.

Justifica-se assim que se tenham desenvolvido mecanismos de segurança que permitam eliminar (ou quase) tal incerteza. O funcionamento de tais mecanismos é assegurado pela Câmara de Compensação e são eles que explicam, em larga medida, o sucesso dos mercados organizados de derivados.

a) Ajustes diários de ganhos e perdas

O mais importante desses mecanismos é o conseguido pela articulação de ajustes diários de ganhos e perdas com o depósito de uma margem inicial por contrato aberto, por cada membro⁴⁸.

Com efeito, se o risco de crédito nestes mercados resulta dos ganhos não realizados imediatamente por parte dos membros, então a melhor forma de o reduzir será precisamente obrigar a que essa realização de ganhos se verifique de forma quase instantânea.

Dessa forma, e no final de cada sessão, a Câmara procede aos cálculos necessários para aferir quais os membros que estão a ganhar e quais os que estão a perder com a evolução registada pelos preços, procedendo à liquidação dos montantes ganhos/perdidos pelos membros na sessão. Dito de outra forma, diariamente a Câmara

⁴⁷ Veja-se o que aconteceu com entidades à partida dotadas de uma elevada reputação e que tiveram problemas sérios, de que o melhor exemplo é o da empresa “Drexel Burnham Lambert” que, aquando da verificação do seu desequilíbrio financeiro, era um dos maiores intervenientes nos mercados mundiais de derivados. Ou, se quisermos utilizar um exemplo mais próximo, o que se passou com o “Banco Español de Credito” (Banesto), que também era um dos maiores “actores” do mercado espanhol.

⁴⁸ Daqui para a frente, e até ao final deste capítulo, sempre que utilizarmos a expressão “membro” subentende-se que nos estamos a referir aos membros compensadores, a menos que explicitamente se refiram os membros negociadores.

solicita aos membros que estão a perder que lhe paguem o montante da perda da sessão e transfere de imediato esse valor para os membros que estão a ganhar.

Note-se que, dado que nos encontramos perante um “jogo de soma nula”, o montante das verbas transferidas para a Câmara pelos membros que perdem iguala o transferido por aquela para os que estão a ganhar. A Câmara assegura assim uma posição líquida nula (salvo no que se refere às comissões e taxas que auferem pelos serviços que presta).

Exemplo 6 - “jogo de soma nula”

O exemplo seguinte permite ilustrar o conceito em questão. Para o efeito, assuma-se a hipótese de um mercado de futuros com apenas dois intervenientes, A e B, os quais actuam no mercado do produto X, onde uma Câmara de Compensação procede, diariamente, ao cálculo e transferência dos ajustes diários de ganhos e perdas em função dos preços de referência que determina em fim de sessão.

Admita-se, ainda, que, num determinado dia d, A e B entram no mercado. A compra 10 contratos, os quais são vendidos por B, a uma cotação unitária de 100 unidades monetárias (u.m.) Os preços de referência (PR), bem como os resultados de cada um dos intervenientes, em função da evolução de preços, e os correspondentes ajustes diários de ganhos e perdas são resumidos na tabela seguinte:

Dia	PR	Resultados de A	Resultados de B	Consolidado
d	102	+ 20	-20	0
d+1	110	+80	-80	0
d+2	105	-50	+50	0
d+2	103	-20	+20	0

Assim, no próprio dia em que A e B abrem posições, essas mesmas posições são ajustadas, em fim de sessão, ao preço de referência desse dia (102). Para a posição que havia sido estabelecida a um preço de 100, a variação de 2 u.m. (ou 20, para a totalidade dos contratos) é positiva para o agente A, que comprou, durante a sessão por 100, algo que, no final da mesma, vale 102. Por seu turno, B vendeu contratos, pelo que a sua posição perdeu valor pelo mesmo montante.

Assim, no final desta sessão, a Câmara de Compensação exigiria o depósito, por parte de B, de 20 u.m., as quais iria transferir para A, parte ganhadora. Deste modo, a Câmara limita-se a transferir de um agente para outro, sendo a sua posição no processo nula. Trata-se, por isso, de um jogo de soma nula.

O mesmo tipo de raciocínio é válido, para as restantes sessões consideradas no exemplo acima sendo que, em $d+1$, continuava a ser B a transferir as suas perdas para A, ao passo que, a partir de $d+2$, o preço começa a diminuir, o que, sendo vantajoso para a posição de venda de B, implica que seja esse agente a ser creditado pelos ajustes diários, por contrapartida de um débito nas contas de A. A Câmara limita-se sempre a transferir saldos de um para outro.

Os conceitos apresentados com este exemplo de um mercado, hipotético, com apenas dois intervenientes, são, obviamente, extensíveis, a um mercado com n agentes.

Este esquema de liquidação imediata de perdas e ganhos é particularmente adequado para os contratos de futuros, dado que nos contratos de opções, e devido ao seu carácter assimétrico, só faria sentido que eventuais fluxos de perdas e ganhos se verificassem com os vendedores, pois os compradores, por terem pago antecipadamente o prémio que lhes dá direito a exercer (ou não) a opção, não têm qualquer obrigação a cumprir, não representando, por isso mesmo, qualquer risco para o mercado, uma vez que o prémio representa o valor máximo que podem perder com o contrato.

No que aos contratos de opções se refere, o esquema geralmente utilizado consiste em se solicitar aos vendedores o depósito de uma margem (designada “margem inicial”) destinada a fazer face às perdas em que possam vir a incorrer, e que, caso as circunstâncias o justifiquem, poderá inclusivamente ser reforçada. Este mecanismo de segurança é também utilizado para os contratos de futuros nalguns dos maiores e mais antigos mercados mundiais (nomeadamente os norte-americanos), pelo que o analisaremos mais em profundidade um pouco mais à frente. Para já, iremos explicar um pouco melhor como funciona o mecanismo assente nos ajustes diários de ganhos e perdas.

Conforme já tínhamos referido, a Câmara de Compensação calcula diariamente o valor dos ganhos e perdas em que incorrem os respectivos membros, solicitando de seguida a respectiva liquidação. No entanto, por razões de ordem operacional, esta não é imediata. Com efeito, mesmo nos mercados mais desenvolvidos, a liquidação financeira de perdas e ganhos só se processa na manhã do dia útil seguinte ao da sessão a que se refere. Assim, a Câmara assume diariamente o risco inerente às perdas em que os membros incorreram na sessão e que só serão liquidadas no dia seguinte.

b) Margens e sua relação com limites de oscilação de preços

É para ultrapassar este risco que a Câmara solicita aos membros que efectuem um depósito por cada contrato negociado no mercado e que aumente a respectiva posição (compradora ou vendedora). Este depósito, designado “margem inicial” deverá, pois, ser suficiente para fazer face às perdas verificadas entre o momento da celebração do negócio e o da primeira liquidação diária de ganhos e perdas (ou entre duas quaisquer liquidações sucessivas).

Exemplo 7 - Margens

Admita-se que, para determinado contrato de futuros, a margem inicial exigida pela Câmara de Compensação do mercado onde tal contrato é negociado é de 100 contos e que um determinado agente actua nesse mercado durante algumas sessões consecutivas, de acordo com o definido na tabela seguinte:

Sessão	Actuação	Posição	Margem exigida
1	Compra de 10 contratos	+ 10	1 000 c.
2	Venda de 5 contratos	+ 5	500 c.
3	Compra de 3 contratos	+ 8	800 c.
4	Venda de 8 contratos	0	0

Assim, na primeira sessão, o agente compra 10 contratos, pelo que terá de depositar, junto da Câmara de Compensação, no final dessa sessão, 1 000 contos (100 c. * 10 contratos).

Na sessão seguinte, o agente vende 5 contratos, o que vai diminuir a sua posição compradora para 5 contratos, sendo-lhe exigida, no final da sessão desse dia, uma margem de 500 contos. Como ele tem depositada margem no valor de 1000 contos, poderá levantar os 500 contos depositados em excesso.

No dia seguinte, compra mais três contratos, o que aumenta a sua posição compradora para 8 contratos, aos quais corresponde uma margem global de 800 contos. Como só tem depositados junto da Câmara 500 contos, deverá, no fim da sessão desse dia, proceder a um reforço de margem de 300 contos, correspondentes ao incremento da sua exposição no mercado.

Finalmente, na sessão 4, o agente vende 8 contratos, fechando, portanto, todas as posições que tinha em aberto junto da Câmara de Compensação, pelo que esta disponibilizar-lhe-á as margens que tinha depositadas, uma vez que deixou de assumir qualquer risco.

Para que exista uma certeza (quase) absoluta de que o montante solicitado de margens é efectivamente suficiente, a Câmara pode impor limites máximos de oscilação de preços por sessão, iguais ou inferiores ao valor das margens requeridas. Caso a volatilidade dos preços numa particular sessão seja muito elevada, conduzindo a que os citados limites sejam atingidos, a Câmara poderá interromper a sessão, pedindo aos seus membros que realizem uma liquidação extraordinária de perdas e ganhos para que os negócios possam ser retomados.

Temos, pois, que a Câmara exige aos seus membros que entreguem um montante de margem inicial directamente proporcional ao número de contratos em aberto, pelo que, sempre que um membro reduz o número de contratos que tem em aberto (diminuindo dessa forma o risco de crédito que representa para a Câmara), lhe é devolvida a parte correspondente da margem inicial por ele constituída.

c) Garantias permanentes e sua relação com limites operacionais

Aparentemente, a articulação entre liquidações de perdas e ganhos e margens iniciais esgota todo o risco de crédito que um membro pode representar para o mercado. Tal não é verdade. Com efeito, subsiste ainda um pequeno risco, resultante do facto de os membros abrirem posições no mercado, por via da realização de negócios que aumentam a sua exposição ao risco de variação adversa de preços, numa sessão e só constituírem a respectiva margem na manhã do dia útil seguinte, na melhor das hipóteses.

Este risco, designado risco “overnight”, por se verificar apenas durante a noite (ou período entre duas sessões consecutivas, se for outro) que medeia entre a sessão de realização do negócio e a sessão seguinte, sendo residual, pode assumir expressões elevadas, especialmente quando se refere a membros que têm capacidade para abrir muitas posições ao longo de uma única sessão.

Por esta razão, a Câmara pode ainda solicitar aos seus membros a constituição de um tipo de garantias diferentes, designadas, nos mercados português e espanhol, por “garantias permanentes”, e que se destinam a eliminar o risco “overnight”. Estas garantias são constituídas aquando da adesão do membro ao mercado.

Se, como resulta do que acabamos de dizer, estas garantias se destinam a fazer face a eventuais incumprimentos na constituição de margens por parte dos membros, então parece lógico que se imponha aos membros um limite operacional de abertura diária de posições que é função do montante de garantias permanentes que os membros têm depositadas e do valor das margens necessárias para abrir uma posição.

É da articulação de todos os mecanismos acima referidos que resulta a eliminação (ou, no mínimo, forte redução) do risco de crédito garantida pelos mercados organizados, garantia essa que é ainda reforçada pela solidez dos capitais próprios que as diversas Câmaras de Compensação normalmente apresentam, e que podem ser sempre utilizados como um último recurso, em caso de insuficiência de todos os outros mecanismos.

d) Esquema de margens alternativo

Analisado que está o mecanismo utilizado na maior parte dos mercados europeus para fazer face ao risco de crédito por posições abertas em contratos de futuros, poderemos então aprofundar a clarificação de como funciona o esquema de segurança normalmente aplicado às opções (e que, como vimos acima, também se aplica aos futuros em alguns mercados, particularmente nos norte-americanos).

O mecanismo de segurança a que agora nos iremos referir é basicamente idêntico ao que acabámos de analisar, sendo a única diferença resultante do facto de não existirem ajustes diários de ganhos e perdas, antes se verificando a constituição de uma margem, a “margem inicial”, que se decompõe em duas outras, a “margem de manutenção” e a “margem de variação”.

A margem inicial é calculada basicamente da mesma forma que a utilizada para o cálculo da margem inicial segundo o esquema anterior. No entanto, como não existem liquidações diárias de perdas e ganhos, o valor da margem inicial tem agora que ser superior, por forma a acomodar variações de preços (e, logo, perdas potenciais) de maior amplitude.

O facto de não se exigirem ajustes diários de ganhos e perdas não obsta, no entanto, a que se calculem diariamente os resultados em que os diversos membros estão a incorrer, o que permite que, quando a “erosão” provocada pelas perdas acumuladas por um membro ao longo de várias sessões na sua margem inicial faz com que esta “desça” para um nível crítico (a designada “margem de manutenção”), a Câmara lhe solicite que reponha o valor da margem inicial através do depósito da “margem de variação” (“variation margin call”⁴⁹).

Conforme resulta do acima exposto, o valor da margem de manutenção acaba por ser muito semelhante ao da margem inicial calculada segundo o esquema anterior, pelo que o presente esquema é um que sobreavalia claramente o montante de margens efectivamente necessário. É, no entanto, mais simples de gerir, exigindo menos trabalho administrativo, pelo que, independentemente dos mercados a que nos referimos, é de utilização frequente nas relações entre os membros compensadores e os agentes cujas posições são por eles compensadas.

e) Margens em portfólios

Abordados que foram os dois esquemas alternativos de constituição de margens, pensamos ser de interesse para a presente exposição a referência à possibilidade, amplamente utilizada nos mais variados mercados, de serem solicitadas margens globais por “carteiras” (que designaremos “portfólios”) de contratos, em vez de margens individuais por contrato.

⁴⁹ De forma simétrica, um membro que esteja a ganhar com a evolução dos preços poderá efectuar um levantamento da margem em excesso (“variation margin payment”).

Com efeito, é vulgar os agentes constituírem portfólios de contratos de futuros e opções diversos, detendo posições longas em alguns desses contratos e curtas noutros. Se as variações de preços ocorridas em quaisquer dois contratos não estiverem minimamente correlacionadas, ambos esses contratos representarão um risco para o investidor, pelo que a Câmara lhe exigirá a constituição das correspondentes margens.

No entanto, se existir algum tipo de correlação, poderá acontecer que uma variação de preços num dos contratos seja acompanhada por uma variação correlativa no outro e que, dependendo do tipo de posições detidas pelo investidor (longas/curtas), os resultados de uma das posições contrabalançam, total ou parcialmente, os da outra. É, nomeadamente, o que é vulgar acontecer entre dois quaisquer vencimentos de um contrato sobre o mesmo activo subjacente, que são normalmente positivamente correlacionados, levando a que o resultado de uma posição longa seja parcialmente compensado pelo de uma posição curta de igual montante (e vice-versa).

Exemplo 8 - Margens sobre portfólios

Assim, e a título de exemplo, se imaginarmos dois vencimentos de um contrato de futuros para os quais, isoladamente, uma Câmara de Compensação solicita a mesma margem por contrato (X), teremos que um investidor que detenha uma posição longa num dos vencimentos (admitamos que comprou 2 contratos) e uma outra curta no outro (por hipótese, também de 2 contratos), deveria, caso não existisse qualquer correlação entre eles, constituir uma margem igual a 4X.

Se, no entanto, os citados vencimentos apresentarem uma correlação das variações dos respectivos preços igual a 0,5, o risco de se deter uma posição longa compensada por uma curta de igual montante é apenas metade do risco de deter uma posição isolada⁵⁰ (se, por exemplo, o agente sofrer uma perda de 1 unidade monetária num dos

⁵⁰ O raciocínio explicitado é algo simplista, na medida em que o conceito estatístico de correlação não significa exactamente aquilo que é indicado no texto. No entanto, por razões que têm a ver com a

vencimentos, é provável que ganhe 0,5 no outro; se não existisse correlação entre ambos, poderia estar sujeito a uma perda de 1 unidade monetária em cada um dos vencimentos). Em consequência de tal facto, o montante global de margem devido ($2 \times 0,5X = X$) é quatro vezes menor que o que resulta da consideração de cada um dos contratos separadamente.

Este tipo de raciocínio é igualmente aplicável a contratos de futuros incidindo sobre diferentes activos subjacentes, mas correlacionados, e a contratos de opções (sendo que neste caso a forma de cálculo é algo mais complicada, dada a maior complexidade existente na avaliação de opções). Uma grande parte das Câmaras de Compensação aplica precisamente sistemas de cálculo de margens deste tipo, dos quais o mais conhecido é o SPAN (“Standard Portfolio Analysis of Risk”), originalmente desenvolvido pela CME (“Chicago Mercantile Exchange”).

A razão para este aspecto particular ter sido aqui referido assenta no facto de ele nos permitir compreender que, em mercados organizados, não é possível, normalmente, afectar (em termos contabilísticos) uma margem a um contrato particular, mas sim a uma posição global do investidor, o que permite explicar parcialmente a solução sugerida mais adiante para a contabilização de margens.

f) Extinção de contratos de futuros

Para terminar este ponto, resta-nos mencionar que a Câmara de Compensação, no exercício das suas funções, procede normalmente à compensação de posições dos respectivos titulares (que podem ser os membros compensadores ou os próprios clientes finais, dependendo dos mercados). Assim, se um determinado agente comprou, por exemplo, 3 contratos de um determinado vencimento e pretende reduzir a sua posição, não necessita de vender os contratos originariamente comprados (nem poderia fazê-lo, pois não sabe quem foi a sua contraparte no negócio, apenas sabendo que a Câmara assumiu os respectivos direitos e deveres); bastar-lhe-á vender contratos (4,

clareza da exposição, e dado que uma maior precisão de conceitos não alteraria a conclusão a que se pretende chegar, optámos por apresentar esta versão simplificada.

por hipótese) de novo no mercado, efectuando a Câmara a respectiva compensação e calculando a respectiva posição líquida (3 contratos comprados e 4 vendidos correspondem a 1 contrato vendido).

Esta forma de fecho de posições (designada “reversão”) só é possível porque o mecanismo de cálculo diário de perdas e ganhos implementado nos mercados organizados permite como que “realizar” diariamente as perdas e ganhos em cada posição detida por um qualquer investidor, sendo ela encarada no dia seguinte como se de uma nova posição se tratasse. Só assim poderemos considerar que duas posições de “sinal contrário” se podem compensar, pois só desta forma elas acabam por ter, na prática, o mesmo preço, tornando-se fungíveis.

Se, como acabámos de ver, os preços das posições a compensar não necessitam de ser idênticos, dado que o mecanismo de ajuste diário tratará de proceder à respectiva “igualização”, já todas as restantes características dos contratos em causa têm de ser absolutamente iguais. Estas características incluem não só o tipo de contrato (futuro, opção “call”, opção “put”), como o respectivo activo subjacente, sua qualidade e quantidade, local de entrega e data de vencimento/expiração, e ainda o preço de exercício (no caso das opções).

A reversão é assim um mecanismo importante de fecho de posições neste tipo de mercados⁵¹. Os contratos de futuros que não são fechados por reversão, são-no na liquidação no vencimento, a qual, conforme já referimos, pode ser física ou exclusivamente financeira.

g) Extinção de contratos de opções

Quanto aos contratos de opções, para além de se extinguirem por reversão, da forma que acabámos de mencionar, podem também ser exercidos pelo respectivo comprador na, ou até à, data de expiração, consoante se trate, respectivamente, de opções

⁵¹ Dependendo dos mercados, a percentagem de contratos fechados por reversão costuma variar entre os 95 e os 99%.

européias ou americanas. A partir do momento em que uma opção é exercida pelo seu comprador, desencadeia-se um processo de liquidação (física ou exclusivamente financeira, consoante os contratos o definam) em tudo idêntico ao referido para os contratos de futuros.

Uma opção pode ainda extinguir-se por abandono por parte do respectivo comprador, na data de expiração, quando este verifique que o exercício não lhe interessa (nomeadamente, por a opção se encontrar “out-of-the-money”). Nesta hipótese, o direito de obrigar o vendedor a comprar ou vender o activo subjacente cessa na data de expiração, tendo como resultado que o único fluxo financeiro verificado entre os agentes envolvidos consiste no pagamento do prémio pelo comprador ao vendedor da opção (omitimos aqui propositadamente os fluxos relativos a margens por serem, em termos líquidos, nulos).

Pensamos ter, com este capítulo, fornecido uma panorâmica geral do que são os produtos derivados (em particular, aqueles cujo estudo mais nos irá ocupar), de quais os tipos de agentes que podemos encontrar nestes mercados e quais as respectivas motivações, e ainda da estrutura e forma de funcionamento dos mercados organizados destes produtos, aspectos cujo conhecimento nos será de grande utilidade para a compreensão dos problemas que se levantam ao tratamento contabilístico dos derivados transaccionados em mercados organizados.

Estamos, assim, em condições de elencar as principais questões que o tratamento contabilístico dos derivados acarreta, procurando responder-lhes de acordo com o que a prática internacional e os princípios contabilísticos prescrevem. É o que faremos nos próximos capítulos.

CAPÍTULO III

QUESTÕES DE CARÁCTER GERAL - ANÁLISE E RECOMENDAÇÕES

Na sequência daquilo que tinha sido referido na introdução ao presente trabalho, iniciaremos neste capítulo a análise dos principais problemas que se deparam ao tratamento contabilístico das operações com produtos derivados, procurando sugerir formas de lhes responder.

Essa análise começará por se centrar nos aspectos de carácter mais geral, aplicáveis aos três tipos de instrumentos financeiros (futuros, opções e “swaps”) abordados nesta dissertação, sendo o estudo dos problemas específicos de cada um deles desenvolvido em capítulos posteriores.

Antes de iniciarmos, no entanto, o citado trabalho de análise, pensamos que será conveniente delimitar claramente o campo de aplicação das recomendações que venham a ser efectuadas. Com efeito, e embora tal se possa já depreender do que sobre o assunto foi sendo dito ao longo das páginas anteriores, **não será demais voltar a referir que o presente trabalho se destina a estudar o tratamento contabilístico aplicável às operações sobre produtos derivados transaccionados ou registados em mercados organizados, no pressuposto de que tais mercados são suficientemente líquidos e que os respectivos processos de formação de preços são eficazes e transparentes.**

Tendo em atenção tais premissas, partamos então para a análise individual de cada um dos problemas previamente levantados.

1. Critério de valorimetria a utilizar

Os instrumentos financeiros, considerados de forma genérica, podem ser avaliados de diversas formas. Desde logo, podem ser relevados pelo respectivo custo histórico, sem que se verifique qualquer alteração naquela mesma relevação ao longo do tempo, independentemente das alterações que se venham a verificar, quer no valor do instrumento, quer ao nível da tesouraria das empresas, em resultado de eventuais fluxos financeiros ocorridos na sequência da operação previamente realizada.

A abordagem na base do custo histórico, que foi amplamente utilizada no passado, tem vindo a ser progressivamente substituída por outras abordagens, que efectuem correcções periódicas ao valor dos instrumentos financeiros relevado na contabilidade, no respeito pelo princípio da especialização dos exercícios. Desde logo, um primeiro passo nesse sentido foi dado pela utilização do critério de valorimetria conhecido como “custo histórico ou valor de mercado, dos dois o mais baixo” (“lower-of-cost-or-market” - LOCOM), o qual resulta da consideração do princípio da prudência, levando ao abandono do custo histórico dos instrumentos financeiros sempre que se verifique que o respectivo valor de realização é inferior àquele.

Um outro critério possível é o que consiste na avaliação dos instrumentos financeiros pelo seu valor de mercado, medido pelos preços verificados em mercados organizados, com mecanismos de formação de preços transparentes e com ampla difusão pública desses mesmos preços, ou, em alternativa, e caso não se verifiquem as condições acabadas de referir, pela utilização de fórmulas de avaliação de utilização generalizada para os citados instrumentos.

Finalmente, começa já a verificar-se uma evolução no sentido da contabilização dos instrumentos financeiros (em particular daqueles que não são transaccionados em mercados líquidos e profundos) pelo chamado “discounted cash flow (DCF) based accounting” (o qual procura converter em valores actuais os rendimentos futuros que se espera que os instrumentos venham a gerar, obtendo dessa forma um indicador do valor presente de tais instrumentos), sempre que não exista uma melhor referência do

valor intrínseco⁵² dos instrumentos financeiros (nomeadamente um valor obtido pela análise das cotações de um mercado suficientemente líquido e profundo).

Repare-se que, para instrumentos particulares, o “DCF based accounting” é simultaneamente um dos métodos de avaliação de utilização possível quando se aplica o critério do valor de mercado. Este último critério, no entanto, não prevê uma aplicação generalizada do DCF.

A questão que se coloca é pois a de saber qual dos critérios acabados de mencionar é o mais adequado para a valorização das operações com derivados efectuadas ou registadas em mercados organizados, sendo a questão fulcral de toda a problemática agora abordada, e que merecerá, por essa razão, um tratamento mais aprofundado.

De alguma forma ligado ao problema acabado de referir, deveremos considerar ainda um outro, qual seja o de determinar **qual a frequência com que as posições em derivados devem ser avaliadas**, para efeitos de relevação contabilística.

Para tal, e depois de uma breve análise das soluções que podem ser escolhidas, efectuaremos um estudo das soluções existentes a nível internacional e do eventual enquadramento das mesmas a nível nacional.

1. Escolha do critério

a) Custo histórico

Na sequência do que já foi explanado, não iremos dar particular relevo ao método de contabilização na base do custo histórico, o qual, ainda que “suavizado” (no caso de proceder à imputação de rendimentos ao longo do tempo), acarreta consigo um conjunto de dificuldades que não são facilmente ultrapassáveis.

⁵² Aqui entendido na acepção mais lata de “valor justo” do instrumento financeiro, e não na acepção restrita, previamente referida a propósito das opções.

Desde logo, aquele método pode não permitir reflectir os resultados de uma decisão no período em que essa decisão foi tomada, ou seja, poderá verificar-se a imputação de custos e proveitos a um determinado exercício sem que nele tenham tido origem, enquanto outros resultados, que nele tiveram origem, podem vir a ser reflectidos noutros exercícios. Não é, de igual forma, efectuada uma correcta correspondência entre o momento de reconhecimento de resultados e o de assunção dos riscos correspondentes por parte dos agentes.

Este método não considera, para além do que já foi dito, o valor temporal do dinheiro, o que, em particular na área financeira, é uma limitação de monta⁵³.

b) “Discounted cash-flow based accounting”

Já no que ao critério do cálculo do valor actual líquido dos fluxos financeiros gerados pela posição detida (“Discounted cash flow based accounting”) se refere, podemos detectar basicamente três tipos de dificuldades na sua implementação:

- A mais importante dessas dificuldades tem a ver com a escolha da taxa de desconto a utilizar na actualização dos fluxos financeiros verificados. Nem sempre é fácil obter taxas que reflectam de forma adequada a real substância económica da posição detida, podendo a aplicação deste critério conduzir a resultados bastante díspares, consoante se utilizem diferentes taxas de desconto.
- Por outro lado, este critério é pouco prático quando o instrumento financeiro em análise gera um número elevado de “cash flows” em diferentes momentos do tempo, o que implica o desconto de um número elevado de parcelas e, por conseguinte, uma sobrecarga de trabalho⁵⁴.
- Finalmente, o citado critério não entra em consideração com a existência de eventuais riscos de crédito, o que implicaria a criação e aplicação de metodologias complementares destinadas a permitir uma correcção dos valores originalmente obtidos, por forma a considerar aqueles riscos (isto

⁵³ cf. Kilsby, R. e Chris Taylor - “Interest rate protection techniques: An accounting perspective”, in Antl, Boris, ed. - “Management of interest rate risk” - Euromoney Publications, Londres, 1988, pgs. 291/3.

independentemente de, em alguns casos, o citado risco de crédito poder não ser directamente relevado no valor do instrumento, mas sim em provisão adequada)⁵⁵.

Assim, e embora se assista a uma evolução muito gradual no sentido da adopção deste tipo de metodologia, não iremos considerá-la por agora, tanto mais que, existindo mercados organizados onde se transaccionem os instrumentos financeiros (o que constitui um pressuposto do presente estudo), a análise do respectivo valor de mercado substitui com vantagem (conforme veremos adiante) a do valor actual dos “cash flows” gerados (excepto no caso dos “swaps”), sendo assim a melhor medida do “valor justo” dos instrumentos financeiros em causa.

A dúvida quanto ao método de reconhecimento de ganhos/perdas a utilizar circunscreve-se assim aos critérios de contabilização LOCOM e do valor de mercado.

c) Custo ou mercado, dos dois o mais baixo

O primeiro destes métodos efectua correcções periódicas ao valor dos instrumentos financeiros em análise, tendo em conta os princípios da especialização dos exercícios e da prudência. Este tipo de abordagem obriga desde logo à distinção entre dois tipos de resultados que podem decorrer da detenção de posições em instrumentos financeiros: os ganhos/perdas realizados e os não realizados (ou potenciais).

Os ganhos/perdas realizados decorrem do fecho de uma posição previamente existente. Com o fecho, tais resultados tornam-se definitivos, no sentido de que o agente que encerrou a posição já não poderá beneficiar de, nem ser prejudicado por, alterações que venham a ocorrer nas cotações do instrumento que constituía a posição previamente referida.

⁵⁴ Embora, como é óbvio, os actuais sistemas de cálculo automático reduzam significativamente os inconvenientes daí resultantes.

⁵⁵ Idem, ibidem, pgs. 294/6.

Já no caso de uma posição que o agente detenha e que não tenha sido encerrada, eventuais variações do seu valor não assumem carácter definitivo, dado que alterações futuras das cotações podem inverter o sentido dos resultados verificados ou, pelo menos, reduzir o seu valor absoluto. Estaremos então na presença de resultados não realizados.

Assim, se um determinado instrumento financeiro tiver sofrido uma variação do seu valor, tal variação apenas será reconhecida, de acordo com este critério, se for acompanhada do fecho da posição, com a consequente realização de ganhos/perdas. No entanto, se tal fecho não se tiver realizado, o critério reconhecerá, de igual forma, o valor das perdas não realizadas, por consideração do princípio da prudência. Já quanto aos ganhos não realizados, não serão reconhecidos de imediato.

d) Valor de mercado

Quanto ao critério do valor de mercado, aceita-se o reconhecimento da generalidade dos resultados decorrentes da variação de cotações dos instrumentos financeiros, quer tais resultados sejam realizados ou meramente potenciais. Não é dado particular relevo ao princípio da prudência, considerando-se que é possível a um agente, em qualquer momento, fechar as suas posições e, consequentemente, realizar eventuais ganhos potenciais.

Para procedermos à escolha de um destes dois critérios, necessitamos do auxílio da doutrina desenvolvida a nível internacional, e, em particular, das tentativas de normalização contabilística já verificadas. Destas últimas, as tentativas mais consistentes são as que resultam do trabalho desenvolvido pelo “International Accounting Standards Committee” (IASC) e pelo “Financial Accounting Standards Board” (FASB).

O IASC tem em estudo, desde 1991, um projecto de normas sobre o tratamento contabilístico a dar aos instrumentos financeiros em geral, nos quais se incluem, como

é evidente, os produtos derivados. Este projecto de normas sofreu várias alterações desde que foi revelado pela primeira vez, sendo os últimos documentos conhecidos o “Exposure draft” E48 e o “International Accounting Standard” IAS 32.

Quanto ao FASB, na sua qualidade de entidade com poderes de normalização contabilística nos EUA, foi o organismo pioneiro no estudo de normas contabilísticas a aplicar aos derivados, tendo a sua primeira norma sobre tal tema sido emitida em 1984 (o “Statement of Financial Accounting Standards” - SFAS 80 - sobre contabilização de contratos de futuros). Desde essa data, o FASB continuou a estudar a problemática do tratamento contabilístico a aplicar aos derivados, tendo recentemente emitido mais duas normas - SFAS 107 e 119 - que se ocupam de tais assuntos.

Para além destas duas entidades, os organismos de normalização contabilística de vários países, e, em particular, daqueles que têm mercados de derivados activos, têm também criado normas de aplicação a nível interno, que serão estudadas sempre que tal seja relevante para os fins deste trabalho.

Começando pela análise do E48, verificamos desde logo uma clara opção pela contabilização dos instrumentos financeiros pelo seu “valor justo”⁵⁶, ao qual se refere desde o início como a base para a avaliação dos citados instrumentos. Concretizando melhor, o parágrafo 17 da citada proposta menciona o valor de mercado como a melhor forma de obtenção do “valor justo”, desde que o instrumento seja transaccionado num mercado líquido e activo⁵⁷.

O E48 apenas admite excepções a esta regra nos casos de cobertura de risco (que analisaremos adiante, nos pontos 3 e 4 deste capítulo) e de intenção por parte da gestão de deter o instrumento financeiro até à maturidade, situação na qual se admite como

⁵⁶ Definido, no mesmo projecto de norma, como “o montante pelo qual um activo poderia ser trocado, ou uma responsabilidade liquidada, numa transacção entre partes dotadas de conhecimento e vontade para tal”.

⁵⁷ cf. IASC (“International Accounting Standards Committee”) - “Exposure draft” E48 (“Financial instruments”), Londres, 1994.

preferível a contabilização pelo valor actual líquido⁵⁸, bem como nas situações em que seja de todo impossível recorrer ao “valor justo” para avaliar uma posição, caso em que se admite o recurso ao custo histórico⁵⁹.

Como corolário do que acabou de ser mencionado, o reconhecimento de ganhos e perdas deve ser efectuado de forma imediata, logo que se procede à verificação da alteração no “valor justo” do instrumento financeiro, a menos que se esteja perante uma situação de cobertura de risco, que, conforme já referimos, analisaremos adiante⁶⁰.

Quanto ao SFAS 80, prevê que “uma variação no valor de mercado de um contrato de futuros reconhecer-se-á como ganho ou perda no período em que se produz a variação, a menos que o contrato satisfaça os critérios especificados na presente Declaração para a sua consideração como cobertura de uma exposição face a um risco de preço ou taxa de juro”⁶¹.

Desta forma, o SFAS 80 admite, como princípio geral, que os ganhos ou perdas, realizados ou não, devem ser reconhecidos contabilisticamente no momento em que se produzam. Não será assim aceitável a aplicação do método do “custo ou mercado, dos dois o mais baixo”, por não reconhecer o valor de mercado das posições especulativas e por não permitir o mais adequado tratamento das operações de cobertura, conforme veremos adiante⁶².

Tal é igualmente o entendimento do SFAS 107, que considera o valor de mercado como representando o “valor justo” dos instrumentos financeiros, ainda que o mercado respectivo não revele, pontualmente, as características de liquidez que assumimos como pressuposto do presente trabalho⁶³.

⁵⁸ *ibidem*, § 89 a 92.

⁵⁹ *ibidem*, § 183.

⁶⁰ *ibidem*, § 187.

⁶¹ cf. SFAS nº 80 - “Contabilização de contratos de futuros”, in Borrell, Máximo e Alfonso Roa - “Los mercados de futuros financieros”, pg. 205 (tradução da versão espanhola de nossa responsabilidade).

⁶² cf. Borrell, Máximo e Alfonso Roa - “Los mercados de futuros financieros”, pg. 194.

⁶³ cf. FASB - SFAS nº 107 - “Disclosures about fair value of financial instruments”, Dezembro de 1991, § 5 e 6.

No Reino Unido, e embora não exista uma norma equivalente ao SFAS 80, não se afasta a possibilidade de tratamento pelo valor de mercado⁶⁴, sendo este método de prática comum na contabilização das operações de especulação.

Em França, o “Comité de la Réglementation Bancaire”, no seu Regulamento nº 88-02, de 22 de Fevereiro de 1988, prevê, de igual forma, a contabilização dos instrumentos financeiros derivados pelo respectivo valor de mercado, com o consequente registo imediato de ganhos e perdas, realizados ou potenciais⁶⁵.

Em vários outros países o “mark-to-market” das posições em derivados é permitido, ou está em vias de o ser (veja-se o caso de Espanha, em que tal prática é permitida aos bancos e “sociedades y agencias de valores”, e em que se prepara a permissão do seu uso também por empresas não financeiras⁶⁶).

Da análise das práticas contabilísticas previstas nos documentos e seguidas nos países acima mencionados retiramos a tendência para a adopção cada vez mais generalizada do princípio da contabilização das posições em derivados pelo seu valor de mercado. Tal tipo de tratamento contabilístico tem, no entanto, algumas desvantagens que lhe podem ser apontadas e que estão, essencialmente, associadas às dificuldades de avaliação das posições por parte dos agentes (o que pode ser, pelo menos parcialmente, resolvido por recurso à aplicação de modelos de avaliação como os referidos no ponto 2 do capítulo anterior), bem como ao tratamento administrativo mais “pesado” que acarreta relativamente a uma hipótese de avaliação de acordo com o custo histórico, por exemplo⁶⁷.

⁶⁴ cf. Davis, Mark - “Accounting framework: United Kingdom”, in “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 61/2; cf. Rivett, Phil e Peter Speak, eds. - “The financial jungle - A guide to financial instruments” - Coopers & Lybrand, Londres, 2ª edição, 1991, pgs. 519/20.

⁶⁵ cf. Richard, Philippe - “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit” - La Revue Banque Editeur, Paris, 2ª edição, 1991, pgs. 73 e 237.

⁶⁶ cf. Circular nº 16/1989, do Banco de Espanha, de 27 de Julho, in “Los mercados de futuros financieros”, cit., pgs. 213/6; cf. “Proyecto de norma del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas sobre tratamiento contable de las operaciones de futuros”, Janeiro de 1994.

⁶⁷ cf. Grupo dos 30, Global Derivatives Study Group - “Derivatives: Practices and principles - Working paper of the Accounting and Reporting Subcommittee”, pg. 79.

Estas desvantagens são, parece-nos, facilmente ultrapassadas no caso de derivados transaccionados em mercados organizados. Com efeito, não só a questão da dificuldade de avaliação não se coloca (no pressuposto assumido de mercados líquidos e transparentes), como também o trabalho administrativo não é agravado, na medida em que os mecanismos de constituição e reforço de margens e de liquidação diária de ganhos e perdas dão origem a fluxos financeiros diários que têm de ser traduzidos na contabilidade das empresas, sendo o mecanismo de “mark-to-market” um complemento natural e simples daquele tratamento dos fluxos financeiros.

Assim, e ultrapassadas as dificuldades que tal forma de valorização dos produtos derivados poderia acarretar, resta-nos avaliar a sua maior ou menor qualidade intrínseca para reflectir de forma adequada a estrutura patrimonial das posições e a rendibilidade das operações com produtos derivados.

No que se refere à comparação com o critério do “custo ou mercado, dos dois o mais baixo”, as vantagens da utilização do critério do valor de mercado são claras, na medida em que este permite aferir dos ganhos potenciais existentes. Ora, como tais ganhos são facilmente realizáveis, por estarmos em mercados líquidos, parece ser de considerar que a sua imediata relevação contabilística transmite uma imagem mais fiel da situação patrimonial e da rendibilidade das operações, não chocando sequer com o princípio da prudência, nos enunciados que dele encontramos no Plano de Contas do Sistema Bancário e no Plano Oficial de Contabilidade.

Com efeito, a não consideração dos ganhos potenciais neste tipo de mercados tem como consequência a quantificação de proveitos por defeito, ao passo que a sua contabilização não afecta significativamente os “níveis de precaução exigidos por estimativas realizadas em condições de incerteza” referidos nos citados Planos⁶⁸.

⁶⁸ cf. Plano de Contas para o Sistema Bancário, Banco de Portugal, 1988, II, 2.4; cf. Plano Oficial de Contabilidade, Porto Editora, 22ª edição, 1993, 4, e), pg. 20.

De qualquer forma, e ainda que tal obediência ao princípio da prudência não existisse, deveríamos sempre perguntar-nos se uma pura decisão de gestão tomada num determinado período contabilístico, qual seja, a de não encerrar uma posição no mercado de derivados, impedindo a transformação de ganhos potenciais em realizados, deveria afectar os resultados de outros períodos que não aquele em que foi tomada.

Assim, e tendo em conta os argumentos apresentados parece claro que a relevação contabilística pelo valor de mercado é claramente preferível a qualquer hipótese baseada no custo histórico (puro, ou híbrido, como no caso do LOCOM). Coloca-se ainda a questão da qualidade do critério de avaliação pelo valor de mercado comparada com a do critério de avaliação pelo desconto de “cash flows”.

Dissemos já que o critério do valor de mercado permite obter um melhor indicador do “valor justo” de um instrumento financeiro que o critério do valor actualizado líquido dos “cash flows”. Com efeito, o valor de mercado não só reflecte as expectativas dos agentes intervenientes no mercado, em geral, quanto a esse valor (e, nomeadamente, quanto à taxa de desconto a utilizar), ultrapassando, dessa forma, as limitações resultantes da escolha da taxa pelo agente que efectua a relevação contabilística, como incorpora ainda as expectativas dos agentes no que se refere a eventuais riscos (em particular riscos de crédito) associados aos instrumentos financeiros em causa, que não são de todo considerados pelo outro método (ou o são de forma enviesada e complexa, tal como, por exemplo, um ajustamento no valor da taxa de desconto utilizada).

Parece-nos assim ficar **clara a vantagem, em termos de informação e de simplicidade de cálculo, do critério de avaliação pelo valor de mercado** relativamente aos restantes estudados.

2. Escolha das cotações a aplicar

Assumida assim a opção pelo valor de mercado como critério de referência para a valorimetria de posições em produtos derivados transaccionados ou registados em mercados organizados líquidos e transparentes, coloca-se a questão de saber qual

deverá ser exactamente a cotação a utilizar como indicador do valor de mercado das posições.

Numa primeira abordagem, parece lógico que tal cotação deva ser aquela que permite ao agente realizar de imediato os seus ganhos ou perdas potenciais. Assim, um agente que detenha uma posição compradora num determinado contrato necessitará, para encerrar tal posição, de efectuar uma venda, pelo que terá de encontrar contraparte compradora. Dessa forma, parece que a cotação mais adequada será a da melhor oferta de compra existente no mercado, ou seja, a cotação “bid” difundida pela entidade gestora do mercado. Em paralelo, um agente que esteja detentor de uma posição vendedora deverá utilizar a cotação “ask”. Na determinação da cotação a aplicar, os agentes deveriam ainda considerar a profundidade do mercado e a dedução de eventuais custos de transacção⁶⁹.

Nada obstante a que as cotações acima sejam utilizadas, pensamos, no entanto, que uma aproximação algo mais simples pode ser efectuada. Com efeito, em mercados líquidos, a diferença entre as cotações “bid” e “ask” não será muito significativa, assim como não será relevante, em geral, a diferença entre cada uma daquelas cotações e o preço de referência estabelecido pela entidade gestora para efeitos de cálculo de margens e de ajuste diário de ganhos e perdas.

Assim sendo, e por questões de simplicidade no tratamento contabilístico das posições detidas, pensamos ser preferível a avaliação de posições ao preço de referência estabelecido pela entidade gestora, efectuando dessa forma uma correspondência entre as variações de valor das posições detidas e os fluxos financeiros que lhes estão associados. Também não pensamos que seja necessário ter em conta eventuais custos de transacção, dado que o seu valor em termos relativos é normalmente insignificante neste tipo de mercados (conforme poderemos ver adiante, no ponto 8 deste capítulo).

⁶⁹ cf. IASC - E48, cit., §17.

3. Frequência de avaliação de posições

Resta-nos analisar com que frequência as posições em derivados devem ser avaliadas. Para tal, devemos considerar critérios de razoabilidade que levem em conta o trabalho que avaliações mais frequentes acarretam, e contrapô-los à necessidade de informação precisa quanto ao valor das posições incorridas, bem como à respectiva rendibilidade, dado que, conforme vimos em capítulos prévios, o grau de alavancagem que estas operações acarretam implica a necessidade de um acompanhamento mais rigoroso das mesmas.

No caso das operações efectuadas em mercados organizados, mais uma vez o problema é consideravelmente simplificado, dado que a necessidade de relevação diária dos fluxos financeiros implica uma maior facilidade da reavaliação diária de posições. Podemos, pois, estabelecer como regra a valorização diária de posições, sendo possível, no entanto, estabelecer-se excepções para clientes finais que efectuem liquidações de ganhos e perdas aos seus intermediários com uma periodicidade diferente da acabada de referir. No entanto, se tais clientes finais forem utilizadores habituais de produtos derivados, pensamos ser de considerar a hipótese de valorização diária, ainda que tal implique uma maior sobrecarga de trabalho contabilístico.

Em resumo, **retira-se da análise até agora efectuada que o critério do valor de mercado leva vantagem sobre os restantes na avaliação de posições detidas em produtos derivados transaccionados em mercados organizados dotados de características de liquidez e transparência nos processos de formação de preços, podendo ser utilizado como valor indicativo, para efeitos de reavaliação a efectuar, o preço de referência utilizado pela entidade gestora para efeitos de cálculo de margens e de ajustes diários de ganhos e perdas.**

Finalmente, aconselha-se a valorização diária de posições, salvo no caso de clientes finais que não sejam utilizadores frequentes e que não detenham posições de valor significativo.

2. “Offsetting” de posições

Uma outra questão de grande relevância para o tratamento contabilístico dos derivados tem a ver com a possibilidade de se reconhecer ao nível contabilístico a compensação entre posições simétricas no mercado. Se, desde logo, uma grande parte dos mercados organizados efectuem essa compensação de forma automática (se, por exemplo, um interveniente no mercado espanhol de futuros é detentor de uma posição compradora de 6 contratos e vende 2, a entidade gestora considera que esse interveniente ficou com uma posição compradora de 4 contratos, e não com 6 contratos comprados e 2 vendidos), outros não o fazem e coloca-se a questão de saber se é legítimo que os intervenientes o façam, ao nível do respectivo tratamento contabilístico.

Esta questão é bastante importante, não só pelas suas repercussões sobre o aspecto das contas dos agentes, como também pelas consequências jurídicas que pode acarretar em caso de incumprimento de uma contraparte.

Com efeito, se tivermos duas posições rigorosamente simétricas (ou seja, com igual valor absoluto, mas sendo uma compradora e outra vendedora) detidas por um mesmo agente contra uma mesma contraparte, e se tais posições não puderem ser consideradas para efeitos de compensação, todos os fluxos a que dêem origem devem ser relevados pelo seu valor bruto (e de sinal contrário), não se podendo proceder a um único registo pelo valor líquido desses fluxos (nulo, no caso, referido, de idêntico valor absoluto das posições).

De igual forma, se a compensação não é permitida, no caso de incumprimento de uma das contrapartes como resultado de um processo de falência, verificar-se-á um tratamento assimétrico, com a posição em que o agente incumpridor está a ganhar a ser provavelmente “mantida viva” pelo administrador judicial e a posição em que está a perder a ser considerada como um vulgar crédito sujeito aos esquemas de redução de valor e/ou de juros e de pagamento diferido que normalmente resultam destes

processos. Estamos então perante aquilo que a terminologia anglo-saxónica designa por “cherry picking”⁷⁰.

Parece assim claro que a relevação contabilística de posições de sentido contrário só deve ser efectuada pelo respectivo valor líquido quando esteja perfeitamente estabelecida a impossibilidade de “cherry picking”, ou seja, quando, para além da já referida simetria dos riscos de mercado de ambas as posições, existir ainda uma efectiva simetria dos respectivos riscos de crédito. A questão a resolver será, pois, a de saber se tal forma de tratamento das posições é ou não possível quando estamos na presença de transacções de produtos derivados em mercados organizados.

O E48 e o IAS 32 do IASC prevêm que duas posições de sentido contrário possam ser compensadas, para efeitos de relevação contabilística, quando exista um direito de compensação, legalmente executável, dos montantes reconhecidos, e a empresa pretende efectuar a liquidação das posições pelo seu valor líquido ou em simultâneo⁷¹. Em tal caso, o princípio da prevalência da substância sobre a forma é claramente aplicado, sem que daí resulte qualquer desvalorização do princípio da prudência.

O “Global Derivatives Study Group” do Grupo dos 30 admite, por sua vez, que “montantes devidos a, e a haver de, contrapartes devem ser compensados apenas quando existe um direito legal de compensação ou quando acordos de compensação executáveis estão em vigor”⁷².

Opinião semelhante parece ter também o FASB, que prevê a possibilidade de compensação quando se verifique um conjunto de condições, a saber: cada uma das contrapartes deve à outra montantes determináveis; a contraparte que efectua a relevação contabilística tem o direito de compensar montantes devidos com montantes

⁷⁰ cf. Bossin, Jean-Michel e Denis Lefranc - “La compensation des opérations de marchés à terme”, *Revue BANQUE* n° 545, février 1994, pg. 59.

⁷¹ cf. IASC - E48, cit., §60; IASC - IAS 32, cit., § 33.

⁷² cf. “Derivatives: Practices and principles, cit., pg. 85 (tradução de nossa responsabilidade).

de que é credora, pretendendo, efectivamente, compensá-los; finalmente, o direito de compensação é legalmente executável (“enforceable”)⁷³.

De forma mais ou menos extensa, a possibilidade de compensação é prevista pela legislação norte-americana, britânica, francesa, alemã, japonesa e belga⁷⁴, existindo ainda tal direito em Espanha (no que se refere a contratos transaccionados na MEFF).

Na prática, e tanto quanto é do nosso conhecimento, a prática da compensação é generalizada nos mercados organizados, estando prevista nos contratos de adesão dos membros e clientes aos mercados, para além de ser considerada pela legislação de vários países (e assim se eliminando mais um potencial foco de risco de contraparte).

Por conseguinte, pensamos que **o direito de compensação de posições, para efeitos do seu tratamento contabilístico, deve ser consagrado para as posições detidas em mercados organizados, quer nas relações entre intermediários e clientes finais** (por força dos contratos de adesão por eles assinados), **quer, por maioria de razão, nas relações entre intermediários e Câmaras de Compensação** (refira-se, a propósito, que a maior parte das Câmaras exerce esse direito de forma automática, anulando, total ou parcialmente, posições compradoras por via da consideração de posições vendedoras dos mesmos titulares de contas, e vice-versa).

3. Operações de cobertura *versus* operações de especulação

As noções de especulação e cobertura de risco foram já abordadas no capítulo anterior, pelo que nos dispensaremos de voltar a referi-las em detalhe, preocupando-nos antes a questão de **saber se devem ser alvo de diferentes tipos de tratamento contabilístico**.

Com efeito, as operações de cobertura de risco, pela sua natureza, estão claramente ligadas a posições detidas em activos/passivos/responsabilidades (individualmente

⁷³ cf. FASB - FASB Interpretation No. 39 - “Offsetting of amounts related to certain contracts”, Março de 1992, § 5.

considerados, ou em conjunto), tornando-se necessário determinar se essa ligação deve também ser reflectida ao nível contabilístico.

Caso se conclua por essa necessidade, será também conveniente verificar qual a extensão das operações abrangidas. Nomeadamente, **será preciso definir critérios de selecção para a consideração de uma operação como sendo de cobertura de risco, bem como se as operações de macro-cobertura podem ser incorporadas no conceito de cobertura de risco**, para efeitos contabilísticos.

Tendo definido o âmbito do conceito, colocar-se-á a questão do **efectivo tratamento a dar a este tipo de operações**, caso, como já tínhamos referido, se coloque a questão de tratamento diferenciado relativamente às operações de especulação.

Outras questões de carácter mais específico poderão também ser abordadas, tais como as de saber quais as consequências do término da cobertura de risco providenciada por uma determinada posição para a sua contabilização, averiguar se as operações de cobertura cruzada (“cross-hedging”), em que a operação de cobertura não elimina ou reduz o risco da posição coberta de forma directa, mas sim de forma indirecta (por exemplo, “hedging” de um risco de taxa de câmbio USD/GBP pela compra/venda de futuros USD/DEM e DEM/GBP), também podem ser contabilizadas como operações de cobertura e em que condições, ou saber o tratamento a dar às operações de “rollover”, destinadas a “prolongar a vida” às posições de “hedging”, pela realização de novas operações em substituição das que se aproximam da maturidade.

Finalmente, será ainda de considerar a questão de saber se se devem classificar como operações de cobertura aquelas que se destinam, não a eliminar ou reduzir risco, mas sim a mantê-lo a um certo nível, previamente determinado.

⁷⁴ cf. “La compensation des opérations de marchés à terme”, cit., pgs. 59 e 61.

1. Tratamento diferenciado das operações de especulação e de cobertura de risco

Dando como adquirida a escolha do critério do valor de mercado para a avaliação de posições detidas em contratos derivados, coloca-se a questão de definir se tal critério deve ser sempre utilizado ou se se devem considerar situações que afastem a sua aplicação.

Esta possibilidade de excepção coloca-se com particular acuidade no caso das operações de cobertura de risco, as quais, como o nome indica, se destinam a proteger os agentes de eventuais variações de valor em posições por si detidas. Assim, e na presença de uma posição coberta que não é avaliada pelo respectivo valor de mercado, dever-se-á aplicar aquele critério à posição que efectua a cobertura de risco ou, pelo contrário, será conveniente utilizar um outro tipo de critério de avaliação?

A aplicação do princípio da substância sobre a forma aponta claramente no sentido da consideração de um diferente tratamento das operações de cobertura de risco relativamente às de pura especulação. Com efeito, destinando-se aquelas operações, basicamente, a fixar valores para as posições cobertas, parece que as devemos considerar indissoluvelmente ligadas a estas últimas, o que não deixará de acarretar consequências ao nível contabilístico, com a necessária identificação dos tratamentos a aplicar às posições de cobertura e objecto de cobertura.

Esse parece ser, aliás, o entendimento das entidades com poderes de normalização que temos vindo a referir, as quais aceitam, dentro de determinadas condições, a contabilização das operações de cobertura de forma distinta da utilizada para as operações de especulação. Antes, no entanto, de passarmos à análise do diferente tratamento contabilístico de que as operações de cobertura são passíveis, necessitaremos de definir o que pode ser considerado como operação de cobertura de risco, para efeitos de relevação contabilística.

2. Requisitos para consideração de uma operação como sendo de cobertura de risco

O E48 estabelece que um instrumento financeiro deve ser considerado de cobertura de risco (“hedge”) quando se verificarem simultaneamente três condições:

- a posição a ser coberta esteja especificamente identificada e exponha a empresa a um risco de perda resultante de variações de preços;
- o instrumento de cobertura seja especificamente identificado como tal; e
- seja altamente provável que mudanças no “valor justo” do instrumento designado como de cobertura e mudanças de sinal contrário no da posição a ser coberta tenham um alto grau de correlação⁷⁵.

Conforme podemos verificar, as condições apresentadas são de carácter bastante genérico e necessitam de algumas explicações adicionais.

a) Existência de posição sujeita a riscos de variação de preços

Desde logo, a primeira condição apresentada refere a existência de uma posição especificamente identificada e que exponha a empresa a riscos decorrentes de variações de preços. A palavra sublinhada é particularmente importante, porquanto do significado que lhe atribuímos decorrerá a possibilidade ou impossibilidade da consideração de operações de macro-cobertura para efeitos de contabilização por critério diferente do de valor de mercado.

Na sequência da interpretação dada pelo E48⁷⁶, pensamos que as operações de macro-cobertura devem ser consideradas como de cobertura “lato sensu”, ainda que os diversos “componentes” das posições cobertas possam ir variando com o decorrer do tempo.

Assim, por exemplo, um banco que tenha uma carteira de crédito concedido a taxa fixa, com uma determinada maturidade, pode considerar a hipótese de cobrir a totalidade dessa carteira com uma única operação, em vez de efectuar coberturas

⁷⁵ cf. IASC - E48, cit., §133.

parciais de cada um dos créditos que a constituem (o que, além do mais, se torna inviável para carteiras com grande número de operações de crédito, sendo o problema agravado se tais operações forem de reduzido montante, com as inerentes dificuldades na obtenção de instrumentos de cobertura adequados).

Como é evidente, a composição específica dessa carteira irá variando com o decorrer do tempo: alguns dos créditos serão reembolsados e novos créditos se juntarão aos já existentes. Apesar de tais variações, o banco continuará a estar submetido a risco de variação de taxas de juro e a ter interesse em proteger-se relativamente a esse risco. Continua a existir uma posição identificável cujo risco afecta o banco, mas poderá existir algum desajuste entre essa posição e a posição de cobertura previamente constituída.

Em tal situação, pensamos ser de considerar a operação de macro-cobertura como sendo válida para efeitos de relevação contabilística, apenas se exigindo que exista uma “readaptação” periódica da posição de cobertura (através da realização de operações que provoquem o aumento ou diminuição da sua dimensão), por forma a garantir o ajuste à posição objecto de cobertura.

Em defesa desta opinião, podemos utilizar, aliás, o explicitado no parágrafo 8 do SFAS 80, que passamos a citar parcialmente:

“Algumas empresas (por exemplo, intermediários de “commodities”) podem usar contratos de futuros para cobrir uma exposição líquida composta de mercadorias para revenda e compromissos firmes para comprar e vender activos essencialmente similares. Se por causa do volume e da frequência das transacções não for praticável associar contratos de futuros concretos com os activos em existências ou com compromissos específicos, poderão praticar-se imputações razoáveis dos resultados de contratos de futuros entre os activos ou compromissos

⁷⁶ cf. IASC - E48, cit., §141.

em carteira no encerramento de um período contabilístico e os activos vendidos durante o dito período.⁷⁷

Embora com uma preocupação algo diferente da que nos motiva, este parágrafo é perfeitamente utilizável, por analogia, para justificar a defesa que fazemos da **consideração das operações de macro-cobertura como elegíveis para efeitos de tratamento contabilístico distinto do das operações de especulação**, completando dessa forma o já referido parágrafo 141 do E48.

De igual forma, parece ser de inferir a aceitação da macro-cobertura no Reino Unido, a partir da redacção genérica dos preceitos sobre “hedging” do “Statement of Recommended Accounting Practice” (SORP) sobre “Off-balance-sheet instruments and other commitments and contingent liabilities”, emitido pela “British Bankers’ Association” (BBA) e pela “Irish Bankers’ Federation” (IBF), e aprovado pelo “Accounting Standards Board”⁷⁸.

A defesa da macro-cobertura é igualmente assumida pela entidade gestora do mercado de futuros e opções suíço, a SOFFEX, que argumenta com o facto de a obrigatoriedade de realização de operações de micro-cobertura poder conduzir à cobertura de posições já cobertas, embora de forma não explícita, por outras posições já existentes, acabando por se traduzir, não em operações de cobertura efectiva, mas sim de especulação⁷⁹.

A macro-cobertura, no entanto, não deve ser aceite de forma demasiado “extensiva”. Com efeito, não se deve admitir a consideração, para efeitos contabilísticos, de operações de macro-cobertura sobre um conjunto de activos/responsabilidades demasiado heterogéneo e eventualmente sujeito a um conjunto de riscos de variação de

⁷⁷ cf. SFAS 80, cit., §8, in “Los mercados de futuros financieros”, cit., pg. 207 (tradução do espanhol e sublinhado de nossa responsabilidade).

⁷⁸ cf. “British Bankers’ Association” (BBA) e “Irish Bankers’ Federation” (IBF) - “Statement of Recommended Accounting Practice” (SORP) sobre “Off-balance-sheet instruments and other commitments and contingent liabilities”, November 1991, § 12 e 13.

⁷⁹ cf. SOFFEX - “Manuel SOFFEX”, Zurique, 1994, Parte IV, Capítulo 3, Folhas 19/20.

preços que não se pode proteger de forma eficaz pelo recurso a uma única operação de cobertura⁸⁰.

b) Identificação da operação de cobertura como tal

Quanto à segunda condição requerida pelo E48, a de que o instrumento financeiro de cobertura seja especificamente designado como tal, permite identificar a operação como sendo de cobertura e não de especulação. A interpretação a dar a este preceito pode, no entanto, ser mais ou menos restritiva no que se refere ao momento da mencionada identificação.

Assim, poderá considerar-se que existe uma operação de cobertura apenas quando a posição de cobertura é especificamente constituída com o fim de proteger a posição objecto de cobertura dos riscos de variação adversa de preços, ou, em alternativa, poder-se-á aceitar que uma posição previamente constituída com fins especulativos seja utilizável como cobertura de uma outra posição, caso as suas características sejam adequadas para tal fim.

A primeira opção, mais estrita, tem como objectivo principal evitar a manipulação de resultados das empresas por força de “transferências” entre operações de cobertura e especulação. No entanto, é perfeitamente possível conceber uma situação em que uma empresa detendo uma posição no mercado de um produto derivado, inicialmente constituída com um fim especulativo, incorre numa posição simétrica no mercado do correspondente activo subjacente e decide cobri-la por recurso àquela posição.

Em tal caso, a primeira opção obrigaria a cancelar a posição especulativa no mercado de derivados e a abrir nova posição, que seria designada como de cobertura, agravando os custos operacionais da empresa, sem justificação válida para tal. Com efeito, o objectivo de defesa contra eventuais manipulações é igualmente atingível no caso da segunda opção apresentada, bastando para tal postular a necessidade de estabilidade na classificação das operações como sendo de cobertura.

⁸⁰ cf. IASC - E48, cit., §141.

Dessa forma, apenas será de exigir que não possam existir alterações frequentes e injustificadas da classificação de uma operação como sendo de cobertura, o que equivale a dizer que, uma vez designada uma operação de cobertura, se poderá abandonar tal classificação caso se entenda que o risco existente não carece de cobertura, mas não será possível efectuar a “recuperação” de tal classificação em momento ulterior.

c) Existência de correlação entre as variações de preços nas posições coberta e de cobertura

Finalmente, a última condição imposta para o reconhecimento de uma operação como sendo de cobertura é a de mais difícil concretização. Com efeito, exige-se que exista uma elevada probabilidade de que venha a verificar-se um elevado grau de correlação entre as variações nos valores das posições de cobertura e objecto de cobertura. No entanto, tal elevado grau de correlação não é quantificado⁸¹.

Na realidade, tal quantificação é potencialmente causadora de perturbações dificilmente ultrapassáveis. Assim, se, por hipótese, se admitir que, para se considerar uma operação como sendo de cobertura, é necessário que se verifique um grau de correlação, obtido por observação de valores históricos, igual ou superior a 0,6, como parece ser prática usual no Reino Unido⁸², colocar-se-á a questão de saber se uma operação a que corresponda um grau de correlação ligeiramente inferior àquele valor (por exemplo, 0,59) é substancialmente diferente de uma outra operação que respeita o requisito referido, e se, por conseguinte, se justifica um diferente tratamento de ambas as operações.

Para além dessa questão, uma outra se coloca e que tem a ver com o facto de os vários mercados em que os agentes podem actuar serem diferentes, o que significa que um

⁸¹ cf. IASC - E48, cit., §147/9.

⁸² cf. Davis, Mark - “Accounting treatment: United Kingdom”, in “Management of interest rate risk”, cit., pg. 101.

grau de correlação previamente definido pode ser claramente insuficiente para um determinado mercado e excessivo para outro.

Como se tal não bastasse, pode verificar-se a inexistência de produtos financeiros derivados que cubram de forma directa o risco associado a variações de preços de um determinado activo subjacente, com a consequente necessidade de realização de coberturas cruzadas, as quais terão, provavelmente, graus de correlação relativamente mais baixos.

Considerando as objecções acabadas de apresentar, parece-nos que **o estabelecimento de um limite concreto para a definição de uma operação como sendo de cobertura pode acarretar mais problemas do que vantagens. No entanto, a não definição de tais limites implica uma justificação cuidada das razões da utilização de um particular instrumento financeiro para a cobertura de um determinado risco, em detrimento de outro(s) que eventualmente exista(m)**, tanto mais que a consideração de instrumentos de cobertura fracamente correlacionados com as respectivas posições objecto de cobertura aumenta as possibilidades de variações de sinal idêntico no “justo valor” de ambos, com a consequente alavancagem de perdas ou ganhos, em vez da desejada compensação, total ou parcial, entre resultados de sinal contrário.

d) Conclusão

Resulta de tudo o que acabou de ser exposto que é extremamente difícil estabelecer critérios “exactos” que permitam definir uma operação como sendo de cobertura de risco. No entanto, é possível efectuar tal classificação recorrendo a uma apreciação adequada de cada situação particular, tendo em conta critérios de prudência e razoabilidade.

Tal é, aliás, o procedimento seguido em muitos dos países em que os mercados de derivados estão mais desenvolvidos, como os Estados Unidos e a França⁸³. Aliás, e saindo do campo estrito da contabilização de derivados, o mesmo problema se coloca, e é resolvido de forma similar, com a distinção da classificação dos investimentos financeiros dos bancos entre as rubricas de “Títulos de investimento” e de “Participações financeiras”, do Plano de Contas do Sistema Bancário, a qual também se baseia em critérios de razoabilidade, sempre procurando que prevaleça o princípio da substância sobre a forma.

3. Tratamento contabilístico das operações de cobertura de risco

Na sequência do que temos vindo a referir, verificamos que, **por aplicação do princípio da substância sobre a forma, as operações de cobertura de risco devem ver os respectivos resultados reconhecidos ao mesmo tempo que os resultados das correspondentes posições objecto de cobertura**⁸⁴. Devem ainda, sempre que possível, tais resultados (das posições de cobertura e objecto de cobertura) ser reconhecidos nas mesmas rubricas, por forma a ser realizável a comparação directa do resultado global das operações levadas a cabo⁸⁵.

Assim, se a posição cujo risco está a ser coberto estiver a ser avaliada pelo respectivo valor de mercado (por exemplo, parte da carteira de negociação de um banco), a posição de cobertura será avaliada da mesma maneira, não se verificando nenhuma distinção de tratamento relativamente ao que se aplica a uma qualquer operação de especulação. Se a posição coberta estiver avaliada a custo histórico, com o reconhecimento de perdas (mas não de ganhos) potenciais, a posição de cobertura apenas verá os seus resultados reconhecidos aquando da constituição, reforço ou anulação de provisões relativas à posição coberta, e por montante semelhante ao das citadas variações de provisões.

⁸³ cf. SFAS 80, cit., §4, in “Los mercados de futuros financieros”, cit., pg. 206; cf. “Instruction n° 88-01 de la Commission Bancaire”, in “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pgs. 312/4; cf. “The financial jungle”, cit., pg. 532.

⁸⁴ cf. IASC - E48, cit., §150; cf. SFAS 80, cit., §5, in “Los mercados de futuros financieros”, cit., pgs. 206/7.

⁸⁵ cf. SFAS 80, cit., §6, in “Los mercados de futuros financieros”, cit., pg. 207.

Como consequência deste raciocínio, e **dado que existem efectivos fluxos financeiros relativos às operações de cobertura que podem não ser contabilizados em resultados, tais fluxos terão de ser considerados em contas de custos e proveitos diferidos até ao momento do reconhecimento de resultados na posição coberta.**

Assim, se, por exemplo, um contrato de futuros é vendido para proteger uma posição em acções de eventuais desvalorizações e se acaba por se verificar uma valorização daquelas, com o consequente ganho na posição à vista e perda no contrato de futuros, e se as acções estiverem contabilizadas ao custo de aquisição, as perdas incorridas no contrato de futuros serão contabilizadas numa conta de custos diferidos, apenas sendo transferidas para resultados aquando de uma eventual alienação das acções (altura em que os ganhos são realizados e, consequentemente, reconhecidos).

Uma outra questão relacionada com a contabilização de resultados associados a operações de cobertura de risco é a da correspondência (“matching”) entre os valores dos resultados incorridos na posição coberta e na posição de cobertura.

Com efeito, se os resultados obtidos na posição de cobertura forem superiores, em valor absoluto, aos da posição coberta, coloca-se a questão de considerar se o “excedente” de resultados obtido deve ser considerado como fazendo parte da cobertura ou se, pelo contrário, deve ser reconhecido como resultado de especulação.

O E48 propõe que uma perda na posição de cobertura que exceda o ganho correspondente na posição coberta, e para a qual não se preveja que o citado excesso seja meramente temporário, deverá ser imediatamente reconhecida em resultados, sendo tratada como um resultado de uma operação de especulação⁸⁶.

Este raciocínio desenvolvido pelo IASC, e que não vimos explanado em mais nenhuma peça de normalização contabilística, é extremamente curioso, dado que parece ir contra

⁸⁶ cf. IASC - E48, cit., §153.

o princípio da substância sobre a forma, referido previamente, dando, em compensação, um peso excessivo à prevalência do princípio da prudência. Com efeito, se é certo que o objectivo da realização da operação de cobertura é o de evitar uma desvalorização da posição coberta, também não é menos certo que a assunção da posição de cobertura implica também o reconhecimento da possibilidade de existência de “hedges” imperfeitos, com as correspondentes consequências sobre o valor da posição global detida pelo agente que efectua a cobertura, e não significando, de qualquer forma, um propósito especulativo da parte desse agente.

Questão diferente é a que se refere às operações efectuadas por excesso relativamente às necessidades de cobertura. É frequente verificarem-se situações em que, por inadequação dos instrumentos financeiros de cobertura, as posições subjacentes têm de ver o seu risco coberto por excesso. Em tais casos, os agentes que efectuam a cobertura especulam pelo montante em excesso relativamente às necessidades de cobertura.

Se o excesso é de reduzida dimensão e é absolutamente indispensável para que a cobertura de risco seja possível, por inexistência de melhor alternativa, poder-se-á colocar a hipótese de tratamento desse excesso como integrando a operação de cobertura. No entanto, o tratamento normal das situações de excesso de cobertura corresponde à consideração dos resultados obtidos em mercado de derivados segundo um critério “pro rata”, em função do qual a parte correspondente à posição coberta é contabilizada nos termos acima previstos e o restante é imediatamente reconhecido como resultado de uma operação de especulação⁸⁷.

4. Outros aspectos ligados à cobertura de risco

Para terminar o presente ponto, resta-nos analisar alguns casos específicos, o que passamos a fazer desde já.

⁸⁷ cf. IASC - E48, cit., §142.

a) Extinção da cobertura de risco

Em primeiro lugar, coloca-se a questão de saber qual o tratamento a adoptar nas situações em que se verifica o término da cobertura de risco. Assim, se uma posição estava a ser coberta por uma outra posição incorrida em mercados de derivados, e aquela é cancelada, ou se deixa de existir uma correlação suficientemente forte entre os resultados de ambas para justificar a classificação da operação sobre produtos derivados como de cobertura de risco, é importante saber o que fazer aos resultados verificados até ao momento do citado término e aos ocorridos a partir desse momento.

O entendimento geral relativamente a este aspecto é o de que os resultados incorridos até ao momento do término da cobertura são resultados de cobertura e devem ser tratados como tal. Os resultados verificados a partir desse momento serão considerados como sendo gerados por uma pura operação de especulação⁸⁸.

Este tratamento não será, no entanto, aplicável se existirem pequenas diferenças no tempo entre os momentos de encerramento das posições de cobertura e objecto de cobertura, por impossibilidade de obtenção de instrumentos que assegurem um melhor “matching” entre ambas. Em tal caso, considera-se que os objectivos de cobertura de risco não foram abandonados e que se realizou a melhor cobertura possível, pelo que as citadas posições devem ser integralmente contabilizadas segundo os princípios acima referidos para a cobertura de risco⁸⁹.

b) Operações de cobertura cruzada

Uma outra questão a resolver tem a ver com a consideração das operações de cobertura cruzada (“cross-hedging”) para efeitos da contabilização como operações de cobertura de risco. Da análise das normas que temos vindo a referir, nada parece existir em contrário, especificamente, contra o reconhecimento de tais operações como vulgares operações de cobertura.

⁸⁸ cf. IASC - E48, cit., §157/8; cf. Neuhausen, Benjamin S. - “Accounting framework: United States”, in “Management of interest rate risk”, cit., pg. 59.

⁸⁹ cf. Davis, Mark. - “Accounting framework: United Kingdom”, in “Management of interest rate risk”, cit., pg. 64.

O eventual tratamento diferenciado resultará da maior dificuldade potencial de observação das condições para reconhecimento de risco, e, em particular, do cumprimento do critério de manutenção de significativos graus de correlação. Com efeito, será normalmente mais difícil garantir a existência de um alto grau de correlação entre a posição a ser coberta e um conjunto de posições, não perfeitamente correlacionadas entre si, destinadas a proceder à cobertura do risco daquela.

Caso tal critério seja cumprido, em conjunto com os outros dois critérios acima referidos como essenciais para a consideração de uma operação como sendo de cobertura, as operações de cobertura cruzada serão tratadas como mencionado previamente, devendo o reconhecimento dos resultados de cada uma das posições integrantes da cobertura acompanhar o dos resultados da posição coberta.

c) Operações de “rollover”

Também as operações de “rollover”, destinadas a “prolongar a vida” da posição de cobertura, são passíveis de uma análise adicional. Estas operações consistem basicamente no encerramento da posição que se detinha no mercado de derivados, por força da aproximação do correspondente vencimento, e na consequente abertura de nova posição, de igual montante, com vencimento num futuro mais afastado.

Dessa forma, mantém-se a cobertura do risco de variação adversa de preços de uma posição existente, apenas se substituindo o instrumento de cobertura. O problema está, mais uma vez, em que a substituição de um instrumento por outro pode dar origem a desvios de correlação que podem afectar, de alguma forma, a eficácia da cobertura, sendo tal problema particularmente acentuado quando a operação original já não apresentava um grau de correlação muito significativo com as variações de valor da posição coberta.

A não se verificar tal dificuldade, então parece claro que o tratamento contabilístico a dar aos resultados de ambos os instrumentos financeiros, envolvidos em momentos

sucessivos na cobertura do risco da posição subjacente, é o preconizado para qualquer vulgar operação de cobertura.

d) Operações destinadas a manter o nível de risco da posição coberta

Finalmente, iremos ainda analisar se operações destinadas a manter o risco associado a uma posição a um nível considerado aceitável, em vez de criadas para o reduzirem ou eliminarem, devem ser tratadas de igual forma à aplicada para as operações de cobertura de risco, tal como as entendemos até ao momento.

Com efeito, cada vez mais as operações de “hedging” são utilizadas para garantir a manutenção de um determinado nível de risco numa carteira, em vez de se destinarem a reduzir ou eliminar esse risco. Em tal caso, não parece ser de aplicar directamente o método de contabilização recomendado previamente.

No entanto, dado que nos estamos a referir a uma operação conjunta destinada a estabelecer um determinado nível de risco para uma carteira, parece lógico que todos os elementos componentes dessa carteira sejam avaliados segundo um mesmo critério, o que, de forma indirecta, acaba por nos reconduzir à forma de contabilização preconizada para a cobertura de risco⁹⁰.

Mas se é certo que este tipo de contabilização é o mais adequado para carteiras, também não é menos verdade que pode acarretar problemas de manipulação de resultados pela via da consideração de operações de especulação como integrando carteiras de activos/responsabilidades não avaliados pelo valor de mercado. Como tal, a aplicação desta forma de contabilização deve ser efectuada com grandes cautelas.

5. Uma perspectiva diferente: o novo “exposure draft” do FASB

Tudo o que vem de ser dito poderá, no entanto, começar a ser posto em causa, caso vão para a frente os planos do FASB de proceder a mudanças radicais na relevação

⁹⁰ cf. “Derivatives: Practices and principles”, cit., pg. 87.

contabilística dos derivados, de acordo com um novo “exposure draft” ainda em fase de estudo.

Tal projecto prevê que as operações de especulação e de cobertura de risco sejam “transportadas” para dentro do Balanço, sendo os respectivos ganhos e perdas contabilizados em rubrica própria de ajustamento do valor do Capital Próprio, e não em contas de proveitos e custos, efectuando-se o “mark-to-market” de todas as operações, independentemente de serem consideradas de especulação ou de cobertura de risco⁹¹.

Dessa forma, as dificuldades de classificação de operações como sendo de um ou outro tipo deixariam de ter uma grande relevância prática, na medida em que o respectivo tratamento seria idêntico. Embora seja difícil pronunciarmo-nos sobre algo cujo articulado ainda desconhecemos, será de supor que tal tratamento terá algum tipo de relação com o facto de os próprios instrumentos financeiros transaccionados a contado serem, cada vez mais, relevados pelo respectivo valor de mercado, tornando, na prática, indiferente a escolha entre o tratamento segundo os princípios aplicados à especulação ou à cobertura de risco⁹².

Com as considerações acima, terminamos o presente ponto, destinado ao estudo de operações de cobertura de risco de posições detidas pelos agentes. Para completarmos o estudo das operações de “hedging” falta uma análise das operações de cobertura de risco de transacções futuras previstas, que será o tema a analisar seguidamente.

⁹¹ cf. The Economist Intelligence Unit - “Strategic derivatives - Successful corporate practices for today’s global marketplace”, 1995, pgs. 23 a 34.

⁹² O que acaba de se referir aplica-se, de igual forma, à cobertura de transacções futuras previstas, referida seguidamente, pelo que, na próxima secção, nos dispensaremos de comentários adicionais acerca deste assunto.

4. Transacções futuras previstas

Uma outra questão que se coloca quando analisamos os aspectos relacionados com o “hedging” tem a ver com a **eventual consideração de transacções futuras previstas como sendo passíveis de dar origem a operações de cobertura de risco que possam ser aceites como tal para efeitos contabilísticos.**

Já vimos que os produtos derivados podem ser utilizados como instrumentos de cobertura de risco de posições detidas pelos agentes. Mas, para além dessa função, os derivados podem também ser utilizados para cobrir riscos resultantes de posições que os agentes ainda não detêm, mas em que esperam vir a incorrer no futuro.

É o que se passa, por exemplo, com um exportador que tenha vendido a crédito um lote de mercadorias que facturou em divisas, as quais espera receber num momento futuro. Se o exportador nada fizer até àquele momento, arrisca-se a que uma desvalorização das divisas em que procedeu à facturação relativamente à sua moeda de referência provoque uma degradação da rendibilidade da operação de venda. Para obviar a esse risco, o agente pode, por exemplo, vender futuros sobre as citadas divisas, dessa forma fixando o preço a que as irá converter no futuro e garantindo o valor da sua margem sobre as vendas.

A questão que se coloca é a de determinar se este tipo de operações também é elegível para efeitos de tratamento contabilístico nos mesmos moldes do referido na secção anterior ou se, pelo contrário, tal possibilidade não existe.

O entendimento generalizado acerca destas operações é o de que elas não diferem substantivamente das de cobertura de risco de posições já detidas pelos agentes, devendo por isso ser tratadas da mesma forma. Para tal, e para além das três condições referidas na secção anterior, **estas operações devem respeitar dois requisitos adicionais**, mencionados no SFAS 80, que passamos a transcrever, por representar a forma mais correcta e completa de os referir:

- ...a) Que se identifiquem as características mais importantes e condições previsíveis da transacção prevista.** Entre as características importantes e condições previsíveis incluem-se a data esperada da transacção, o produto ou tipo de instrumento financeiro de que se trate, e a quantidade prevista a comprar ou vender. No caso de transacções nas quais intervêm instrumentos financeiros que vençam juros, o vencimento previsto do instrumento também constitui uma condição importante.
- b) Que seja provável que se produza a transacção prevista.** Entre as considerações a ter em conta para avaliar a probabilidade de que uma transacção se produza incluem-se: a frequência com que se produziram transacções similares no passado; a capacidade financeira e operacional da empresa para realizar a transacção; a afectação substantiva de recursos a uma actividade determinada (por exemplo, uma instalação produtiva susceptível de uso a curto prazo exclusivamente para transformar um determinado tipo de produto); o prazo de tempo que decorrerá até à data prevista de transacção; a amplitude da perda ou interrupção de operações que poderia surgir por não se produzir a transacção; e a probabilidade de que se pudessem realizar transacções de características significativamente diferentes para conseguir o mesmo propósito empresarial (por exemplo, uma empresa que pretenda captar fundos pode fazê-lo de diversas maneiras, como são a obtenção de empréstimos bancários de curto prazo ou a emissão de acções ordinárias). Em alguns casos, as empresas podem determinar que duas ou mais transacções alternativas aproximadamente similares tenham a mesma probabilidade de produzir-se. Por exemplo, uma instituição financeira que pretenda emitir obrigações pode fazê-lo em mercados nacionais ou externos. Em tais casos, os contratos de futuros não se vêem impossibilitados de considerar-se como de cobertura sempre que e quando se satisfaçam todos os critérios definidores de uma cobertura, com independência da transacção que se empreenda.”⁹³

⁹³ cf. SFAS 80, cit., §9, in “Los mercados de futuros financieros”, cit., pgs. 207/8 (tradução do espanhol e destaque de nossa responsabilidade).

Este entendimento é também aceite no Reino Unido, apesar de não existir uma norma semelhante ao que o SFAS 80 representa para os Estados Unidos⁹⁴. É igualmente aceite pelo E48, em termos muito semelhantes aos acima citados⁹⁵.

Assim, e a verificar-se o cumprimento dos requisitos referidos, um agente que efectue uma operação de “hedging” de uma transacção futura prevista poderá contabilizá-la de acordo com o procedimento indicado no ponto anterior. Tal significa, nomeadamente, que, caso se esteja a cobrir o risco de variação de preços de um activo que se venha a adquirir no futuro, e porque a posição de cobertura deve acompanhá-lo em termos de reconhecimento contabilístico, os resultados verificados na posição de cobertura deverão ser diferidos até ao momento da aquisição, sendo nesse momento integrados no custo de aquisição do activo, aumentando o seu valor (no caso de perdas) ou diminuindo-o (no caso de ganhos)⁹⁶.

Refira-se, a terminar, que o E48 prevê a necessidade de prestação de informações adicionais, sob a forma de notas anexas às contas, por parte dos agentes que realizem operações de cobertura de transacções futuras previstas. Tais informações devem referir a natureza das transacções previstas, o montante de ganhos ou perdas diferidos ou não reconhecidos e o período de tempo que se espera que decorra até que a transacção prevista se verifique⁹⁷. Idênticos requisitos são previstos pelo IAS 32⁹⁸.

5. Operações de arbitragem

Conforme vimos anteriormente, estas operações são realizadas por agentes que aproveitam ineficiências dos mecanismos de formação dos preços nos mercados para realizar ganhos sem incorrerem em riscos de variação adversa de preços. Assim,

⁹⁴ cf. Davis, Mark. - “Accounting framework: United Kingdom”, in “Management of interest rate risk”, cit., pg. 63.

⁹⁵ cf. IASC - E48, cit., §145.

⁹⁶ cf. FAS 80, cit., §10, in “Los mercados de futuros financieros”, cit., pgs. 208.

⁹⁷ cf. IASC - E48, cit., §231.

⁹⁸ cf. IASC - IAS 32, cit., §91.

também as operações de arbitragem poderão eventualmente dar origem a um tratamento contabilístico diferenciado, por serem operações sem risco para os agentes que as realizam.

O caso que nos interessa de forma mais particular é o das intervenções simultâneas no mercado à vista e nos correspondentes mercados de derivados sobre um determinado activo subjacente. Os agentes podem comprar o activo no mercado à vista e vendê-lo a prazo (operação de “cash and carry”), caso o preço à vista esteja sub-avaliado relativamente ao do mercado a prazo, ou podem proceder de forma simétrica (“reverse cash and carry”), se os preços a prazo estiverem sub-avaliados relativamente aos do mercado à vista.

Ao efectuarem as operações simultaneamente, os agentes definem à partida o lucro que virão a ter de forma definitiva (podendo existir uma muito pequena margem de incerteza, caso os preços de referência no vencimento dos contratos de derivados sejam diferentes dos praticados no mesmo momento no mercado à vista, bem como por força de eventuais variações das taxas de juro a que os arbitragistas se podem financiar no mercado).

Assim sendo, e embora a posição à vista não existisse anteriormente à constituição da posição a prazo, a verdade é que ambas se compensam, sendo os respectivos perfis de resultados aproximadamente simétricos, pelo que parece perfeitamente aceitável que estas operações tenham um tratamento contabilístico semelhante ao preconizado para as de cobertura de risco.

A “Commission Bancaire” francesa foi mesmo mais longe na sua análise e determinou que estas operações sejam contabilizadas de forma linear ao longo do seu tempo de duração, quer no que se refere à componente transaccionada no mercado à vista, quer no que se refere à componente transaccionada nos mercados de derivados⁹⁹.

⁹⁹ cf. “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pgs. 123/6.

6. Tratamento diferenciado a dar aos diversos intervenientes no mercado

Já tínhamos referido, em capítulo anterior, que os mercados de derivados (como, aliás, qualquer mercado organizado) registam a intervenção de intermediários financeiros, cuja actuação se destina a facilitar a presença dos utilizadores finais no mercado. No caso dos mercados de derivados, os intermediários são ainda mais necessários, dado que, para além das funções de intermediação da negociação, desempenham ainda todo um conjunto de actividades, muito difíceis de gerir sem a sua presença, ligadas à compensação e liquidação dos contratos.

A questão que se coloca é a de saber se, dado que os intermediários com funções de compensação assumem responsabilidades de bom cumprimento dos compromissos tomados pelos utilizadores finais por eles representados, actuando em nome próprio e por conta desses representados, devem registar nas suas contas de perdas e ganhos os resultados verificados em contratos transaccionados por conta dos referidos utilizadores finais.

A resposta a esta questão parece dever ser negativa. Com efeito, por aplicação do princípio da substância sobre a forma, rapidamente concluímos que tais resultados são unicamente imputáveis ao seu destinatário final, não devendo, por isso, reflectir-se nas contas de perdas e ganhos dos membros compensadores, dessa forma se evitando, aliás, o empolamento artificial e simétrico daquelas contas.

Assim, o que não deve ser descurado é a possibilidade de o membro com funções de compensação ser afectado por um eventual incumprimento de um ou vários dos seus representados, mas tal preocupação faz parte de um conjunto mais amplo de preocupações, relacionadas com o tipo e montante de riscos (nomeadamente, no caso presente, o risco de crédito) em que os agentes no mercado incorrem, o qual é analisado em capítulos posteriores.

Deste modo, os únicos registos contabilísticos a efectuar pelos membros com funções de compensação, para além dos que relevem os supra-citados riscos, são os que se referem aos fluxos financeiros simétricos verificados com a Câmara de Compensação (ou com membros compensadores, caso se trate de membros negociadores) e com os seus representados, respectivamente¹⁰⁰.

7. Tratamento das garantias permanentes constituídas pelos membros compensadores

As garantias permanentes depositadas pelos membros compensadores pretendem constituir um elemento adicional de segurança financeira do mercado, podendo ser utilizadas para fazer face a incumprimentos resultantes de posições em qualquer um dos instrumentos em que aqueles sejam intervenientes.

Dessa forma, parece adequado equacionar o seu tratamento neste capítulo, relativo aos aspectos de carácter geral, e não nos capítulos relativos a cada um dos tipos de contratos em particular.

Adicionalmente, dever-se-á também reflectir sobre se o tratamento contabilístico destas garantias deve ser diferente no caso de elas terem sido constituídas sob a forma de contribuição para um Fundo de Compensação, o qual pode ser chamado a responder pelos incumprimentos de qualquer membro do mercado.

1. Garantias permanentes

Aquando da sua adesão aos mercados, é normalmente solicitado aos membros compensadores que procedam ao depósito de uma garantia, que deverá ser mantida enquanto os referidos membros continuarem a desempenhar funções de compensação, e que se destina a fazer face a qualquer incumprimento de sua parte.

¹⁰⁰ cf. “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pgs. 74/7.

Tais garantias desempenham, no fundo, funções idênticas às asseguradas pelas margens, distinguindo-se daquelas apenas pelo seu carácter de permanência e pela possibilidade de utilização para fazer face a qualquer incumprimento, pelo que o tratamento contabilístico será também ele idêntico.

Dado que nos iremos debruçar sobre tal assunto de forma mais aprofundada em capítulos posteriores, referiremos apenas, muito brevemente, que, **em caso de transferência efectiva de propriedade sobre algum activo entregue a título de garantia permanente, tal transferência deve ser reflectida nos Balanços do agente que presta e do que recebe a garantia, enquanto que em caso de não transferência (por exemplo, se o activo for onerado com um penhor), apenas deverá existir uma menção ao facto em notas anexas às contas ou, caso tal seja possível, em contas extrapatrimoniais.**

2. Fundo de Compensação

As contribuições para Fundos de Compensação têm o mesmo objectivo básico das efectuadas a título de garantia permanente, distinguindo-se destas pelo facto de poderem fazer face, de forma solidária, a incumprimentos de qualquer membro compensador do mercado, e não apenas aos de quem as realiza.

Assim, e para além de se dever efectuar a respectiva relevação, nos mesmos termos do referido acima para as garantias permanentes, as entidades que façam parte de um Fundo de Compensação deverão indicar, fora do Balanço, o risco de crédito em que incorrem relativamente aos restantes membros do mercado, pelo montante da contribuição efectuada.

8. Tratamento contabilístico das comissões pela realização de operações

Não parecendo existir quaisquer dúvidas quanto ao carácter de custos/proveitos de que as comissões se revestem, a questão principal que se coloca é a de **saber quando é que**

tais factos patrimoniais devem ser reconhecidos, se no momento da realização das operações, se ao longo da sua “vida”, ou se apenas no final, quando os direitos/obrigações a que deram origem se materializam ou extinguem.

Segundo o ICAC, os custos de transacção associados à realização de operações sobre derivados devem, por princípio, ser contabilizados ao longo da vigência dos contratos, ou de acordo com a contabilização da posição coberta, caso se esteja perante uma operação de “hedging”¹⁰¹.

O tipo de raciocínio acima explanado é ainda mais reforçado nos casos em que, sob a capa de comissões de transacção, se escondem verdadeiras componentes do preço final da operação¹⁰², o que é relevante, em particular, para as operações efectuadas em mercados OTC.

No caso das transacções realizadas em mercados organizados, no entanto, as comissões representam efectivamente apenas os custos de transacção, pelo que não será necessário preocuparmo-nos com eventuais distorções de análise provocadas por essa via.

Se combinarmos esse facto com o de que as comissões praticadas nestes mercados são normalmente muito baixas, podendo variar, aproximadamente, entre um por mil e um duzentos mil avos do valor nominal do contrato, com valores absolutos na casa das poucas centenas de escudos, no máximo, **parece-nos ser de considerar a possibilidade de contabilização imediata das comissões aquando do seu pagamento, por razões de simplicidade operacional, as quais não são postas em causa por questões de relevância material dos valores em causa.**

¹⁰¹ cf. “Proyecto de norma del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas sobre tratamiento contable de las operaciones de futuros”, cit., pgs. 10/1.

¹⁰² cf. “The financial jungle”, cit., pg. 526.

9. Resumo

Terminamos assim uma primeira abordagem dos principais problemas suscitados pelo tratamento contabilístico de produtos derivados. Iremos agora proceder a análises mais específicas, por categorias de produtos. Começaremos por analisar, no próximo capítulo, os contratos de futuros. Antes, porém, apresentaremos uma tabela com o elenco de soluções comparadas relativas aos principais aspectos abordados no presente capítulo, tal como são definidas pelo IASC e por alguns dos países onde a transacção de produtos derivados em mercados organizados tem mais expressão¹⁰³.

¹⁰³ As soluções referidas na tabela são as que resultam da leitura dos vários textos indicados na bibliografia, muitos dos quais foram sendo referidos ao longo do presente capítulo. Esporadicamente, poderão ser indicadas soluções não suportadas em tais documentos, mas sim no conhecimento das soluções adoptadas na prática num ou outro país. Quando não exista informação conhecida sobre tais soluções, tal será reconhecido pela aposição de uma cruz (x) na respectiva célula da tabela. Estes procedimentos serão mantidos nas tabelas que apresentaremos no final de cada um dos próximos capítulos.

Relembramos que as soluções em causa se referem apenas a contratos transaccionados ou registados em mercados organizados.

**TABELA I -RESUMO DAS PRINCIPAIS SOLUÇÕES CONTABILÍSTICAS
ADOPTADAS INTERNACIONALMENTE**

Questões			Soluções		
	IASC	EUA (FASB)	Reino Unido	França	Espanha
Critério valorimétrico	Valor de mercado	Idem	Idem	Idem	Idem
“Offsetting” de posições	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Distinção entre operações de especulação e de cobertura de risco	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Consideração de operações de macro-cobertura	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Crítérios para consideração como operação de cobertura:					
Existência de risco a cobrir	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Intenção prévia de cobrir o risco	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Correlação entre variações de preços das posições coberta e de cobertura	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Quantificação da correlação	Não	Não	Sim	Sim	Não
Cobertura de risco de transacções futuras previstas	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Relevação de resultados de operações de cobertura de risco	De acordo com posição coberta	Idem	Idem	Idem	Idem
Relevação de resultados de operações de especulação	“Mark-to-market”	Idem	Idem	Idem	Idem
Relevação de resultados de operações de arbitragem	Como as de cobertura de risco	Idem	Idem	Amortização das posições simétricas ao longo do tempo da operação	Como as de cobertura de risco

CAPÍTULO IV

TRATAMENTO CONTABILÍSTICO DOS CONTRATOS DE FUTUROS

Terminada a abordagem das principais questões relativas ao tratamento contabilístico dos produtos derivados transaccionados em mercados organizados, passamos agora a uma análise de aspectos mais específicos relativos aos contratos de futuros, incluindo alguns que resultam de uma aplicação directa de conclusões obtidas no capítulo anterior.

1. Apresentação do valor do envolvimento no mercado

Sendo os contratos de futuros operações que não dão origem a fluxos financeiros pelo seu valor nominal ou teórico, mas sim, e apenas, por uma percentagem daquele valor (a margem inicial), acrescida dos fluxos de ganhos e perdas ocorridos após a realização dos contratos e durante a sua “vida”, os Balanços de situação e de verificação podem não reflectir claramente o envolvimento dos agentes no mercado.

Assim sendo, **é necessário averiguar se será conveniente determinar alguma forma de informação adicional que permita obter uma noção mais adequada do grau de envolvimento de cada um dos agentes no mercado** e, em caso afirmativo, qual.

Aquando da realização de uma operação de futuros, cada uma das partes incorre simultaneamente num direito e numa obrigação de igual montante, correspondente ao valor contratado na operação¹⁰⁴. Tais direitos e obrigações, para além de serem de valor idêntico, podem facilmente ser revertidos antes do vencimento do contrato, pelo

¹⁰⁴ cf. IASC - E48, cit., §A59.

que, da conjugação de tais factos, parece ser de retirar de imediato a conclusão de que não devem ser representados nos Balanços dos intervenientes na operação.

No entanto, alguma forma de reconhecimento deve ser prevista para tais operações, por forma a permitir a realização de uma mais adequada análise da situação económico-financeira de um qualquer agente que nelas intervenha.

Assim, as autoridades com poderes de normalização contabilística têm vindo a solicitar a inclusão de informação adicional que permita dar uma ideia acerca do grau de envolvimento dos agentes no mercado, a qual se traduz, basicamente, na **apresentação do valor nominal¹⁰⁵ dos contratos de futuros em contas de ordem ou, caso estas não existam, em notas anexas às demonstrações financeiras.**

Tal é o caso, por exemplo, de Espanha, em que o Banco Central, pela sua Circular nº 4/1991, aplicável a entidades de crédito, e a Comissão Nacional do Mercado de Valores, pela Circular nº 7/1990, aplicável aos fundos de investimento, exigem tal registo, bem como a identificação dos valores afectos a operações de especulação e de cobertura¹⁰⁶.

Identicamente, o projecto de normas de contabilização de futuros, em estudo pelo ICAC, prevê a apresentação, em anexo às demonstrações financeiras, de informações relativas ao valor nominal dos contratos e sua descrição e classificação. Adicionalmente, o documento estatui a necessidade de referência dos dados essenciais das posições objecto de cobertura, bem como dos critérios de valorização e registo contabilístico utilizados. É ainda solicitada a inclusão de informação sobre os valores de ganhos e perdas ligados a operações de cobertura e respectiva forma de contabilização^{107 108}.

¹⁰⁵ Aqui entendido, em sentido lato, como o “valor de referência” do contrato. Com efeito, em alguns contratos, não será possível determinar um valor nominal fixo, antes se verificando a existência de um valor de referência que vai variando com alterações no preço do correspondente contrato.

¹⁰⁶ cf. MEFF Renta Fija - “Contabilidad y fiscalidad de futuros y opciones en fondos de inversión”, s/d, pg. 4.

¹⁰⁷ cf. “Proyecto de normas sobre el tratamiento contable de las operaciones de futuros”, cit., pgs. 28/9.

¹⁰⁸ Estas questões serão, aliás, abordadas mais em detalhe no ponto 5 do presente capítulo.

Tais exigências aproximam-se, aliás, das efectuadas pelo FASB, em 1987, a propósito da divulgação de informação relativa aos instrumentos financeiros em geral, e em que se solicitava a prestação de informações sobre o risco de crédito (perdas eventuais e prováveis, concentração por contrapartes individuais ou por grupos de contrapartes) e as somas a pagar e a receber, por prazos de pagamento/recebimento. Estas solicitações foram, na altura, consideradas exageradas numa comunicação efectuada por Malcolm Walley, membro da “International Swaps Dealers Association” (ISDA), num colóquio organizado pela OCDE¹⁰⁹.

As reservas colocadas pelo referido orador são perfeitamente compreensíveis à luz das dificuldades operacionais que podem acarretar, sendo por isso de defender uma **aproximação mais gradualista, que se limite, numa primeira fase, a exigir a apresentação dos valores nominais dos contratos e das suas descrição e classificação**, à semelhança do que faz o Banco de Espanha, só posteriormente sendo de considerar, à medida que se for ganhando experiência e desenvolvendo uma estrutura de sistema de informação mais adequada a solicitações mais complexas, a exigência de divulgação de informações do tipo das solicitadas pelo FASB ou pelo SORP da BBA/IBF^{110 111}.

Assim, **recomenda-se a indicação dos valores nominais dos contratos em contas de ordem, sempre que tal seja possível, ou em anexos às demonstrações financeiras**. Refira-se, a propósito, que o sistema de apresentação em contas de ordem, permitindo uma mais rápida apreensão da informação e estando bastante divulgado na prática, é, contudo, menos rico em termos da informação que pode prestar, pelo que a

¹⁰⁹ cf. OCDE - “Nouveaux instruments financiers - Publication d’informations et comptabilisation”, Paris, 1988, pg. 111.

¹¹⁰ cf. “British Bankers’ Association” (BBA) e “Irish Bankers’ Federation” (IBF) - “Statement of Recommended Accounting Practice” (SORP) sobre “Off-balance-sheet instruments and other commitments and contingent liabilities”, cit., § 28.

¹¹¹ Veja-se, a propósito, o ponto 5 do presente capítulo.

recomendação da sua utilização não acarreta a inviabilização da apresentação de informação adicional em notas anexas às demonstrações financeiras¹¹².

2. Contabilização de ganhos e perdas

Apesar de o aspecto mais importante da contabilização de ganhos e perdas, o do critério valorimétrico a utilizar, já ter sido referido no capítulo destinado à análise de questões de carácter geral, ficam por resolver **aspectos relacionados com a formalização contabilística dos ganhos e perdas incorridos pelos agentes**, que se procurarão resolver na resposta a este item. Levar-se-ão em conta os aspectos relacionados não só com as operações de especulação, como também, caso haja lugar a alguma diferença, os relativos a operações de cobertura de risco.

Ter-se-á igualmente em conta a questão da **formalização dos movimentos financeiros correspondentes aos ajustes diários de ganhos e perdas**.

1. Contratos de especulação

Estes contratos dão origem, conforme já vimos, a mais e menos-valias, as quais devem ser reconhecidas de imediato em contas de resultados. Assim, deverão existir contas de custos e proveitos destinadas a reconhecer tais resultados.

Se o agente em causa tem precisamente como actividade principal a realização de operações sobre instrumentos financeiros, tais resultados deverão ser considerados como decorrentes de actividade comercial, sendo contabilizados de acordo com tal classificação; no caso de não corresponderem ao exercício de uma actividade principal, mas serem realizados com alguma frequência, serão considerados como resultados financeiros; finalmente, caso estejamos perante casos isolados, que poderíamos

¹¹² Veja-se, a propósito, uma interessante discussão das vantagens e desvantagens de cada uma das soluções indicadas in Valderrama, José Luis Sánchez Fernández de, José Luis Wanden-Berghe Lozano e José Francisco González Carbonell - “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid, 1993, pgs. 49/59.

classificar como “invulgares” do ponto de vista do agente em causa; poder-se-á considerar a classificação em rubricas de resultados extraordinários¹¹³.

Os ganhos e perdas citados, conforme já tínhamos referido, devem ser reconhecidos à medida que se vão produzindo os correspondentes movimentos financeiros de recebimentos e pagamentos, segundo o princípio do “mark-to-market”. Tal raciocínio leva-nos à conclusão de que **as contas de contrapartida das rubricas de ganhos e perdas devem ser as contas de disponibilidades associadas aos citados pagamentos e recebimentos.**

No entanto, o momento do reconhecimento dos resultados e o do efectivo fluxo financeiro poderão não ser absolutamente coincidentes, havendo um pequeno desfasamento temporal entre ambos¹¹⁴. Assim, por esta razão e também por razões de controlo contabilístico, **torna-se necessário prever a existência de contas de terceiros que reflectam as relações de débitos e créditos existentes com as diferentes contrapartes de cada agente.**

Em particular, quando as operações realizadas não representem a actividade principal do agente, deverão ser utilizadas contas de “Outros devedores e credores”, por forma a reflectir precisamente o carácter exterior à actividade principal que tais operações revestem.

Para finalizar, refira-se ainda que, quando o agente esteja a servir de mero intermediário, não deverá reflectir nas suas contas os resultados decorrentes das variações de preços dos contratos, apenas relevando os movimentos financeiros que

¹¹³ cf. García, José Luis Cea - “Análisis contable de los contratos de futuros”, Madrid, 1987, pg. 92.

¹¹⁴ Note-se, no entanto, que tal desfasamento não põe em causa o que anteriormente foi dito acerca do imediato reconhecimento de ganhos e perdas. Com efeito, terminada uma sessão de bolsa, um agente que tenha ficado a ganhar com uma evolução favorável dos preços fica desde logo constituído na posição de credor de uma entidade que praticamente não representa risco de crédito, a Câmara de Compensação, sendo o correspondente valor recuperado, as mais das vezes, no início da sessão seguinte. Já o mesmo não pode ser dito de eventuais fluxos entre membros do mercado e os respectivos clientes, que podem não revestir carácter diário. De todas as formas, tal não altera as conclusões apresentadas, apenas se devendo levar em conta possíveis acréscimos de risco de crédito, sobre os quais deve ser dada nota pelo sistema de relevação e informação contabilísticas.

existam, e utilizando para o efeito as contas de terceiros e disponibilidades acima referidas, ou, em alternativa às contas de terceiros, contas transitórias, e isto sem prejuízo do reconhecimento, em contas extrapatrimoniais, dos montantes envolvidos, por estes representarem risco de crédito¹¹⁵.

2. Contratos de cobertura de risco

Conforme já tínhamos referido, nos casos em que se realizem operações de futuros com o objectivo de proceder à cobertura de riscos de variação adversa de preços em posições previamente existentes, o princípio da substância sobre a forma conduz a uma relevação dos ganhos e perdas incorridos nos contratos de futuros segundo os mesmos princípios utilizados para a relevação das posições cobertas.

Assim, e no caso de as posições cobertas serem relevadas pelo valor de mercado, o tratamento a dar aos contratos de cobertura é idêntico ao que foi acima referido para os contratos de especulação.

No caso de tal não acontecer, será necessário encontrar uma solução para a relevação dos fluxos financeiros em contratos de futuros, os quais não podem ser imediatamente reconhecidos como resultados, devendo aguardar pelo reconhecimento dos correspondentes resultados das posições cobertas.

Assim sendo, a forma de reconhecer tais perdas e ganhos sem afectar imediatamente contas de resultados consiste na utilização de contas de proveitos e custos diferidos, onde os fluxos financeiros sejam reconhecidos na íntegra(directamente, por contrapartida de contas de disponibilidades, ou indirectamente, por contrapartida das contas de terceiros acima referidas). Aquelas contas verão posteriormente o seu saldo ser gradualmente imputado a

¹¹⁵ cf. “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit. pgs. 76/7.

resultados ou a contas de Activo/Passivo, acompanhando a movimentação ocorrida na posição coberta¹¹⁶.

Assim, se, quando o contrato de futuros chega ao seu vencimento, se verifica uma venda de um activo que estivesse a ser coberto, os resultados obtidos no contrato de futuros serão levados directamente a contas de custos ou proveitos, em simultâneo com os reconhecidos na sequência da operação de venda.

Já se o contrato de futuros se destina a cobrir riscos de variação de preços de um activo possuído pelo agente e este não é vendido, antes ficando na posse do citado agente, parece lógico que os resultados obtidos com os futuros sejam incorporados no valor do activo, diminuindo-o (no caso de um ganho) ou aumentando-o (na situação inversa)¹¹⁷.

Quanto aos activos/passivos financeiros detidos pelo agente, dependendo do tratamento contabilístico que lhes seja dado, darão origem ao reconhecimento imediato dos resultados do contrato de futuros (quando sejam avaliados pelo valor de mercado) ou ao seu reconhecimento gradual ao longo do tempo, com periodificação proporcional à dos rendimentos/encargos associados à posição coberta (nos restantes casos)¹¹⁸.

Em caso de cobertura de um activo possuído pelo agente, que deva ser provisionado, por força da sua desvalorização no mercado, o valor da provisão a constituir deverá ser corrigido por eventuais ganhos obtidos na posição de cobertura com futuros.

¹¹⁶ Sem prejuízo de eventuais correcções que seja necessário introduzir por força de eventuais excessos de cobertura verificados.

¹¹⁷ Note-se, no entanto, que este procedimento só é razoável se a intenção do agente não vender se pode considerar como “definitiva”, no sentido de que não prevê vir a efectuar a venda do activo, embora tal possa vir a acontecer num futuro distante. Se se prevê uma venda posterior ao momento do encerramento do contrato de futuros, ainda que não muito próxima no tempo, os resultados do contrato de futuros deveriam ser mantidos em contas de custos ou proveitos diferidos e levados a resultados aquando da venda.

¹¹⁸ cf. - “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, cit., pg. 193; cf. “Análisis contable de los contratos de futuros”, cit., pgs. 93/4.

Outros casos particulares poderiam ser citados a propósito deste tema, mas pensamos que os exemplos focados são suficientemente esclarecedores do tipo de raciocínio que é necessário aplicar ao tratamento contabilístico das operações de cobertura de risco.

Terminaríamos apenas referindo que as operações de cobertura de transacções futuras previstas serão tratadas exactamente da mesma forma que as acabadas de mencionar, apenas sendo diferentes os critérios para a sua consideração como de cobertura, os quais já foram referidos no capítulo anterior.

3. Tratamento das margens e da sua remuneração

Conforme havia sido referido no capítulo II, as margens solicitadas pela Câmara de Compensação desempenham diferentes funções, consoante se refiram a contratos de futuros ou de opções, sendo que, nestes últimos, as margens desempenham também parte das funções que são asseguradas pela liquidação diária de perdas e ganhos nos contratos de futuros.

Assim se explica a análise separada do tratamento contabilístico das margens em futuros e opções, que será prosseguida neste capítulo e no próximo.

Para além da questão da formalização do valor das margens propriamente ditas, também será tida em conta a questão do tratamento contabilístico a aplicar à sua remuneração, caso exista.

1. Constituição/levantamento de margens

Destinando-se as margens a constituir uma garantia para fazer face às responsabilidades assumidas pelos intervenientes no mercado, a sua prestação não implica, de forma alguma, uma transferência de riqueza entre tais intervenientes, mas sim, e apenas, uma mera transferência entre rubricas de Activo e/ou Passivo (e, mesmo assim, apenas quando exista efectiva transferência da titularidade dos activos

entregues). Assim, o agente que recebe a margem obtém um activo líquido da sua contraparte, ficando em troca seu devedor, verificando-se uma simetria de posições no que ao agente que constitui a margem se refere.

Desta forma, parece lógico que, **no que se refere às margens, os movimentos efectuados nas rubricas representativas dos activos entregues tenham como contrapartida movimentos de idêntico montante realizados em contas de terceiros especificamente destinadas a proceder à relevação de tais valores**¹¹⁹.

A questão que se deve colocar é a de definir se tais contas, ainda que específicas, deverão ser simples contas-correntes, ou se deverão fazer parte de uma rubrica autónoma, de cauções e depósitos.

No que a este aspecto se refere não existe unanimidade de opiniões, **havendo quem preconize a classificação em “Fianças ou depósitos constituídos”¹²⁰ e quem admita a classificação naquela rubrica ou numa qualquer conta-corrente com terceiros** (em particular, se a margem é constituída em numerário)¹²¹, não se verificando por parte dos autores em causa uma defesa particularmente aguerrida das soluções por eles adoptadas.

Com efeito, nos textos utilizados não foi encontrada nenhuma referência mais aprofundada ao facto de se utilizar uma ou outra das soluções, apenas se assistindo à justificação da necessidade de classificação em contas de terceiros, de acordo com o acima explanado.

Tal ausência de explicações ficará a dever-se à conjugação de dois factos: por um lado, dependendo dos casos, as margens constituídas assumirão mais uma ou outra das naturezas acima referidas; por outro lado, a escolha de uma ou outra daquelas rubricas para a classificação das margens não acarreta grandes consequências de ordem prática.

¹¹⁹ cf. E48, cit., §A60.

¹²⁰ cf. “Proyecto de normas sobre el tratamiento contable de las operaciones de futuros”, cit., pg.9.

¹²¹ cf. “Análisis contable de los contratos de futuros”, cit., pg. 84.

Assim, parece-nos que qualquer uma das soluções é perfeitamente aceitável, podendo inclusivé a escolha de uma delas depender da tradição contabilística de cada país ou sector de actividade.

Optaremos daqui para a frente por aceitar a sugestão da classificação numa conta-corrente, da rubrica de “Outros devedores e credores” ou outra equivalente, mas apenas o fazemos por considerarmos que se obtém dessa forma uma visão mais adequada das relações com terceiros, por força da utilização de contratos de futuros, já que uma mesma conta providenciará a informação necessária sobre margens e liquidações diárias de ganhos e perdas, apenas se efectuando a separação de ambos os componentes ao nível de sub-contas.

Refira-se ainda a questão da **constituição de margens que não é acompanhada da transferência da titularidade dos activos** correspondentes (é o que acontece, por exemplo, com o penhor ou bloqueio de valores mobiliários). Em tais casos, **parece evidente que as estruturas de Balanço de ambos os intervenientes na constituição das garantias não devem ser alteradas**, devendo a informação correspondente aos valores entregues/recebidos a título de garantia **ser relevada em contas extrapatrimoniais ou em notas** anexas às demonstrações financeiras¹²².

2. Margens sobre portfólios

Deve-se salientar que as margens exigidas pelas Câmaras de Compensação aos seus membros se referem à totalidade das suas posições, e não a contratos específicos. Com efeito, e tal como já havia sido mencionado no capítulo II, o cálculo das margens é normalmente efectuado sobre a totalidade dos contratos pertencentes à carteira de cada agente, de forma integrada, por forma a permitir uma redução do valor solicitado a título de garantia, aproveitando, para tal, as correlações eventualmente existentes entre as variações de preços de diferentes contratos.

¹²² cf. “Proyecto de normas sobre el tratamiento contable de las operaciones de futuros”, cit., pg.9.

Assim sendo, **não é possível separar, no Balanço, as margens por tipo de contrato, mas sim, e apenas, por mercado** onde o agente intervém, considerando-se, para cada mercado, as margens do respectivo portfólio de contratos de forma agregada.

3. Remuneração das margens

Para terminar a presente secção resta-nos analisar a **questão da remuneração** das margens, a qual é de resolução bastante fácil, dado que **parece lógico que tais rendimentos sejam contabilizados como proveito financeiro de quem os recebe e custo financeiro de quem os paga**¹²³. No caso da constituição de penhor ou outra forma de bloqueio sobre um activo gerador de rendimentos, a situação será ainda mais simples, dado que quem constitui a garantia se mantém na titularidade do activo, recebendo por isso directamente os respectivos rendimentos.

4. Contabilização no vencimento

A contabilização dos contratos de futuros no seu vencimento (admitindo, pois, que não houve prévia reversão de posições) é simples e decorre directamente de tudo o que tem vindo a ser referido quanto à contabilização de ganhos e perdas.

Assim, **se um contrato é levado ao vencimento, verificar-se-á uma transferência do activo subjacente (ou seu equivalente) para o comprador do contrato de futuros, por contrapartida do pagamento respectivo ao vendedor**. Estes movimentos correspondem a uma simples transacção à vista, sendo desnecessário qualquer comentário adicional acerca deles.

Dessa forma, **em contratos em que os agentes actuem por motivos especulativos, nada mais haverá a registar na contabilidade que um último ajuste diário de ganhos e perdas, para além da citada “operação à vista”**.

¹²³ cf. “Análisis contable de los contratos de futuros”, cit., pg. 84.

No caso de nos encontrarmos perante uma operação de cobertura, e caso a posição objecto de cobertura não seja avaliada ao preço de mercado, existirão seguramente resultados contabilizados em contas de custos ou proveitos diferidos, ou em contas transitórias. Nesse caso, será necessário incorporar tais valores no resultado da “operação a contado”.

Assim, **no caso de um agente vendedor, os ganhos (perdas) obtidos em contratos de cobertura serão incorporados no resultado global da operação, aumentando (diminuindo) os respectivos resultados. Quanto ao agente comprador, pode incorporar tais resultados no custo de aquisição, aumentando-o (em caso de perdas em futuros) ou diminuindo-o (no caso inverso)**¹²⁴.

Como é óbvio, no vencimento extinguem-se todos os direitos e obrigações decorrentes do contrato de futuros, pelo que **o respectivo valor deverá ser deduzido ao valor global da conta de ordem onde se reconheça o envolvimento dos agentes no mercado** (cf. ponto 1 do presente capítulo).

No caso de um agente ter posições abertas em mais que um contrato de futuros com o objectivo de proceder à cobertura de riscos de várias posições subjacentes, os contratos a serem fechados devem ser aqueles que, desde o início, foram identificados como estando afectos à cobertura do particular risco em causa.

Tal identificação, no entanto, poderá tornar-se mais problemática quando estejamos perante operações de macro-cobertura que não dão origem à liquidação simultânea de todas as posições, sendo alguns contratos revertidos antes do vencimento. Em tal caso, dever-se-á seguir algum critério previamente definido (por exemplo, FIFO) e aplicado de forma consistente, para se proceder à imputação de resultados dos contratos de futuros de acordo com os factos económicos a que estão associados.

¹²⁴cf. “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pg. 85.

5. Divulgação dos riscos incorridos

A apresentação do valor do envolvimento no mercado, da forma indicada no início do presente capítulo, não dá uma medida suficientemente adequada da totalidade dos riscos em que os intervenientes podem incorrer.

Não sendo a apresentação de informação sobre risco o objectivo nuclear deste trabalho, que, como já referimos, se centra nas questões de valorimetria e relevação contabilísticas, não podemos deixar de lhe fazer uma breve referência, pela crescente importância de que se tem vindo a revestir, face à cada vez maior complexidade das operações efectuadas.

Assim, e independentemente da apresentação do acima referido valor do envolvimento no mercado, **será também necessário determinar se se deve procurar outras formas de avaliação dos vários tipos de risco referidos previamente, e em particular dos riscos de crédito e de mercado.**

Sendo os contratos de derivados, por força da alavancagem de resultados que proporcionam, bastante mais arriscados que as posições detidas à vista pelos agentes, é de grande importância a existência de informação correcta e adequada acerca dos riscos em que os agentes incorrem por força das posições detidas, informação essa que deve ser publicada em notas anexas às demonstrações financeiras.

O “Global Derivatives Study Group” do Grupo dos 30 sugeriu um conjunto de informações que os agentes envolvidos em transacções com derivados deveriam divulgar, entre as quais se incluem informação qualitativa acerca da posição dos gestores sobre a assunção de riscos, os objectivos da utilização dos derivados e a forma de acompanhamento e controlo dos riscos, informação sobre as políticas contabilísticas adoptadas, informação quantitativa sobre o montante das posições detidas, avaliadas

pelo seu valor de mercado, o montante e concentrações significativas de risco de crédito, e o montante e tipo de garantias obtidas para fazer face a tal risco¹²⁵.

Também o IAS 32 se dedica, de forma quase exclusiva, à questão da apresentação de informação adicional sobre posições detidas em instrumentos financeiros, efectuando um conjunto de exigências de informação que se aproximam bastante das previstas pelo G30¹²⁶. No entanto, a sensibilidade da matéria em causa leva a citada norma a referir que o nível de detalhe da informação adicional sobre os ditos instrumentos deve ser matéria de apreciação casuística¹²⁷.

Quanto ao SFAS 119, dispensamo-nos de considerações adicionais, na medida em que o tipo de requisitos de informação exigidos também se aproxima do dos dois documentos referidos anteriormente¹²⁸.

As informações acima referidas, embora importantes, são também bastante complexas de gerir e a sua divulgação pode acarretar inclusivé problemas delicados ao nível das políticas de concorrência dos agentes. Assim, embora tendencialmente se deva evoluir no sentido daquela divulgação, será necessária uma aproximação muito gradual, sendo que a informação sobre os riscos mencionados tenderá a ser particularmente importante, essencialmente no caso dos intermediários financeiros e de alguns grandes utilizadores.

Numa primeira fase, e para os agentes em geral, parece-nos ser importante que se efectue uma **discriminação dos ganhos e perdas obtidos nos contratos por tipo de contrato (speculação e cobertura, para cada mercado), bem como, nos casos de cobertura, de quais os riscos cobertos**, referindo-se ainda o provável impacto futuro, em resultados, de perdas e ganhos em futuros que ainda não tenham sido levados a contas de custos e proveitos¹²⁹.

¹²⁵ cf. “Derivatives: Practices and Principles”, cit., pg. 90.

¹²⁶ cf. IAS 32, cit., em especial § 43 a 71.

¹²⁷ cf. IAS 32, cit., § 45.

¹²⁸ cf. SFAS 119, cit., em particular § 8 a 14.

¹²⁹ cf. “Análisis contable de los contratos de futuros”, cit., pg. 91.

Deverá ainda mencionar-se **eventuais riscos de crédito que resultem do facto de contrapartes do agente se encontrarem em situação de dificuldades financeiras manifestas.**

A prazo, dever-se-á caminhar no sentido de uma informação mais rigorosa e extensiva, por forma a permitir que se atinjam os padrões recomendados pelo Grupo dos 30, bem como a que se proceda à divulgação de informação que permita avaliar dos riscos de mercado incorridos pelos agentes, sendo que esta última é uma área onde se registam actualmente muito poucos consensos, dada a dificuldade de criação de critérios homogéneos, comparáveis entre agentes e facilmente utilizáveis.

6. Exemplos de contabilização

Abordados que foram os principais aspectos ligados ao tratamento contabilístico dos contratos de futuros, iremos de seguida apresentar dois exemplos que permitirão concretizar as principais soluções sugeridas acima e que esperamos ajudem a clarificar a exposição efectuada.

Os citados exemplos abordarão, respectivamente, uma situação de especulação e uma outra de cobertura de uma transacção futura prevista, e são apresentados segundo uma estrutura que acompanha o desenrolar das operações ao longo do tempo. Assim, após a descrição da situação, procede-se à contabilização dos factos relevantes para o reconhecimento da mesma, de forma tão simples quanto possível, assim o desejamos.

Com vista a atingir tal desiderato, e dada a diversidade de contas que poderão ser utilizadas, dependendo dos planos de contas que sejam utilizados (Plano de Contas do Sistema Bancário, o mesmo plano adaptado às sociedades corretoras e financeiras de corretagem, Plano Oficial de Contabilidade, Plano de Contas das Empresas de Seguros,...), optou-se pela relevação em contas cujas epígrafes não correspondem

necessariamente às de algum (ou alguns) dos citados planos, antes procurando, pelo seu enunciado, tornar evidente o tipo de relevação sugerido, o qual deverá depois ser adaptado a cada uma das situações concretas que se coloquem aos agentes.

Simultaneamente, e com o objectivo de tornar mais clara a inserção sistemática das contas nas grandes rubricas contabilísticas, indica-se, para cada conta, aquando da primeira vez em que é utilizada, e apenas se tal for necessário, entre parênteses, a rubrica a que tal conta deverá pertencer (por exemplo: custos, proveitos, terceiros, ...).

Finalmente, e por forma a evitar que os exemplos apresentados se tornem demasiado longos, omitimos a existência de quaisquer intermediários, dado que a consideração da sua presença não acarretaria ganhos em termos de capacidade explicativa. Assumimos assim, ainda que tal possa não acontecer na realidade, um relacionamento directo de todos os agentes com a Câmara de Compensação.

Fornecida esta explicação prévia, passemos então à apresentação dos exemplos.

Exemplo 1

Admita-se que o agente A acredita na subida das taxas de juro de longo prazo, a qual afectará negativamente as cotações das Obrigações do Tesouro (OT) a taxa fixa. Suponha-se ainda que existe um contrato notional sobre OT a 10 anos, que é negociável num mercado organizado de futuros.

Entre outras, o contrato apresenta as seguintes características, que são relevantes para a análise do agente:

Activo subjacente	OT notional a 10 anos, com taxa de cupão de 11%
Quantidade	1 000 OT
Valor nominal	10 000 contos
Modo de cotação	% do valor nominal

No dia D, o agente vende 2 contratos de futuros a um preço de 98,23, pagando 1 conto de comissões e depositando 1 000 contos de margem, pelo conjunto dos 2 contratos¹³⁰.

Apresentamos de seguida um quadro com a evolução das cotações entre D e D+2:

Data	Cotação
D	98,18
D+1	98,25
D+2	98,30

¹³⁰ Em rigor, as comissões e as margens só são liquidadas no dia seguinte ao da transacção, por razões de ordem operacional relacionadas com a transferência de valores e de numerário; o que se reflectirá, como é evidente, no “timing” de reconhecimento contabilístico de tais movimentos, conforme poderemos verificar ao longo deste e de outros exemplos. Embora tenhamos admitido um desfasamento de 1 dia entre a data de transacção e a de liquidação de comissões, margens e ajustes de ganhos e perdas, existem mercados em que tal diferença é superior, o que não afecta em nada a análise apresentada.

Em D+3, o agente, verificando que as cotações não tinham seguido a trajectória prevista, e alterando as suas expectativas, compra 2 contratos a 98,29, por forma a encerrar as suas posições, pagando mais 1 000\$00 de comissões. São-lhe creditados 2 contos a título de remuneração da margem constituída.

Passemos então à contabilização dos factos relacionados com o presente exemplo, seguindo a já referida ordem cronológica.

Em D:

Pelo reconhecimento da realização do negócio inicial:

Contratos de futuros (extrapatrimonial)	Contratos de futuros vendidos (extrapatrimonial)
20 000	20 000

Pelo reconhecimento das comissões devidas pela realização da transacção:

Comissões (custos)	Comissões (terceiros)
1	1

Pelo reconhecimento do ganho verificado na sessão em resultado da variação de cotações:

Ganhos em contratos de futuros (proveitos)	Ajustes (terceiros)
10(*)	10

(*) = 2 contratos x (98,23 - 98,18)% x 10 000 contos/contrato.

Em D+1:

Pela liquidação das comissões e margens referentes ao negócio:

Comissões (terceiros)
1

Disponibilidades
1

Margens constituídas (terceiros)
1 000

Disponibilidades
1 000

Pelo recebimento do ajuste referente à sessão do dia D:

Ajustes
10

Disponibilidades
10

Pelo reconhecimento da perda verificada em D+1:

Perdas em contratos de futuros (custos)
14

Ajustes
14

Em D+2:

Pela liquidação da perda de D+1:

Ajustes
14

Disponibilidades
14

Pelo reconhecimento das perdas de D+2:

Perdas em contratos de futuros
10

Ajustes
10

Em D+3:

Pela liquidação do ajuste de D+2:

Ajustes
10

Disponibilidades
10

Pelo reconhecimento dos ganhos no encerramento das posições:

Ganhos em contratos de futuros
2

Ajustes
2

Pelo reconhecimento do encerramento das posições em futuros:

Contratos de futuros vendidos	Contratos de futuros
20 000	20 000

Relevação das comissões relativas à transacção de encerramento de posições:

Comissões (custos)	Comissões (terceiros)
1	1

Relevação dos juros por remuneração das margens:

Juros (terceiros)	Juros (proveitos)
2	2

Em D+4:

Pelas liquidações finais de ajustes, margens, comissões e juros¹³¹:

Ajustes	Disponibilidades
2	2

¹³¹ Como é evidente, poderíamos efectuar um único lançamento a débito de “Disponibilidades”, pelo valor líquido dos respectivos movimentos (1003 contos). A apresentação separada dos vários movimentos destina-se exclusivamente a tornar mais facilmente compreensível o exemplo.

Comissões (terceiros)	Disponibilidades
1	1
Margens constituídas	Disponibilidades
1 000	1 000
Juros (terceiros)	Disponibilidades
2	2

Com os presentes lançamentos, termina a relevação contabilística da operação que escolhemos para iniciar a apresentação de exemplos sobre o tratamento contabilístico de contratos de futuros. Passaremos agora a analisar um exemplo relativo a uma operação de cobertura de risco.

Exemplo 2

A empresa X é produtora de fio de algodão, necessitando, por essa razão, de se abastecer periodicamente de rama de algodão. A empresa tem como política efectuar a cobertura do risco de variação de preços da rama, pela via da aquisição de contratos de futuros.

Entre outras, tais contratos apresentam as seguintes características, que são relevantes para a análise do agente:

Activo subjacente	Rama de algodão de qualidade “COTMEAN”
-------------------	--

Quantidade	100 000 libras (unidade de peso)
Modo de cotação	USD/libra
Tipo de liquidação	Financeira

No dia D, prevendo a necessidade de abastecimento de 205 000 libras de rama daí a 30 dias, a empresa adquire 2 contratos de futuros ao preço de USD 0,98/lb., que lhe permitem efectuar uma quase total cobertura de risco¹³².

A empresa paga USD 10 de comissões e bloqueia títulos no valor de USD 20 000, a título de margem.

Apresenta-se de seguida um quadro com a evolução das cotações entre D e D+29:

Data	Cotação
D	0,99
...	...
D+29	0,99(*)

(*) Admitimos cotações inalteradas entre D e D+29, por simplificação.

Em D+30, a empresa fecha posições pela venda de 2 contratos a USD 1,01/lb., com débito de mais USD 10 de comissões. No mesmo dia, compra as 205 000 libras de rama no mercado “spot”, ao preço de USD 1,00/lb..

¹³² Admitimos que se verificam todos os requisitos, apresentados previamente nesta dissertação, que permitem considerar a operação como sendo de cobertura de risco de uma transacção futura prevista.

A relevação contabilística será a que passamos a sugerir (todos os valores em USD).

Em D:

Pelo reconhecimento da realização da transacção inicial:

Contratos de futuros comprados (extrapatrimonial)	Contratos de futuros (extrapatrimonial)
196 000 (*)	196 000

(*) = 2 contratos x 100 000 libras/contrato x USD 0,98/lb.

Pelo reconhecimento das comissões a pagar:

Comissões (custos)	Comissões (terceiros)
10	10

Pelo reconhecimento dos ganhos ocorridos com a variação de cotações, que, por estarmos perante uma cobertura do risco de uma transacção futura prevista, são reconhecidos, não em proveitos, mas sim em proveitos diferidos (ou rubrica de cariz semelhante):

Proveitos diferidos - por cont. de futuros	Ajustes
2 000 (*)	2 000

(*) = 2 contratos x USD (0,99 - 0,98)/libra x 100 000 libras/contrato

Em D+1:

Pela liquidação das comissões devidas:

Comissões (terceiros)	
10	

Disponibilidades	
	10

Pelo recebimento do ajuste relativo à sessão de D:

Ajustes	
	2 000

Disponibilidades	
2 000	

Pela constituição de margens:

Margens constituídas (extrapatrimonial)	
20 000	

Margens (extrapatrimonial)	
	20 000

Em D+30:

Pelo último ajuste, relativo às variações de cotação de D+30:

Proveitos diferidos - por cont. de futuros	
	4 000

Ajustes	
4 000	

Pelo encerramento das posições em contratos de futuros:

Contratos de futuros	Contratos de futuros comprados
196 000	196 000

Pela transacção da rama de algodão no mercado “spot”:

Matérias-primas (existências)	Disponibilidades
205 000	205 000

Pela imputação dos resultados da operação de cobertura à posição coberta:

Proveitos diferidos - por cont. de futuros	Matérias-primas
6 000	6 000

Pelas comissões a pagar devido ao encerramento da posição em futuros:

Comissões (custos)	Comissões (terceiros)
10	10

Em D+31:

Pelas liquidações finais de ajustes e comissões:

Ajustes	Disponibilidades
4 000	4 000
Comissões (terceiros)	Disponibilidades
10	10

Pela liberação dos títulos bloqueados a título de margem:

Margens constituídas	Margens
20 000	20 000

7. Resumo

Para terminarmos o presente capítulo, apresentamos, a exemplo do que já foi feito no capítulo anterior, uma tabela com a síntese das principais soluções adoptadas para os diferentes problemas abordados¹³³.

¹³³ cf. nota apresentada no capítulo III, a propósito da respectiva tabela-resumo.

**TABELA II -RESUMO DAS PRINCIPAIS SOLUÇÕES CONTABILÍSTICAS
ADOPTADAS INTERNACIONALMENTE - FUTUROS**

Questões			Soluções		
	IASC	EUA (FASB)	Reino Unido	França	Espanha
Apresentação do valor do envolvimento no mercado	Valores nominais dos contratos + outras sobre riscos assumidos (fora de Balanço)	Idem	Idem	Idem	Valores nominais dos contratos (fora de Balanço)
Formalização de ganhos e perdas:					
Especulação	Em contas de proveitos e custos	Idem	Idem	Idem	Idem
Cobertura de risco	Em contas de proveitos e custos, diferidos ou não, de acordo com o tratamento dado à posição coberta	Idem	Idem	Idem	Idem
Formalização de movimentos de margens:					
Com transferência de titularidade	Em contas de terceiros	Idem	Idem	Idem	Idem
Sem transferência de titularidade	x	x	Fora de Balanço	Idem	Idem
Remuneração das margens	x	x	Em contas de custos e proveitos financeiros	Idem	Idem
Contabilização no vencimento:					
Especulação	x	x	Operação “a contado” autónoma + último reconhecimento de ganhos/perdas	Idem	Idem
Cobertura de risco	x	x	Operação “a contado” com eventual integração de resultados suspensos	Idem	Idem
Apresentação do valor do envolvimento no mercado	Anulação	Idem	Idem	Idem	Idem
Divulgação de riscos incorridos	Sim. Em particular, riscos de crédito e de mercado (divulgação fora de Balanço)	Idem	Idem	Idem	Não

Pensamos ter analisado os aspectos mais importantes relacionados com a contabilização de contratos de futuros, bem como procedido à concretização das conclusões a que chegámos (através da apresentação dos exemplos), pelo que passamos desde já à análise do tratamento contabilístico das opções.

CAPÍTULO V

TRATAMENTO CONTABILÍSTICO DOS CONTRATOS DE OPÇÕES

As opções, pelo seu carácter assimétrico, acarretam algumas novidades, para além daquelas que já foram analisadas a propósito dos futuros. Passemos então ao respectivo estudo.

1. Tratamento dos prémios das opções

1. O prémio: custo/proveito ou activo/passivo?

Aquando da aquisição de uma opção, o comprador obtém o direito de comprar (opção “call”) ou vender (“put”) o activo subjacente ao contrato transaccionado, pagando, para obter tal direito, um prémio, o qual é entregue ao vendedor da opção para que este se coloque em estado de sujeição perante aquele, assumindo o risco de ter que vir a vender ou comprar, respectivamente, o activo subjacente a um preço que não lhe interessa.

Tal relação entre o comprador e o vendedor mantém-se “viva” até à data de expiração, pelo que parece claro que **estamos perante verdadeiros direitos e obrigações contingenciais, que devem ser contabilizados no activo do comprador e no passivo do vendedor.**

Assim, se é verdade que o prémio é pago, na generalidade, de forma imediata aquando da celebração do contrato, podendo, por essa via, induzir -nos a pensar que deveria ser imediatamente reconhecido como custo, pelo comprador, e como proveito, pelo

vendedor, não é menos verdade que o raciocínio anteriormente apresentado afasta definitivamente tal hipótese¹³⁴.

Adicionalmente, a consideração do prémio como custo ou proveito imediatos acarretaria alguma incompatibilidade com a aplicação do princípio da especialização dos exercícios, conforme poderemos ver adiante mais em detalhe.

Aceite tal classificação, terá algum interesse tentar definir em que rubricas do activo e do passivo o reconhecimento do prémio poderá ser efectuado. Desde logo, e começando pelo activo, deverá ser afastada a hipótese de contabilização em contas de imobilizado financeiro, dado que as opções não apresentam um carácter de estabilidade, em termos da sua permanência no activo dos agentes, que justifique um tal tratamento (poderia apenas admitir-se tal hipótese quando uma posição compradora fosse detida com o objectivo explícito de garantir a aquisição de um activo que devesse ser contabilizado no imobilizado financeiro).

Parece assim mais claro que a rubrica de activo a utilizar deverá ser mais “explícita” quanto ao tempo de permanência da opção na titularidade do seu comprador. Assim, poder-se-á pensar na hipótese de **contabilização numa rubrica que reconheça instrumentos financeiros detidos a curto prazo, ou inclusivé, se tal for possível, utilizar uma conta transitória que reflecta o direito concedido pela opção**, efectuando simultaneamente a separação de instrumentos financeiros à vista detidos pelo comprador da opção, o que não seria possível na primeira hipótese.

Quanto ao passivo, parece claro que **o prémio recebido pelo vendedor da opção deve ser contabilizado numa conta de passivo financeiro**, ou em algum tipo de conta transitória que sirva para evidenciar a responsabilidade incorrida pelo citado vendedor¹³⁵.

¹³⁴ cf. SOFFEX - “Manuel SOFFEX”, Zurique, 1994, Parte IV, Capítulo 3, Folha 3.

2. Momento de reconhecimento do valor do prémio em resultados

Definidas as rubricas onde os prémios pagos e recebidos podem ser contabilizados, assumida que está a escolha pela contabilização inicial do prémio como activo/passivo, e não como custo/proveito, resta definir se tal classificação se deve manter até à expiração do contrato, ou se, pelo contrário, o prémio pago/recebido no momento da celebração do contrato de opção deve ser imputado a resultados ao longo do período de “vida” do contrato.

Existem defensores para ambas as hipóteses, e todos têm alguma razão na escolha que fazem. Com efeito, e para começarmos pela hipótese de imputação a resultados apenas na expiração do contrato, parece lógico que tal aconteça, dado que se verificou a aquisição de um direito por parte do comprador, o qual apenas se exercerá aquando do exercício ou reversão (ou não se exercerá de todo, se a opção for abandonada).

No entanto, a aquisição da opção pode resultar do desejo de cobertura de riscos por parte do comprador, ao longo do período de vigência daquela, funcionando a opção como uma espécie de seguro, cujo prémio deve ser incorporado em resultados de forma gradual ao longo do tempo de vida da opção. Mesmo no caso de estarmos perante uma operação de especulação, poder-se-ia admitir a hipótese de imputação do prémio a resultados, considerando que estamos perante o pagamento de um direito a efectuar uma operação de compra ou venda ao longo do período de vida da opção.

A escolha entre uma e outra hipótese não se afigura fácil, do ponto de vista teórico, mas já o mesmo não se pode dizer quando se consideram as implicações de ordem prática. Com efeito, não é normalmente possível a um agente definir à partida qual o tempo que falta até à expiração da opção.

No caso de uma operação de cobertura de risco, será eventualmente possível a identificação de tal período, mas, em face dos princípios gerais que são aconselháveis

¹³⁵ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pg. 189; “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pgs. 90 e 335; E48, cit., §A37; “Nouveaux instruments financiers”, cit., pg. 160.

para a cobertura de risco, a questão do tratamento a dar ao prémio nem se chega a colocar, por este dever acompanhar o tratamento, em termos de imputação a resultados, da posição coberta.

Quando se trate de uma operação de especulação, o agente não conhecerá “a priori” o momento em que desejará efectuar a reversão de posições, por forma a beneficiar dos ganhos possíveis com a operação (ou a minimizar as respectivas perdas), pelo que se torna impossível efectuar uma imputação do prémio ao longo do tempo, por falta de uma adequada data de referência para tal imputação. É esta, aliás, a razão pela qual se referiu anteriormente a incompatibilidade do tratamento do prémio como custo/proveito com a aplicação do princípio da especialização dos exercícios.

Assim sendo, e apesar das limitações referidas acima, **o método da contabilização do prémio em contas de activo/passivo, ou de custos/proveitos suspensos, até à data de extinção do contrato, parece ser o mais correcto e de mais fácil aplicação prática.**

2. Tratamento diferenciado do valor intrínseco e do valor temporal

Avançando um pouco mais no sentido de detalhar as questões relativas à imputação temporal do prémio a resultados, coloca-se-nos a questão de determinar se todo o prémio deve ser tratado da forma referida no ponto precedente, ou se uma parte dele poderá ter um tratamento diferente.

Com efeito, o prémio divide-se em dois componentes, já referidos no capítulo II: o valor intrínseco e o valor temporal. O primeiro dá-nos a diferença entre o valor de mercado do activo subjacente e o valor de exercício da opção, no caso de uma opção “call” (ou o seu simétrico, numa opção “put”). Caso uma opção esteja “in-the-money”, o valor intrínseco indica-nos o ganho que o comprador da opção pode obter se

proceder ao exercício imediato da opção (o que só é possível no caso de opções americanas).

Quanto ao valor temporal, representa o custo que o comprador da opção está disposto a assumir para poder vir a beneficiar de evoluções favoráveis adicionais de preços ao longo do período que decorre até à expiração da opção.

O ponto precedente explica as razões pelas quais o valor intrínseco não deve ser contabilizado ao longo do tempo, às quais se deve agora juntar uma mais, que também aponta para que se escolha a supra-mencionada contabilização do prémio em resultados apenas na data de extinção das opções. Se não fosse aquela a solução adoptada, a escolha de contratos de opções com diferentes preços de exercício permitiria a manipulação de valores a imputar a resultados em cada período contabilístico, apesar de tal escolha nem sempre corresponder a realidades diferentes no momento da extinção dos contratos.

No que se refere ao **valor temporal**, volta a colocar-se a questão da sua imputação ao longo da vida do contrato, dada precisamente a sua função de remuneração da possibilidade de aproveitamento de variações favoráveis de preços ao longo da vida da opção. Nomeadamente, **poderia admitir-se a possibilidade de repartição de tal valor, por parte do comprador da opção, ao longo do período que decorre até à maturidade do contrato**, sendo que, em caso de fecho de posição antes dessa data, o montante remanescente de valor temporal ainda não imputado a resultados, o seria de uma só vez.

Tal procedimento, embora algo complicado, porque a amortização do valor temporal não se processa de forma linear ao longo do tempo, é a solução adoptada por parte dos organismos internacionais de normalização contabilística¹³⁶. **No entanto, e mais uma**

¹³⁶ cf. E48, cit. §A41 e A44; “Management of interest rate risk”, cit. pgs. 192 e 195/6; “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, cit., pg. 90.

vez por uma questão de simplificação dos procedimentos de cálculo¹³⁷ e relevação contabilísticos, tal requisito não é exigido na prática, não sendo sequer previsto em países como a França ou a Suíça¹³⁸.

Relativamente aos **vendedores de opções**, a questão da diferenciação no tratamento entre o valor intrínseco e o valor temporal não se coloca, dado que o valor temporal não desempenha para o vendedor as mesmas funções que para o comprador, sendo apenas uma parcela do montante recebido pelo agente para assumir o risco de variação desfavorável de preços¹³⁹. Assim, **o valor temporal será imputado a resultados no final da vida da opção, em conjunto com o valor intrínseco respectivo.**

3. Operações de cobertura *versus* operações de especulação

Os comentários a efectuar acerca da contabilização dos ganhos e perdas incorridos em operações de cobertura e de especulação não são muito diferentes dos já efectuados acerca dos contratos de futuros. No entanto, existem algumas particularidades para as quais importa chamar a atenção.

1. Especulação

Assim, os contratos de opções realizados com fins especulativos devem ser avaliados pelo respectivo valor de mercado, o que significa que os montantes por que os prémios são originalmente reconhecidos no activo/passivo do

¹³⁷ A juntar aos problemas já referidos, haverá que considerar o facto de que, em opções europeias, os conceitos de valor intrínseco e valor temporal não são de apreensão tão imediata como em opções americanas. Com efeito, se não fosse pela possibilidade de reversão de posições, a relevância do conceito de valor intrínseco seria nula. Este facto torna o cálculo destes valores menos evidente, no caso de opções europeias.

¹³⁸ cf. “Manuel SOFFEX”, cit., Parte IV, Capítulo 4, Folha 15; “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pgs. 91/2.

¹³⁹ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 192 e 196; “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, cit., pgs. 90/1.

comprador/vendedor devem ser actualizados à medida que as cotações de mercado respectivas se alteram¹⁴⁰.

O valor temporal da opção deve, no caso das operações de especulação, ser considerado em conjunto com o valor intrínseco, dado que se considera que fazem ambos parte de um conjunto sobre cujo valor global o agente especula. Não se coloca aqui, sequer, o tipo de considerações que foram desenvolvidas na secção anterior a propósito da distinção entre o tratamento a dar ao valor intrínseco e aquele a prestar ao valor temporal.

Finalmente, refira-se que, no caso de um agente deter várias posições de especulação, os resultados obtidos nessas posições devem ser compensados, para efeitos de apresentação nas demonstrações financeiras, sendo aconselhável que tal compensação se verifique ao nível de grupos de opções que tenham por base o mesmo activo subjacente (ou activos semelhantes)¹⁴¹, isto, como é óbvio, sem prejuízo das considerações efectuadas no capítulo III, a propósito dos direitos jurídicos de “offsetting” de posições.

2. Cobertura de risco

No caso das operações de cobertura, os ganhos e perdas resultantes da operação com opções devem ser imputados a resultados de forma simétrica à dos decorrentes da posição coberta. Tal significa que o valor da opção continua a dever ser actualizado, à medida que se vão verificando alterações nas cotações de mercado, mas tais actualizações não terão necessariamente contrapartida imediata em resultados, podendo ficar “suspensas” em contas de custos/proveitos diferidos¹⁴².

¹⁴⁰ cf. “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, cit., pg. 81; “Manuel SOFFEX”, cit., Parte IV, Capítulo 3, Folhas 7/8.

¹⁴¹ cf. “Manuel SOFFEX”, cit., Parte IV, Capítulo 3, Folha 9.

¹⁴² cf. “Manuel SOFFEX”, cit., Parte IV, Capítulo 3, Folhas 14/5; “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, cit., pgs. 92/3.

Em caso de cobertura de um activo possuído pelo agente, que deva ser provisionado, por força da sua desvalorização no mercado, o valor da provisão a constituir deverá ser corrigido por eventuais ganhos obtidos na posição de cobertura com opções¹⁴³.

O valor temporal da opção pode ser encarado como o pagamento a efectuar pela obtenção de um “seguro” por parte do agente que pretende efectuar a cobertura de risco. Tal raciocínio conduz, como vimos no ponto anterior, ao tratamento diferenciado do valor temporal, com a consequente amortização ao longo da vida da opção.

No entanto, pelas razões então apontadas, não será obrigatório proceder a essa distinção, pelo que poderemos perfeitamente considerar como válida a hipótese de tratamento conjunto do valor intrínseco e do valor temporal, com relevação das variações em ambos de forma simétrica à dos resultados obtidos na posição coberta.

Esta solução é, aliás, de particular relevo no caso da cobertura de transacções futuras previstas, em que todos os custos de cobertura, incluindo o valor temporal, devem ser considerados como integrando o custo da transacção coberta antecipadamente¹⁴⁴.

Coloca-se também a questão de determinar se um vendedor de uma opção, pelo carácter de sujeição em que se encontra, pode utilizar tal posição para efectuar cobertura de risco, ou se, precisamente pela falta de autonomia que tal estado lhe acarreta, não poderá fazê-lo.

Se a opção em causa for uma opção europeia, poder-se-á considerar que o vendedor controla o momento de um possível exercício (ou abandono), pelo que poderá, de alguma forma, estabelecer para si próprio um mecanismo de cobertura de risco por recurso à venda de opções.

¹⁴³ cf. “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, cit., pg. 88.

¹⁴⁴ cf. “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, cit., pg. 108.

Já se a opção for americana o caso se afigura diferente. Com efeito, o vendedor poderá ver a qualquer momento a sua posição ser exercida, interrompendo-se nesse momento a cobertura, sem que o agente possa fazer seja o que for para impedir tal interrupção. Tal levar-nos-ia a concluir pela ineficácia da venda de opções como operação de cobertura de risco, se não fosse pelo facto de, em mercados líquidos, o agente poder, caso o deseje, vender de imediato nova opção, reactivando dessa forma, quase instantaneamente, a sua cobertura.

Assim, **parece não se deverem impor limites à utilização da venda de opções como operação de cobertura de risco**. No entanto, tal consideração deve ser analisada em conjunto com uma outra, relativa ao preço de exercício escolhido pelo agente para efectuar a venda das opções, sem o que a presente análise não ficaria completa.

Na realidade, **se um agente efectuar a venda de uma opção “out-of-the-money” ou não muito “in-the-money”, não lhe será possível garantir a existência de uma elevada correlação entre as variações de valor da posição coberta e da opção vendida**¹⁴⁵. Tal possibilidade só existirá se a opção estiver “deep-in-the-money”, pelo que só nessas condições é que poderemos considerar a venda de opções como verdadeira operação de cobertura de risco¹⁴⁶.

Para terminar o presente ponto, resta referir que, sejam quais forem os tipos de operações realizadas, os intermediários financeiros que as efectuem por conta dos seus clientes, não deverão reconhecer em resultados quaisquer diferenças de cotação verificadas, limitando-se a reconhecer os fluxos financeiros verificados com os seus clientes, bem como, de forma simétrica, com a contraparte no negócio¹⁴⁷.

¹⁴⁵ Repare-se que tal problema não se coloca ao comprador de uma opção, precisamente pela faculdade que ele detém de exercer ou não o seu direito.

¹⁴⁶ Para visões opostas sobre este problema, vidé “Management of interest rate risk”, cit. pgs. 192 e 196 (defendendo a possibilidade de consideração como cobertura de risco) e E48, cit., §A42 (contra tal possibilidade).

¹⁴⁷ cf. “Manuel SOFFEX”, cit., Parte IV, Capítulo 3, Folha 20.

4. Tratamento das margens e sua remuneração

1. Tratamento genérico

No que às margens se refere, também **não existem diferenças de fundo no tratamento a dar às opções, relativamente ao verificado para os futuros**. Também nas opções as margens são consideradas como um crédito devido sobre terceiros, no caso de se ter verificado transferência da titularidade dos activos constituintes daquelas garantias, ou são mencionadas em contas de ordem ou em notas anexas às demonstrações financeiras, no caso de se verificar a afectação dos activos sem a transferência da sua titularidade¹⁴⁸.

No caso de constituição de margens em operações levadas a cabo por conta de clientes, dever-se-ão considerar as margens recebidas de clientes e as margens entregues (que podem não coincidir, quer em termos de valor, quer em termos de activos constituintes) a terceiros (outros intermediários ou a Câmara de Compensação), de acordo com os princípios referidos no parágrafo precedente¹⁴⁹.

2. Assimetria de posições

A única diferença relativamente aos contratos de futuros tem a ver com uma questão de ordem operacional, a qual, como veremos, não terá implicações muito profundas na contabilização das opções.

Com efeito, dado o carácter assimétrico dos contratos de opções, não se torna muito fácil proceder a liquidações diárias de perdas e ganhos nos mesmos moldes em que se verificam nos futuros. **O que, na prática, acaba por acontecer é o pedido de margens que incorporam no seu valor as perdas potenciais dos vendedores de opções, enquanto que aos compradores de opções, pelo facto de serem detentores de um direito que já pagaram (com a entrega do prémio) e não representarem,**

¹⁴⁸ cf. “Manuel SOFFEX”, cit., Parte IV, Capítulo 3, Folhas 4/5; “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, cit., pg. 79.

¹⁴⁹ cf. “Manuel SOFFEX”, cit., Parte IV, Capítulo 3, Folha 5.

por conseguinte, nenhum risco para o mercado, não são exigidas quaisquer garantias.

As consequências de tal procedimento têm a ver com o facto de, **aquando da contabilização de uma qualquer diferença nas cotações, se verificar a movimentação de uma conta de terceiros, por contrapartida do resultado obtido, mas não se verificar de seguida o fluxo financeiro relativo à liquidação de perdas e ganhos.**

Em contrapartida, o movimento na rubrica de terceiros onde se relevam as margens poderá ter valor e/ou periodicidade diferentes dos que ocorreriam no caso de ter existido a citada liquidação de perdas e ganhos, pelo que, se ambas as rubricas forem sub-contas de uma mesma conta de terceiros, correspondendo esta à contraparte com a qual se efectuam os movimentos referidos, **não existirão implicações significativas na apresentação da situação patrimonial do agente em causa.**

Tais implicações só existirão quando as margens forem constituídas de forma a que não haja transferência da titularidade dos activos seus constituintes, caso em que as diferenças de cotações darão origem a movimentos em conta de terceiros, ao passo que a constituição, reforço ou liberação de margens será relevada fora do Balanço, só se eliminando tal situação com a extinção da opção ou com a mudança do tipo de activos constituintes da margem.

3. Margens sobre portfólios

Quanto ao tratamento das margens sobre portfólios de contratos, não diremos mais nada, já que todas as considerações relevantes foram efectuadas no capítulo anterior, a propósito dos futuros.

5. Contabilização no exercício das opções

1. Critérios de seriação para efeitos de reconhecimento contabilístico do exercício

As opções podem ser exercidas numa data fixa (opções europeias) ou em qualquer momento até essa data (opções americanas). Se um agente detém várias posições, compradoras ou vendedoras, sobre um mesmo contrato, será necessário estabelecer algum tipo de ordem de prioridade por que essas posições deverão ser consideradas, em caso de exercício não simultâneo das mesmas.

Se o agente comprou ou vendeu opções com fins de cobertura de risco, o problema não se colocará, dado que deverá existir uma identificação das posições de cobertura com as posições cobertas, por essa via se resolvendo o problema (podendo, no entanto, tal problema colocar-se, conforme tínhamos referido no capítulo anterior, no caso de operações de macro-cobertura).

Já se as posições são detidas com fins especulativos, parece ser necessário estabelecer um qualquer critério de seriação das mesmas, tanto mais que, para além da incerteza quanto ao efectivo exercício das opções, existe incerteza quanto ao momento em que tal se verificará (no caso das opções americanas), a qual é particularmente relevante do ponto de vista do vendedor, já que este está sujeito à manifestação de vontade do comprador.

Parece assim claro que **se deve estabelecer um critério de ordenação das opções detidas com fins especulativos, para efeitos do seu reconhecimento aquando do respectivo exercício. Intuitivamente, o critério de mais fácil apreensão será o FIFO**, por ser razoável admitir que as opções transaccionadas em primeiro lugar são também exercidas primeiro, **mas nada impede que se escolha qualquer outro critério, desde que** não acarrete problemas de ordem operacional e que **se mantenha a consistência na sua utilização.**

2. O exercício e as operações de cobertura e de especulação

Para além do acabado de referir, a consideração de uma operação como de cobertura ou de especulação tem também consequências no respectivo tratamento no exercício.

Com efeito, enquanto no caso de uma operação de cobertura os valores das diferenças de cotação acompanham, em termos de reconhecimento, o ocorrido na posição coberta, numa operação de especulação tais resultados terão sido imediatamente reconhecidos, não se verificando qualquer imputação no exercício.

Assim, e como exemplo, se, como consequência de um exercício de uma opção, um agente adquire um determinado activo subjacente, tal aquisição não vê o seu valor influenciado em caso de especulação, pois os ganhos e perdas obtidos com variações de cotações já terão sido integralmente levados a resultados, ao passo que, se se tiver tratado de uma operação de cobertura de uma aquisição futura prevista, tais ganhos e perdas terão sido “suspensos”, verificando-se no exercício a sua incorporação no valor de aquisição do citado activo.

A excepção ao princípio acima mencionado refere-se ao prémio pago/recebido na aquisição/venda da opção, que, na hipótese de ter sido diferido para a data de extinção da mesma, deverá, nesse momento, ser reconhecido, caso se trate de operações de especulação. Em operações de cobertura, deverá ser reconhecido de acordo com o tratamento dado à posição coberta.

3. Abandono de opções

O que acabámos de referir quanto ao exercício de opções aplica-se, com as devidas adaptações, ao abandono das mesmas. Assim, **no caso de operações de especulação, nada haverá a fazer, por os ganhos e perdas já terem sido reconhecidos como tal, enquanto que em operações de cobertura será necessário que tais ganhos e perdas sejam reconhecidos de acordo com o verificado na posição coberta.**

Ressalva-se, uma vez mais, a questão do tratamento a dar ao prémio inicialmente dispendido/recebido, que é idêntico ao acima referido para as situações de exercício das opções.

6. Apresentação do valor do envolvimento no mercado

À semelhança do que se referiu para os futuros, pensamos ser conveniente a relevação dos valores de exercício dos contratos de opções em contas de ordem, sempre que tal seja possível, ou em notas anexas às demonstrações financeiras.

Tal relevação deverá ser desagregada por natureza das opções (“call” e “put”), com separação entre opções compradas e vendidas, e entre operações de cobertura e de especulação, para cada activo subjacente (ou conjunto homogéneo de activos de base)¹⁵⁰.

¹⁵⁰ cf. “Manuel SOFFEX”, cit., Parte IV, Capítulo 3, Folha 5; “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 194 e 197; “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, cit., pg. 82.

7. Divulgação dos riscos incorridos

No que a este aspecto se refere, também não existem quaisquer diferenças relativamente ao tratamento a dar aos contratos de futuros, pelo que as sugestões são idênticas.

Assim, e numa óptica de aproximação gradualista a objectivos de informação mais exigentes, consideramos ser importante, numa primeira fase, a discriminação dos ganhos e perdas obtidos nos contratos, por tipo de contrato, bem como, nos casos de cobertura, de quais os riscos cobertos, devendo ainda mencionar-se eventuais riscos de crédito que resultem do facto de contrapartes do agente se encontrarem em situação de dificuldade financeira manifesta.

8. Exemplos de contabilização

Considerando que a introdução ao tratamento dado aos exemplos que temos para apresentar já foi efectuada no capítulo anterior e que, no que ao presente se refere, não existe nenhum comentário adicional a fazer, excepto o de que também aqui iremos apresentar dois exemplos (um de especulação e outro de cobertura de risco), passamos de imediato à apresentação dos mesmos.

Exemplo 1

O agente Y é detentor de uma carteira de acções da Sociedade Z, que avalia a custo histórico (sem prejuízo da constituição de provisões, sempre que o valor contabilístico da mesma seja inferior ao respectivo valor de mercado), e decide proteger-se contra o risco de desvalorização da carteira, adquirindo para tal opções de venda (“put”).

Entre outras, os contratos em causa apresentam as seguintes características, que são relevantes para a análise do agente:

Activo subjacente	Acções da Sociedade Z
Quantidade	1 000 acções
Preço de exercício	2 100\$00/acção
Liquidação	Física

O valor contabilístico da carteira do agente é de 10 000 contos (5 000 acções avaliadas a 2 000\$00 cada), sendo o seu valor de mercado presente de 10 300 contos (cotação das acções: 2 060\$00).

No dia D, e para cobrir o risco de evolução desfavorável dos preços das acções, Y adquire 5 contratos “put”, pagando para tal um prémio de 50 contos por contrato. As comissões que lhe são cobradas ascendem a 1 000\$00 por contrato e o agente não necessita de depositar margens, por não ter qualquer obrigação perante a sua contraparte, dado que tem, isso sim, o direito a exercer os contratos, caso assim o deseje.

Entre D e D+2, as cotações apresentam a seguinte evolução:

Data	Cotações das acções	Valor de mercado da carteira (contos)	Cotações das opções (contos)
D	2 050	10 250	60
D+1	2 052	10 260	58
D+2	2 051	10 255	59

Em D+3, o agente decide vender a carteira, exercendo para tal os contratos (supomos estar perante opções de estilo americano) por si detidos. Paga para tal uma comissão de exercício de 1 000\$00 por contrato.

Passemos então à contabilização dos factos relacionados com o presente exemplo, seguindo a respectiva ordem cronológica.

Em D:

Pelo reconhecimento da realização do negócio inicial:

Opções de venda compradas (extrapatrimonial)
10 500 (*)

Opções de venda (extrapatrimonial)
10 500

(*) = 5 000 acções x 2 100\$00/acção

Pelo reconhecimento do prémio a pagar:

Prémios por opções compradas (Activo*)
250

Prémios (terceiros)
250

* - Conta de activo financeiro de curto prazo (ou outra que possa desempenhar funções de reconhecimento da transitoriedade da detenção do direito de opção).

Pelas comissões a pagar:

Comissões (custos)
5

Comissões (terceiros)
5

Pelo reconhecimento dos ganhos ocorridos com a variação de cotações (não imputados imediatamente a proveitos por estarmos perante uma situação de cobertura de risco de uma posição que não é, também ela, imediatamente reavaliada):

Prémios por opções compradas	Proveitos diferidos - por contratos de opções
50	50

Em D+1:

Pela liquidação do prémio:

Prémios	Disponibilidades
250	250

Pelo pagamento das comissões:

Comissões (terceiros)	Disponibilidades
5	5

Não há lugar à liquidação financeira de perdas e ganhos, de acordo, aliás, com o que já foi afirmado no presente capítulo a esse respeito.

Pelo reconhecimento da perda ocorrida em D+1:

Prémios por opções compradas	Proveitos diferidos
10	10

Em D+2:

Pelo reconhecimento do ganho ocorrido em D+2:

Prémios por opções compradas	Proveitos diferidos
5	5

Em D+3:

Pelo exercício e imputação a resultados dos valores diferidos desde a realização do contrato:

Acções (activo)	Disponibilidades
10 000	10 500

Prémios por opções compradas	Proveitos diferidos
295	45

Resultados por venda de acções	
	250

Pelas comissões a pagar:

Comissões (custos)	
5	

Comissões (terceiros)	
	5

Pela extinção do contrato de opção:

Opções de venda compradas	
	10 500

Opções de venda	
10 500	

Em D+4:

Pela liquidação das comissões:

Comissões (terceiros)	
5	

Disponibilidades	
	5

Verificamos, pela análise dos movimentos acima, que o agente, por força do exercício da opção, vende por 10 500 contos algo que lhe custou 10 250 contos (valor contabilístico das acções acrescido do prémio da opção), pelo que reconhece um

resultado de 250 pela venda, tendo sido dado um tratamento idêntico aos resultados da opção e da posição coberta (reconhecimento de ambos apenas aquando da venda por exercício da opção).

Exemplo 2

No dia D, o agente Beta, esperando uma descida generalizada do mercado accionista, decide vender uma opção “call” sobre o índice accionista Gama.

Entre outras, os contratos em causa apresentam as seguintes características, que são relevantes para a análise do agente:

Activo subjacente	Índice de acções Gama
Cotação	Pontos de índice
Valor do ponto de índice	1 000\$00
Preço de exercício	5 000 pontos de índice

O agente paga 1 000\$00 de comissão pela venda do contrato e deve depositar uma margem de 500 contos em títulos. Recebe, pela venda da opção, um prémio de 300 contos, quando o índice a futuro está cotado a 5 200 pontos.

A evolução das cotações em D e D+1 é a seguinte:

Data	Cotação do índice a futuro	Prémio das opções
D	5 220	320
D+1	5 210	309

Em D+2, e perante a evolução desfavorável dos preços (índice cotado a 5 240), o agente compra uma opção da mesma série da previamente vendida, pagando para tal

um prémio de 337 contos, e dessa forma encerrando a sua posição. Paga de novo uma comissão de 1 000\$00, liquida as suas perdas e recebe a margem de volta.

Passemos à contabilização dos factos relacionados com o presente exemplo, seguindo a respectiva ordem cronológica.

Em D:

Pela realização da operação:

Opções de compra vendidas (extrapatrimonial)	
	5 000

Opções de compra (extrapatrimonial)	
5 000	

Pela contabilização do prémio a receber:

Prémio por opções vendidas (passivo *)	
	300

Prémios (terceiros)	
300	

* - Passivo financeiro de curto prazo (ou outra conta de efeitos semelhantes).

Pelo reconhecimento da comissão a pagar:

Comissões (custos)	
1	

Comissões (terceiros)	
	1

Pelo reconhecimento da perda relativa à sessão de D:

Prémios por opções vendidas	Perdas em contratos de opções (custos)
20	20

Em D+1:

Pela liquidação da comissão:

Comissões (terceiros)	Disponibilidades
1	1

Pelo recebimento do prémio:

Prémios (terceiros)	Disponibilidades
300	300

Pela constituição das margens:

Margens constituídas (extrapatrimonial)	Margens (extrapatrimonial)
520	520

Não há lugar a liquidação de perdas e ganhos, mas a margem exigida é, neste exemplo, reforçada pelo valor da perda. Tal poderia não acontecer se, por hipótese, a margem inicial fosse considerada suficiente por quem a recebe (Câmara de Compensação ou intermediário financeiro).

Pelo reconhecimento do ganho ocorrido na sessão:

Prémios por opções vendidas	Ganhos em contratos de opções (proveitos)
11	11

Em D+2 (admitindo que a margem se mantém inalterada):

Pelo reconhecimento da perda verificada na sessão:

Prémios por opções vendidas	Perdas em contratos de opções
28	28

Pelo encerramento da posição:

Opções de compra vendidas	Opções de compra
5 000	5 000

Pelo reconhecimento da comissão a pagar:

Comissões (custos)	Comissões (terceiros)
1	1

Em D+3:

Pela liquidação financeira da operação:

Prêmios por opções vendidas	Comissões (terceiros)
337	1
Disponibilidades	
	338

Pela devolução da margem:

Margens constituídas		Margens	
	520	520	

9. Resumo

Para terminarmos o presente capítulo, apresentamos, a exemplo do que já foi feito nos capítulos anteriores, uma tabela com a síntese das principais soluções adotadas para os diferentes problemas abordados¹⁵¹.

¹⁵¹ cf. nota apresentada no capítulo III, a propósito da respectiva tabela-resumo.

**TABELA III -RESUMO DAS PRINCIPAIS SOLUÇÕES CONTABILÍSTICAS
ADOPTADAS INTERNACIONALMENTE - OPÇÕES**

Questões	Soluções				
	IASC	EUA (FASB)	Reino Unido	França	Espanha
Tratamento dos prémios:					
Classificação	Activos/Passivos (ainda que transitórios)	Idem	Idem	Idem	Idem
Momento do reconhecimento em resultados	Extinção da opção	x	Extinção da opção	Ao longo da vida da opção	Extinção da opção
Tratamento diferenciado dos valores intrínseco e temporal	Sim, com valor temporal amortizado ao longo da vida da opção	Idem	Idem	Não	Não
Formalização de ganhos e perdas:					
Especulação	Em contas de proveitos e custos, por contrapartida da conta onde se regista o prémio	Idem	Idem	Idem	Idem
Cobertura de risco	Em contas de proveitos e custos, diferidos ou não, de acordo com o tratamento dado à posição coberta	Idem	Idem	Idem	Idem
Tratamento das margens	Idêntico ao verificado em futuros	Idem	Idem	Idem	Idem
Contabilização no exercício	Segundo os princípios aplicados aos futuros	Idem	Idem	Idem	Idem
Abandono de opções	Reconhecimento dos resultados em contas de custos/proveitos, caso ainda não tenha sido efectuado	Idem	Idem	Idem	Idem
Apresentação do valor do envolvimento no mercado	Idêntica à verificada em futuros	Idem	Idem	Idem	Idem
Divulgação dos riscos incorridos	Idêntica à verificada em futuros	Idem	Idem	Idem	Idem

Com o que foi acima referido, parece-nos terem sido analisados os aspectos mais importantes relacionados com a contabilização de opções transaccionadas em mercados organizados e esperamos que os exemplos apresentados tenham servido para concretizar as principais ideias explanadas, pelo que iremos proceder, já de seguida, ao estudo do tratamento contabilístico dos “swaps”.

CAPÍTULO VI

TRATAMENTO CONTABILÍSTICO DOS CONTRATOS DE “SWAP”

Nos capítulos precedentes efectuámos uma análise do tratamento contabilístico a aplicar aos instrumentos derivados transaccionados em mercados derivados, e nomeadamente aos futuros e opções, tendo para tal assumido um conjunto de pressupostos quanto à eficiência dos mercados e à forma de liquidação de perdas e ganhos neles verificada, os quais nos permitiram optar pelas soluções apresentadas.

O presente capítulo afasta-se um pouco dos anteriores, na medida em que os pressupostos acima enunciados não são cumpridos no caso dos “swaps”.

Desde logo, não existe transacção de “swaps” em mercados organizados. Os “swaps” são negociados em verdadeiros mercados OTC, com os consequentes problemas de falta de liquidez (devida à não padronização dos contratos, e não à dimensão do mercado, que é significativa¹⁵²) e de transparência dos mecanismos de formação de preços.

A adicionar a tal problema, o facto de estes contratos terem normalmente maturidades longas implica um risco de crédito acrescido, tanto mais que não é usual verificar-se a existência de procedimentos de liquidação intercalar de ganhos e perdas.

Como consequência do acabado de enunciar, as exigências dos contratos de “swap” são significativamente maiores que as dos futuros e opções transaccionados em

¹⁵² Mais de 220 mil milhões de dólares transaccionados nos primeiros seis meses de 1987 (ou seja, antes do “boom” deste mercado, ocorrido a partir de 1989); cf. “Nouveaux instruments financiers - Publication d’information et comptabilisation”, cit., pg. 112.

Em 1994 o montante transaccionado ascendia já a 8,133 biliões de dólares, no conjunto do ano, o que representou um crescimento de quase 20 vezes relativamente a 1987; cf. “OTC derivatives surge despite adverse publicity” - Financial Times, 13 de Junho de 1995.

mercados organizados, quer em termos do acompanhamento técnico que exigem, quer em termos dos requisitos de capital necessários para fazer face a eventuais perdas neles verificadas.

Para obviar a tais problemas, têm surgido, nos últimos tempos, tentativas de conferir alguma centralização e organização aos mercados destes produtos. Para tal, e na impossibilidade de garantir a negociação de “swaps”, a qual, como vimos, é efectuada em OTC, sem que os respectivos intervenientes pareçam estar dispostos a efectuá-la em mercado organizado, as entidades gestoras de mercados de produtos derivados têm vindo a propor efectuar apenas a respectiva compensação (em sentido lato).

Tais experiências estão ainda em estado embrionário, não sendo conhecida documentação que nos permita avaliar com rigor acerca do seu impacto, quer sobre o mercado, quer sobre as consequências que possam acarretar em termos de tratamento contabilístico dos “swaps”.

A abordagem que iremos efectuar não pode, assim, deixar de ser entendida como algo de provisório, que resulta de um esforço de integração da muita e diversificada informação existente sobre o tratamento contabilístico a aplicar aos “swaps” negociados em puro mercado OTC com a pouca informação existente sobre os projectos das entidades gestoras de mercados que pretendem registar “swaps”.

O projecto sobre o qual temos mais informações é o da MEFF Renta Fija, o mercado espanhol de produtos derivados de taxa de juro, que pretende lançar um sistema de registo, compensação, liquidação e garantia de “swaps” no decorrer do corrente ano.

No âmbito desse sistema, a Câmara de Compensação aceitará para registo “swaps” de taxa de juro, com um valor nominal mínimo de 1 milhão de pesetas, sendo igualmente aceites valores múltiplos daquele. Tais “swaps” implicam a troca, pelas contrapartes,

dos juros devidos por uma série de depósitos a taxa fixa pelos juros devidos por uma série de depósitos a taxa variável¹⁵³.

Tais contratos podem ser de qualquer prazo até 10 anos após a sua entrada em vigor, sendo esta verificada em qualquer prazo até 1 ano após a data de registo na Câmara de Compensação.

Conforme se depreende do que acabou de ser afirmado, estes contratos têm um grau de padronização relativamente baixo, o que permite aos intervenientes manter quase totalmente a liberdade de definição de cláusulas contratuais que têm em mercado OTC. A MEFF procederá ao cálculo periódico das posições registadas por cada um dos intervenientes no mercado, à compensação de posições de sinal contrário, caso existam, à liquidação do total dos fluxos que cada um dos intervenientes deve pagar/receber, pelo respectivo valor líquido, e à gestão de garantias que permitam enfrentar algum eventual incumprimento de um qualquer agente do mercado.

O único artigo divulgado, até à data, quanto à forma como a MEFF procederá aos cálculos necessários para a realização das liquidações diárias de perdas e ganhos aponta para que tais montantes resultem da comparação entre os valores atribuídos aos contratos de “swap” em datas sucessivas, por análise dos valores actuais dos respectivos “cash flows”, tendo como base de actualização as taxas de referência que sejam definidas pela entidade gestora¹⁵⁴.

Em conclusão, é de esperar que seja criado **um mercado no qual os preços pactados não o são de uma forma suficientemente transparente, mas em que, imediatamente após o registo, se verifique a reavaliação da posição incorrida de**

¹⁵³ cf. Llovera, Javier Aguilá, Reyes Gualda Castillo e Carles Torrent i Rafart - “Proyecto de registro de swaps en MEFF Renta Fija: Una solución a la problemática del mercado”, in “MEFF Newsletter”, n.º 12, Dezembro de 1993.

¹⁵⁴ Na realidade, o processo é algo mais complicado, efectuando-se uma análise de cenários que tem em conta a sensibilidade do valor dos “swaps” a variações das taxas de juro. No entanto, e dado que a consideração de tal facto tornaria a apresentação que se segue menos clara, não lhe adicionando nenhum valor acrescentado, para efeitos da análise contabilística que se pretende empreender, decidimos optar por uma abordagem simplificada do citado processo.

acordo com o critério do valor de mercado, substituindo o recurso às cotações pelo método de avaliação utilizado.

Para além disso, **é previsível que tal mercado seja**, ao contrário do que uma análise mais superficial poderia levar a crer, um mercado **razoavelmente líquido**, dado que o movimento verificado nos mercados OTC permitirá antecipar volumes de registo algo elevados para o novo projecto.

Finalmente, **o sistema de segurança a montar pela Câmara de Compensação deverá permitir que**, tal como nos futuros e opções, **o risco de crédito seja substancialmente reduzido.**

É dos três pressupostos acabados de enunciar que partiremos para a nossa análise do tratamento contabilístico dos “swaps” registados em mercados organizados, que passamos a desenvolver.

1. Determinação do valor dos “swaps”

Esta questão, embora já tenha sido abordada no capítulo III, **é aqui relembrada, dado que a valorização dos contratos de “swap” é particularmente complexa.** Será pois necessário saber se, apesar de nos estarmos a referir a contratos transaccionados ou registados em mercados organizados, as soluções que eventualmente tenham sido encontradas naquele capítulo são suficientes ou se se torna necessário algum outro tipo de tratamento.

Os “swaps”, como instrumentos que dão origem à troca de fluxos financeiros entre duas contrapartes, podem ser permanentemente avaliados pelo cálculo do valor actualizado líquido de tais fluxos, o qual permite que os agentes tenham uma ideia aproximada do que vão ganhar ou perder, assumindo que as condições de mercado vigentes no momento do cálculo se mantêm até à sua expiração.

Na prática, com mais ou menos variantes, é este o método aplicado pelos detentores de posições em “swaps” transaccionados em mercados OTC para avaliarem os seus resultados em tais operações¹⁵⁵. O problema com este método reside no facto de as alterações nos valores dos parâmetros de cálculo implicarem mudanças no valor dos instrumentos em causa, mudanças essas cujo sentido pode vir a ser invertido, total ou parcialmente, no futuro.

Esse é, aliás, o problema com qualquer outro instrumento financeiro negociado a prazo, sendo que, naqueles que temos vindo a abordar, o problema se resolve por via da possibilidade de realização imediata de ganhos e perdas através da intervenção em mercados líquidos e profundos.

A questão fulcral deste ponto é pois a de saber se os “mercados” de registo que se vão criar têm, ou não, as citadas condições de eficiência do mercado, por forma a que nos seja possível considerar que, tal como nos futuros e opções, é fácil a um agente reverter as posições que detém num dado momento.

As informações de que dispomos acerca deste assunto apontam para um elevado interesse de um conjunto de instituições financeiras em se constituírem como compensadores do mercado, o que, conjugado com o elevado volume de negócios que os “swaps” representam, e com o risco de crédito elevado que acarretam actualmente, parece apontar para a existência de uma forte liquidez actual dos mercados OTC, que será de esperar que se repercuta na capacidade de reversão de posições registadas pela Câmara de Compensação, tanto mais que, embora não exista uma elevada padronização, sempre existirá alguma, o que facilitará a descoberta de contrapartes de negócio.

¹⁵⁵ cf. “Nouveaux instruments financiers - Publication d’information et comptabilisation”, cit., pg. 110; “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pg. 118; “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 131 e 137.

A ser assim, seríamos reconduzidos a uma análise semelhante à que efectuámos para os produtos efectivamente transaccionados em mercados organizados, sendo certo que, a não se verificar tal hipótese, estaríamos perante questão similar à que se verifica hoje em mercados OTC, a qual ultrapassa o âmbito do presente trabalho.

Admitindo, pois, que o mercado OTC subjacente ao serviço de registo, compensação e liquidação proporcionado é suficientemente líquido, coloca-se uma outra questão que é necessário resolver.

Com efeito, apesar de o mercado ser líquido, não existe um mecanismo transparente de formação de preços. Como fazer, então, para encontrar o valor de mercado a atribuir ao “swap”, se não existem cotações?

A solução será encontrar algo que possa substituí-las satisfatoriamente, e é essa precisamente a função do valor actual líquido dos “cash flows” a gerar no futuro por ambos os “ramos” do “swap”. No entanto, conforme já tínhamos verificado, tal valor depende de um conjunto de factores que podem variar, e que podem ser inclusivamente avaliados de forma diferente por cada uma das contrapartes do negócio.

É para resolver este problema que podemos recorrer aos valores de liquidação diária estabelecidos pela Câmara de Compensação. Com efeito, a Câmara, ao procurar garantir o mercado contra riscos de incumprimento por parte de um qualquer interveniente abrangido pelo sistema de compensação e liquidação, exigirá, muito provavelmente com frequência diária, a realização de ajustes de ganhos e perdas, para os quais necessitará de estabelecer valores de liquidação dos “swaps” registados.

Sendo tais valores, e em particular o respectivo método de cálculo, de aceitação generalizada pelos intervenientes no mercado, parece ser de recomendar a sua utilização como um sucedâneo bastante razoável da cotação de mercado dos

“swaps”, podendo assim servir de base para a avaliação das posições detidas em tais contratos.

No que se refere ao reconhecimento de resultados em operações de “swap”, decorre do que acabámos de explicar que se deve proceder ao reconhecimento imediato de ganhos e perdas, tal como acontece com os contratos de futuros e opções, dado que o mecanismo de ajuste periódico de ganhos e perdas corresponde à realização de efectivas liquidações parciais dos contratos registados. **Ressalvar-se-á apenas o tratamento a dar a operações de cobertura e assimiladas**, que serão objecto de análise mais à frente.

Definida a forma de avaliação dos “swaps”, interessar-nos-á verificar como relevar os correspondentes fluxos financeiros de liquidação de ganhos e perdas, bem como outros eventuais fluxos que possam ser gerados pela negociação e registo de tais contratos. É o que tentaremos fazer seguidamente.

2. Relevação dos fluxos financeiros

1. Tratamento genérico

Os contratos de “swap” dão origem a fluxos financeiros periódicos correspondentes à aplicação de taxas de juro ou de câmbio ao valor nominal do contrato. Tais fluxos são normalmente contabilizados como liquidações parcelares do contrato, dado que o valor deste é, como vimos, determinado em função do conjunto de fluxos futuros previstos.

Assim, aquando da realização de cada um dos citados movimentos, a contrapartida da movimentação das contas financeiras correspondentes será a conta de resultados na qual se reconheçam os resultados previsíveis da operação,

excepto no caso de operações de cobertura de risco, que serão analisadas adiante¹⁵⁶.

2. Pagamentos antecipados

Para além dos movimentos financeiros regulares, que acabámos de referir, acontece, por vezes, que se verifique um pagamento inicial, resultante do facto de o contrato não ter sido efectuado às taxas em vigor no mercado no momento da negociação, havendo por isso uma das contrapartes que seria prejudicada, caso não se verificasse o recebimento de um fluxo compensatório por essa contraparte.

Tais fluxos, que a literatura anglo-saxónica designa por “up-front fees” e os franceses chamam “soutles”, fazem parte do valor global da operação, devendo por isso ser contabilizados como qualquer outro dos fluxos por ela gerados¹⁵⁷.

Caso a operação de “swap” não fosse contabilizada pelo valor de mercado, colocar-se-ia a questão de definir o momento do reconhecimento em resultados de tal “fee”, havendo quem advogue o escalonamento ao longo da vida do contrato, e à medida que os fluxos financeiros dele decorrentes vão igualmente sendo reconhecidos¹⁵⁸.

No caso em estudo, e dada a opção pela avaliação segundo o método de “mark-to-market”, a questão não se coloca, devendo aquele pagamento ser imediatamente reconhecido em resultados, aquando da sua realização, excepto se estivermos perante uma operação de cobertura (ou assimilada), em que o tratamento poderá ser diferente, conforme verificaremos mais à frente.

¹⁵⁶ Este é, nomeadamente, o procedimento seguido em França para a contabilização das carteiras de transacção dos estabelecimentos de crédito, as quais, ainda que constituídas por instrumentos transaccionados em mercados OTC, são avaliadas pelo valor de mercado; cf. Bur, Christian - “Règles comptables et fiscales applicables a chaque catégorie d’instruments financiers”, in “Les cahiers MTF/Haute Finance”, nº 5, Junho de 1994.

¹⁵⁷ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 131 e 137.

¹⁵⁸ cf. “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pg. 114.

Poderão ainda verificar-se pagamentos de índole semelhante à dos acima referidos no final da vida dos contratos, pagamentos esses que nos dispensaremos de analisar agora, já que serão referidos adiante.

3. Contabilização pelo valor bruto versus pelo valor líquido

Para terminar o presente ponto, falta-nos referir uma última questão relacionada com a relevação dos fluxos financeiros entre as contrapartes no contrato. Com efeito, **os contratos de “swap” caracterizam-se por uma troca de fluxos entre as partes intervenientes, em que uma das partes paga à segunda um determinado montante, e esta paga àquela uma outra quantia.**

Assim sendo, é necessário definir se as partes devem efectuar a contabilização dos citados valores separadamente ou se, pelo contrário, devem efectuar um único movimento, pelo correspondente valor líquido.

Considerando que tais fluxos fazem parte de uma mesma operação, poder-se-ia por, sem mais, a hipótese de contabilização pelo respectivo valor líquido. No entanto, **se não existir um efectivo direito de compensação entre tais fluxos, fará mais sentido considerá-los separadamente.**

Tal problema não se coloca na situação particular que estamos a analisar, na medida em que a Câmara de Compensação garante tal direito, procedendo inclusivé à liquidação financeira de tais fluxos pelo respectivo valor líquido. Será assim de considerar a sua contabilização pelo valor líquido, como um ganho ou perda líquida a imputar à posição global do respectivo agente¹⁵⁹.

Com esta questão terminámos este ponto, dedicado à análise da relevação dos fluxos financeiros. Passaremos de seguida ao estudo das operações de cobertura e de especulação, com que encerraremos o núcleo central da valorimetria e relevação de resultados das operações de “swap”.

¹⁵⁹ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 125 e 129.

3. Operações de cobertura *versus* operações de especulação

1. Tratamento genérico

O tratamento das operações de cobertura de risco é idêntico ao já indicado para os futuros e as opções, ou seja, **mantém-se o princípio geral segundo o qual o reconhecimento de resultados e, genericamente, todo o tratamento contabilístico das operações de cobertura segue o verificado para as posições cobertas.**

É curioso verificar que, mesmo em transacções OTC, se admite, nalguns países, a contabilização de ganhos potenciais, desde que inseridos em operações de “swap” com características de cobertura de risco, levadas a cabo por determinadas categorias de agentes.

Assim, em França, desde 1988 que os bancos podem valorizar operações de “swap” de taxa de juro de forma absolutamente simétrica à das posições objecto de cobertura, desde que se cumpram quatro requisitos:

- a operação de “swap” tem por objecto cobrir o risco de taxa incorrido sobre um activo ou um outro instrumento financeiro “fora-de-balanço” cujos resultados não são registados à medida que se verifica a sua realização efectiva;
- as características dos instrumentos associados são homogéneas do ponto de vista da sua sensibilidade às variações das taxas de juro, devendo as transacções ser identificadas e qualificadas desde a sua origem;
- existem sistemas, que estejam operacionais, de medida, monitorização e controlo das operações;
- a qualidade da situação financeira do estabelecimento é indiscutível, permitindo-lhe fazer face às insuficiências de liquidez do mercado de “swaps”¹⁶⁰.

¹⁶⁰ cf. “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pg. 363.

Igual possibilidade tem sido prevista no Reino Unido e nos EUA¹⁶¹, embora não seja a única possibilidade de tratamento prevista, sendo possível também incorporar na contabilização de coberturas de risco factores que levem em conta a maior ou menor probabilidade de realização de ganhos potenciais.

Pelo que acabou de ser demonstrado acerca do **reconhecimento das coberturas de risco** nos países acima referidos, e pelo que decorre da explanação que efectuámos anteriormente sobre as características de maior eficiência dos mecanismos de liquidação deste tipo de operações, quando registadas em mercados organizados, pensamos que **é perfeitamente aceitável o tratamento de todos os resultados das mesmas** (incluindo ganhos potenciais, que vão sendo efectivamente realizados pelo mecanismo de compensação e liquidação já referido) **de forma absolutamente simétrica à dos verificados nas posições cobertas.**

Por outro lado, e como decorre do que já vinha sendo dito acerca da determinação do valor de tais instrumentos, **no caso de operações de especulação o tratamento contabilístico das mesmas seguirá o critério do valor de mercado, reconhecendo-se de imediato em resultados quaisquer variações de valor que se produzam nos “swaps”, de acordo com a avaliação que resultar dos mecanismos de liquidação da Câmara de Compensação.**

2. Tratamento de operações vinculadas a posições activas/passivas

Para terminarmos este ponto, falta-nos apenas esclarecer melhor o âmbito do que temos vindo a designar como operações de cobertura de risco, quando nos referimos a “swaps”.

Com efeito, é frequente os agentes realizarem operações de “swap” para alterarem condições de operações previamente realizadas, sem que as operações de “swap” possam, em bom rigor, designar-se como de cobertura de risco, na medida em que não conduzem à redução ou eliminação de riscos, podendo inclusivé aumentá-los.

¹⁶¹ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 126/7 e 135/6.

Assim, se um agente se financiou a taxa fixa, e realiza uma operação de “swap” de taxa fixa por taxa variável, dificilmente se poderá argumentar com uma diminuição de riscos para o agente, a menos que se verifique alguma eventual situação de macrocobertura de riscos, com o agente a deter posições activas também a taxa variável.

Não se verificando o desiderato de redução ou eliminação de riscos, poder-se-ia por em causa a contabilização de operações de “swap” como a acima referida de outra forma que não a aplicada ao tratamento de posições especulativas.

No entanto, e por outro lado, não deixa de ser verdade que a operação de “swap” está absolutamente ligada com a posição previamente constituída, e que aquela não se teria realizado se esta não existisse, devendo, por isso, tal ligação ser reconhecida pela contabilidade.

Assim, e embora não se esteja na presença de uma operação de cobertura “*stricto sensu*”, **tem sido entendimento geral** que o tratamento a dar a este tipo de operações deve ser idêntico ao dado às operações de cobertura propriamente ditas, pelo **que, para considerar uma operação como devendo ser tratada de acordo com o que acabámos de sugerir para as situações de cobertura, não é imperativo que se verifiquem todos os requisitos que já referimos por mais de uma vez ao longo do presente trabalho (exposição ao risco, qualificação da operação de cobertura como tal pelo agente que a efectua e eficácia da operação enquanto cobertura do risco).**

Em particular, o primeiro critério poderá desaparecer, apenas se exigindo que se mantenha a designação da operação para o fim a que se destina e a verificação da eficácia em atingir tal fim, para que se aplique o mencionado tratamento¹⁶². Estaremos então perante aquilo que Cea García designa como “swaps vinculados

¹⁶² cf. “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 125/6.

a operações principais activas ou passivas”, e a terminologia anglo-saxónica por “matched positions”¹⁶³.

Embora esta aproximação seja extremamente interessante, pensamos que ela é igualmente perigosa, pela sua excessiva abrangência. Com efeito, aceite este princípio, qualquer combinação de posições realizada por um agente sobre um qualquer conjunto de instrumentos financeiros pode ser analisada à luz de tal princípio, sendo que se colocariam problemas de definição de qual a operação originária e qual a operação vinculada, sem que, em muitos casos, seja possível obter-se uma resposta adequada.

Assim, embora a contabilização das operações vinculadas segundo os princípios da cobertura de risco não seja de excluir teoricamente, pensamos que deve existir um particular cuidado na análise das situações prévias que dão origem à operação vinculada, o que, na prática, se poderá traduzir por uma quase impossibilidade de outro tratamento que não o de considerar as operações vinculadas como meras operações especulativas.

3. Cobertura de transacções futuras previstas

Para finalizar, refira-se que, tal como nos contratos de futuros e opções, **também nos contratos de “swap” se deve admitir a existência de operações de cobertura de risco de transacções futuras previstas, desde que se cumpram os requisitos já enunciados** para aqueles outros instrumentos, ou seja, para além dos três critérios mencionados acima, os de identificação das características e condições esperadas da transacção prevista e de probabilidade da sua ocorrência.

Efectuada a análise do tratamento a dar aos “swaps” ao longo da sua vida, será interessante verificar o que fazer quando eles chegam ao final dessa mesma vida, o que faremos de seguida.

¹⁶³ cf. García, José Luis Cea - “Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y analisis contable”, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid, 1990, pgs. 178/232.

4. Término antecipado/Extensão dos “swaps”

Por vezes, os agentes, por razões que têm a ver com a sua estratégia de negócios, consideram que não estão interessados em prosseguir com uma posição detida num particular contrato de “swap”. Em tal caso, se estivéssemos perante um “swap” transaccionado num mercado organizado, o agente não teria que fazer mais que ir ao mercado realizar um negócio de características simétricas às do original, conforme já vimos que era possível fazer com os futuros e as opções.

Como tal possibilidade não existe com os “swaps”, um agente que decida cancelar uma operação só terá duas hipóteses:

- Cancelar o negócio por recurso a alguma cláusula de término antecipado que tenha sido prevista aquando da realização do contrato, pagando ou recebendo o montante que possa resultar da aplicação dessa cláusula, e que, em princípio, resultará da comparação entre os fluxos financeiros gerados pelo contrato e os que resultariam da aplicação das taxas em vigor no mercado aquando do cancelamento;
- Efectuar um novo negócio com a sua contraparte original, que tenha características simétricas às do contrato original (“reverse swap”), pagando ou recebendo, por um montante semelhante ao indicado no parágrafo acima, uma compensação, a qual acaba por revestir todas as características das previamente referidas “up-front fees”¹⁶⁴.

Os contratos cujo registo vai ser permitido na MEFF não poderão, em princípio, ser dotados das mencionadas cláusulas de término, pelo que será necessário que os agentes procedam à realização de uma nova operação de sentido inverso, a qual dará origem ao pagamento da “up-front fee”, pelo que o tratamento contabilístico a aplicar será idêntico ao já referido para aqueles fluxos compensatórios, nada mais havendo a acrescentar sobre este assunto.

¹⁶⁴ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pg. 127.

Quanto à extensão dos “swaps”, a opinião prevalecente é a de que deve ser tratada como se se tivesse verificado um efectivo término da vida do contrato original e se procedesse à contratação de um novo “swap”, com as mesmas características do anterior, dando provavelmente origem a um pagamento/recebimento de uma “up-front fee”. Como tal, também sobre o tratamento contabilístico a aplicar a esta situação não haverá mais nada a dizer para além do que já foi afirmado previamente¹⁶⁵.

Assim sendo, passaríamos de imediato à análise do tratamento a dar às comissões pelo registo das operações e gestão das posições pela entidade gestora do “mercado” de registo.

¹⁶⁵ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pg. 128.

5. Tratamento das comissões

Quando nos referimos a comissões, podemos estar a pensar em duas realidades bem diferentes. Uma, que já analisámos, tem a ver com a existência de pagamentos compensatórios destinados a fazer face à entrada em posições a taxas diferentes das verificadas no mercado em determinado momento. São as “up-front fees”, que, conforme vimos, devem ser, por essa razão, consideradas como uma componente mais dos fluxos financeiros associados ao negócio.

Quanto às comissões propriamente ditas, tal como as temos vindo a considerar para os restantes instrumentos financeiros, são pagamentos/recebimentos por prestação de serviços.

Quando se trata de serviços prestados por intermediários financeiros que promovem o encontro de contrapartes para o negócio, parece claro que as correspondentes comissões devem ser consideradas como proveito imediatamente reconhecido pelo intermediário e custo igualmente reconhecido por cada uma das contrapartes.

Quando o intermediário assuma igualmente funções de contraparte, será necessário verificar se a comissão se refere apenas ao serviço de montagem da operação, caso em que o respectivo tratamento será o já referido, ou se tem incorporado algum prémio de risco ou de gestão da operação, caso em que será de ponderar o reconhecimento dos resultados dessa parte da comissão ao longo da vida da operação (aliás, é também vulgar incorporar estes custos na supra-citada “up-front fee”)¹⁶⁶.

Finalmente, no que se refere às comissões cobradas pelas entidades gestoras de “mercado” pelo registo, compensação, liquidação e montagem dos mecanismos de

¹⁶⁶ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 130/2; “Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y analisis contable”, cit., pg. 241.

segurança mencionados no início do presente capítulo, deverá ser de aceitar o reconhecimento imediato de tais comissões em resultados, por razões de simplicidade operacional, dado que os valores baixos previsivelmente associados a tais comissões não deverão justificar um tratamento diferente (tal como, aliás, já tínhamos referido para os futuros e as opções).

6. Apresentação do valor do envolvimento no mercado

Os contratos de “swap” nem sempre dão origem à troca do respectivo valor nocional, dando lugar, isso sim, à troca de fluxos financeiros entre as contrapartes ao longo da vida do contrato. No entanto, embora tal troca possa não ocorrer e, a existir, só se verifique no final da vida do contrato, **tem existido algum consenso no que se refere à apresentação de tais valores nominais em contas extrapatrimoniais ou em notas anexas às demonstrações financeiras.**

É o que se passa, nomeadamente, nos EUA e no Reino Unido¹⁶⁷, sendo inclusivé tal procedimento exigido pela regulamentação francesa¹⁶⁸.

Para além de tal requisito, verifica-se também alguma pressão no sentido da divulgação de mais informações que permitam efectuar uma melhor avaliação do grau de envolvimento dos agentes no mercado, tais como sejam a descrição das razões do envolvimento referido¹⁶⁹ e as datas de vencimento dos contratos¹⁷⁰.

7. Divulgação dos riscos incorridos

¹⁶⁷ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 133, 136 e 138.

¹⁶⁸ cf. “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, cit., pg. 112.

¹⁶⁹ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pg. 133.

¹⁷⁰ cf. “Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y analisis contable”, cit., pg. 236.

Para terminarmos o presente capítulo, e sem prejuízo da apresentação de um exemplo e de uma tabela-resumo das conclusões do mesmo, falta apenas abordar a questão da informação, a divulgar pelos agentes, relativa aos riscos em que incorrem por deterem posições em contratos de “swap”.

Quanto a este aspecto, **o mais importante ponto a tratar terá a ver com a divulgação do montante em risco (de crédito), o qual será medido pela análise do custo de substituição dos “swaps” em que o agente é receptor líquido de fundos, ou seja, aqueles que têm para si um valor positivo¹⁷¹.**

Outras informações passíveis de divulgação teriam ainda a ver com a identificação das contrapartes, bases de cálculo dos “swaps” e os valores presentes dos fluxos financeiros futuros dos “swaps”, entre outros¹⁷².

Tais informações, embora de grande interesse para quem analisa a situação económica e financeira de uma empresa, podem acarretar algumas questões delicadas, por razões estratégicas ou de concorrência, nomeadamente no que se refere à possibilidade de se transferirem para o exterior da mesma informações confidenciais.

Assim, e numa primeira abordagem, o cálculo do valor global em risco, acima referido, parece talvez ser a informação menos complicada de transmitir, dando simultaneamente um indicador sintético do risco de crédito incorrido. No caso dos contratos registados em mercado organizado, os agentes que se relacionem directamente com a Câmara de Compensação informarão de um risco consideravelmente menor que o resultante de pura negociação em OTC, por força dos mecanismos de liquidação diária de perdas e ganhos, bem como da existência de eventuais garantias depositadas pelas respectivas contrapartes.

¹⁷¹ cf. “Management of interest rate risk”, cit., pgs. 133.

¹⁷² cf. “Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y analisis contable”, cit., pg. 236.

Quanto ao risco de mercado, se era complicado estabelecer um critério para a sua avaliação em contratos de futuros e opções, não o será menos no que se refere aos “swaps”, pelo que não se efectua nenhuma sugestão particular quanto à divulgação de tal tipo de risco.

8. Exemplo de contabilização

Aplicam-se ao presente exemplo as mesmas considerações efectuadas em capítulos anteriores a propósito dos exemplos de futuros e opções, pelo que não nos iremos deter em explicações prévias, passando desde já à apresentação de um único caso, o qual, no entanto, nos permitirá analisar a questão da contabilização sob o ponto de vista de agentes que efectuam operações de cobertura e de especulação, dado que iremos apresentar os diferentes tratamentos dados à mesma operação pelas duas partes nela envolvidas.

Assim, admitamos que a Sociedade S e o Banco B efectuem um contrato de “swap” de taxas de juro, pelo qual, e para um montante nocional de 10 000 contos, S receberá de B juros calculados à taxa variável LISBOR + 1% (anual nominal, com definição no início de cada período de contagem de juros), entregando em troca juros à taxa fixa de 12% (taxa anual nominal), calculados sobre o citado montante e por períodos de 6 meses. O “swap” vence no prazo de 1 ano, com o segundo pagamento de juros.

A Sociedade S pretende utilizar o citado “swap” para efectuar a cobertura do risco de variação adversa de taxas de juro num empréstimo obrigacionista contraído previamente, no montante de 10 000 contos, com juros calculados à taxa LISBOR + 0,5% (anual nominal, também com definição no início de cada período de contagem de juros), empréstimo esse que será integralmente amortizado dentro de 1 ano, sendo os pagamentos de cupões coincidentes no tempo com os fluxos financeiros do contrato de “swap”.

Quanto ao Banco B, efectuou o contrato com fins puramente especulativos.

Em face dos dados acima, passemos à análise da operação (por questões de simplificação de cálculos, admitiremos que os juros são estabelecidos segundo uma base 30/360).

Começemos por verificar quais os fluxos de juros associados ao “swap” e ao empréstimo obrigacionista, admitindo que a taxa LISBOR a 6 meses era de 10% em D e de 10,5% em D+180.

	Datas	“Swap”		Empréstimo
		Recebe	Paga	Paga
Sociedade S	D+180	550*	600**	525
	D+360	575	600	550
Banco B	D+180	600	550	
	D+360	600	575	

* $550 = 10\,000 \times (10\% + 1\%)/2$

** $600 = 10\,000 \times 12\%/2$

Através da realização do “swap”, S garante assim um custo fixo para o seu financiamento, à taxa de 11,5%, já que, em termos líquidos, passa a efectuar pagamentos semestrais de 575 contos ($575 = 600 + 525 - 550 = 600 + 550 - 575$).

Admitamos ainda que os citados agentes decidiram registar o mencionado “swap” junto de um mercado que lhes garante a liquidação do mesmo, aplicando, para efeitos de avaliação de posições, com vista ao cálculo de margens, o método do valor actual líquido dos “cash flows” subjacentes ao “swap”.

Se utilizarmos como taxa de actualização a taxa LISBOR em vigor a cada momento, para o prazo em falta até ao vencimento de cada um dos períodos de contagem de juros, e admitirmos períodos de avaliação trimestrais (unicamente com fins de

simplificação do exemplo, dado que, conforme já vimos, este cálculo poderá ser, na prática, diário), teremos, para a Sociedade S:

Data	Taxas LISBOR		Fluxos líquidos previstos		Valor actual líquido dos fluxos
D	6M	10%	D+180	-50**	-92,718**
	12M	11%	D+360	-50**	
D+90	3M	9,5%	D+180	-50	-95,271
	6M	10,25%			
	9M	10,5%	D+360	-37,5	
D+180*	6M	10,5%	D+360	-25	-23,783
D+270	3M	10,5%	D+360	-25	-24,384
D+360*	-	-	-	-	0

* - Após pagamento do fluxo líquido correspondente.

** $(10\% + 1\% - 12\%)/2 \times 10\,000 = -50$

$$-50 \times (1 + 10\%)^{-1/2} - 50 \times (1 + 11\%)^{-1} = -92,718$$

O “swap terá um valor simétrico para o Banco B, ou seja:

Data	Valor do “swap”
D	+92,718
D+90	+95,271(*)
D+180	+23,783
D+270	+24,384
D+360	0

(*) O valor do “swap” sobe relativamente ao verificado em D porque as taxas subiram e B ainda vai pagar uma prestação à taxa antiga, para além de que os prazos até ao vencimento são agora mais curtos.

Admitindo que não se verificou o pagamento de nenhuma “up-front fee” por nenhuma das partes, em D, aquando da realização do negócio, B fica imediatamente credor de S pelo valor líquido do “swap”, devendo registar tal facto como um ganho, enquanto S deve reconhecer o correspondente custo diferido (por estar a efectuar cobertura de risco).

Admita-se ainda que os agentes pagam uma comissão de 1 000\$00 cada um pelo registo do contrato na Câmara de Compensação (supondo que ambos se relacionam directamente com a Câmara) e depositam 150 contos a título de margens (as quais, por hipótese, não são remuneradas).

Analisemos então o desenrolar da operação, do ponto de vista do seu tratamento contabilístico, na perspectiva de cada um dos intervenientes: Começemos pelo **Banco B**.

Em D:

Pelo reconhecimento da realização do negócio inicial:

“Swaps” vendidos (extrapatrimonial)	“Swaps” (extrapatrimonial)
10 000	10 000

Pela comissão a pagar:

Comissões (custos)	Comissões (terceiros)
1	1

Pelo reconhecimento do valor do “swap”:

Ajustes por “swaps” (terceiros)	Ganhos em “swaps” (proveitos)
92,718	92,718

Em D+1:

Pela liquidação da comissão devida:

Comissões (terceiros)	Disponibilidades
1	1

Pelo reconhecimento do ajuste vindo da Câmara de Compensação (admitiremos que os ajustes diários dão origem a movimentos de liquidação financeira e não a meros reforços ou diminuições das margens):

Ajustes por “swaps” (terceiros)	Disponibilidades
92,718	92,718

Pelo pagamento das margens à Câmara de Compensação:

Margens constituídas (terceiros)	Disponibilidades
150	150

.....

Em D+90 (admitindo que não se processou mais nenhuma liquidação de perdas e ganhos até essa data):

Pelo ajuste verificado em D+90:

Ajustes por “swaps”	Ganhos em “swaps”
2,553*	2,553

* $2,553 = 95,271 - 92,718$

Em D+91:

Pela liquidação do ajuste:

Ajustes por “swaps”	Disponibilidades
2,553	2,553

.....

Em D+180:

Pela liquidação parcelar do contrato:

Ganhos em “swaps”	Disponibilidades
50	50

Pela variação do valor de mercado do “swap”:

Perdas em “swaps” (custos)	Ajustes por “swaps”
71,488*	71,488

* 23,783 - 95,271

Em D+181:

Pelo ajuste efectuado:

Ajustes por “swaps”	Disponibilidades
71,488	71,488

.....

Em D+270:

Pelo ganho ocorrido no valor de mercado do “swap”:

Ganhos em “swaps”	Ajustes por “swaps”
0,601	0,601

Em D+271:

Pelo ajuste efectuado:

Ajustes por “swaps”	Disponibilidades
0,601	0,601

.....

Em D+360:

Pela liquidação final do contrato:

Ganhos em “swaps”	Disponibilidades
25	25

Pelo valor do último ajuste:

Perdas em “swaps”	Ajustes por “swaps”
24,384	24,384

Pela extinção do contrato:

“Swaps” vendidos
10 000

“Swaps”
10 000

Em D+361:

Pela liquidação do ajuste:

Ajustes por “swaps”
24,384

Disponibilidades
24,384

Pela devolução das margens:

Margens constituídas
150

Disponibilidades
150

Terminada que está a análise do tratamento contabilístico a dar aos contratos de “swap” por um agente especulador, iremos agora ocupar-nos da análise de uma situação de cobertura de risco. Para isso, iremos proceder ao estudo da situação tal qual ela se apresenta para a **Sociedade S**, sendo que, por uma questão de simplificação de apresentação, e dado que tal não altera nenhuma das conclusões a que chegámos, iremos admitir que não existe necessidade de repartir qualquer um dos fluxos financeiros do empréstimo obrigacionista por mais que um período contabilístico, por força da aplicação do princípio da especialização dos exercícios.

Teremos então os seguintes movimentos contabilísticos:

Em D:

Pelo reconhecimento da realização do negócio:

“Swaps” comprados (extrapatrimonial)
10 000

“Swaps” (extrapatrimonial)
10 000

Pela comissão a pagar:

Comissões (custos)
1

Comissões (terceiros)
1

Pelo reconhecimento do valor do “swap”:

Custos diferidos
92,718

Ajustes por “swaps” (terceiros)
92,718

Em D+1:

Pela liquidação da comissão devida:

Comissões (terceiros)
1

Disponibilidades
1

Pelo pagamento do ajuste à Câmara de Compensação:

Ajustes por “swaps”	Disponibilidades
92,718	92,718

Pela constituição da margem:

Margens constituídas (terceiros)	Disponibilidades
150	150

.....

Em D+90:

Pelo reconhecimento da variação de valor do “swap”:

Custos diferidos	Ajustes por “swaps”
2,553	2,553

Em D+91:

Pela liquidação do ajuste:

Ajustes por “swaps”	Disponibilidades
2,553	2,553

.....

Em D+180:

Pelo pagamento dos juros do empréstimo obrigacionista:

Juros suportados (custos)	Disponibilidades
525	525

Pela liquidação parcelar do contrato:

Juros suportados (custos)*	Disponibilidades
50	50

* Note-se que a conta utilizada para relevar o custo do “swap” foi a mesma que se utilizou para relevar o custo da posição coberta, assim se tornando mais evidente a finalidade de cobertura associada ao “swap”.

Pela variação do valor de mercado do “swap”:

Custos diferidos	Ajustes por “swaps”
71,488	71,488

Em D+181:

Pela liquidação do ajuste do dia anterior:

Ajustes por “swaps”	Disponibilidades
71,488	71,488

.....

Em D+270:

Pela variação do valor de mercado do “swap”:

Custos diferidos	Ajustes por “swaps”
0,601	0,601

Em D+271:

Pela liquidação do ajuste:

Ajustes por “swaps”	Disponibilidades
0,601	0,601

.....

Em D+360:

Pelo reembolso do empréstimo obrigacionista:

Empréstimos obtidos (passivo)	Disponibilidades
10 000	10 000

Pelo pagamento da última prestação de juros:

Juros suportados	Disponibilidades
550	550

Pela liquidação final do contrato de “swap”:

Juros suportados
25

Disponibilidades
25

Pelo reconhecimento do último ajuste:

Custos diferidos
24,384

Ajustes por “swaps”
24,384

Pela extinção do contrato:

“Swaps” comprados
10 000

“Swaps”
10 000

Em D+361:

Pela liquidação do último ajuste:

Ajustes por “swaps”
24,384

Disponibilidades
24,384

Pela devolução da margem:

Margens constituídas	Disponibilidades
150	150

9. Resumo

Para terminarmos o presente capítulo, apresentamos, na página seguinte, a exemplo do que já foi feito nos capítulos anteriores, uma tabela com a síntese das principais soluções adoptadas para os diferentes problemas abordados¹⁷³.

Com o presente ponto, terminamos a discussão das principais questões que se colocam à valorimetria e relevação contabilísticas dos contratos de “swap”, tendo, com o presente capítulo, terminado a análise do tratamento contabilístico que julgamos mais adequado para os produtos derivados transaccionados e/ou registados em mercados organizados. Resta-nos apenas, no próximo capítulo, e em jeito de conclusão, sumariar algumas das ideias desenvolvidas ao longo deste trabalho, e que nos parecem ser as de maior relevância para o estudo efectuado.

¹⁷³ cf. nota apresentada no capítulo III, a propósito da respectiva tabela-resumo.

**TABELA IV -RESUMO DAS PRINCIPAIS SOLUÇÕES CONTABILÍSTICAS
ADOPTADAS INTERNACIONALMENTE - “SWAPS”**

Questões	Soluções				
	IASC	EUA (FASB)	Reino Unido	França	Espanha
Valorização das posições	Valor actual líquido dos “cash flows” futuros	Idem	Idem	Idem	x
Relevação dos fluxos financeiros	Pelo respectivo valor líquido (admite-se existência de direito de compensação)	Idem	Idem	Idem	x
Formalização de ganhos e perdas	Idêntica à verificada em futuros	Idem	Idem	Idem	Idem
Tratamento das “matched positions”	x	Segundo o aplicável à cobertura de risco	Idem	x	Segundo o aplicável à cobertura de risco
Reconhecimento das comissões:					
De pura intermediação	Imediato, em contas de custos/proveitos	Idem	Idem	Idem	Idem
Prémios de risco e gestão de operações	Ao longo da vida da operação	Idem	Idem	Idem	Idem
Apresentação do valor do envolvimento no mercado	Idêntica à verificada em futuros e opções	Idem	Idem	Idem	Idem
Divulgação dos riscos incorridos	Idêntica à verificada em futuros e opções	Idem	Idem	Idem	Idem

CONCLUSÃO

1. A inovação financeira e as suas implicações sobre a Contabilidade

A inovação verificada de há alguns anos para cá na área financeira tem tornado cada vez mais difícil a análise de uma realidade que se tem vindo a revelar sucessivamente mais complexa. Fornecendo a Contabilidade o conjunto de conceitos, métodos e instrumentos de análise que permitem aferir da situação económico-financeira dos agentes, forçoso é que se vá gradualmente adaptando às novas realidades.

Tal necessidade de adaptação acaba por acarretar alterações ao nível da aceitação de conceitos e métodos contabilísticos, podendo inclusivé reflectir-se numa menor adequação dos pilares sobre os quais assenta a Contabilidade, os princípios contabilísticos geralmente aceites, tendo como consequências a necessidade de adaptação ou reinterpretação de tais princípios.

No entanto, e precisamente pelo grau de importância fundamental, básica, que tais princípios têm para a Contabilidade, torna-se muito complicado estar a colocá-los permanentemente em causa, sob pena de a instabilidade por essa via provocada poder retirar muita da capacidade informativa e de análise que caracteriza aquela disciplina.

Assim, tem-se verificado uma tendência para uma evolução muito gradual, que deixa os citados princípios quase inalterados, mas que os vai interpretando de maneira ligeiramente diferente, por forma a incorporar as alterações que se vão sentindo na realidade, e afectando por essa via as formas práticas e concretas de tratamento contabilístico utilizadas.

Também no que se refere, de forma específica, aos instrumentos financeiros, o bom senso aconselha que se proceda da forma acima mencionada. Abordagens demasiado abrangentes implicam frequentemente uma grande dificuldade de estabelecer

raciocínios e argumentos que permitam análises suficientemente simples e compreensíveis.

2. O quadro de referência do presente trabalho

O presente trabalho pretende precisamente dar um contributo para o tratamento contabilístico dos instrumentos financeiros, centrando a análise num tipo muito particular desses instrumentos: os produtos derivados transaccionados ou registados em mercados organizados.

Porquê derivados transaccionados ou registados em mercados organizados e não quaisquer produtos derivados, independentemente de onde se transaccionem? Porque, para além de, dentro em breve, irmos assistir à criação do mercado organizado de produtos derivados português, a transacção/registo em tais mercados acarreta algumas consequências que permitem pensar num corpo de análise e tratamento único.

Com efeito, os mercados organizados caracterizam-se normalmente por uma liquidez e profundidade acrescidas relativamente aos mercados OTC, bem como por mecanismos transparentes de formação de preços. Para além desse facto, tais mercados, graças aos mecanismos de segurança criados e geridos pelas respectivas entidades gestoras ou pelas Câmaras de Compensação a elas associadas, permitem aos respectivos intervenientes incorrer num risco de crédito consideravelmente inferior ao verificado em operações similares realizadas em mercados OTC.

É este quadro de referência básico que permite que se pense em formas de tratamento contabilístico idênticas para os produtos derivados transaccionados ou registados em mercados organizados, e nomeadamente para os futuros, opções e “swaps”, referidos no presente trabalho.

3. A valorimetria dos produtos derivados

As variações de valor que tais instrumentos sofrem regularmente, por força das variações de cotação verificadas no mercado, levam a que tais valores se afastem, por vezes de forma significativa, do custo histórico de aquisição dos instrumentos (quando exista). Assim sendo, e desde que seja possível obter resultados mais fiáveis, por força da aplicação de algum critério alternativo, será de considerar a sua substituição por tal critério.

No caso presente, as cotações de mercado (ou os preços de referência determinados pelas entidades gestoras dos mercados) são, pela transparência que caracteriza o seu processo de formação, perfeitamente adequadas à avaliação das posições detidas nos produtos citados. Para além disso, uma outra questão relevante, a da possibilidade de transaccionar os citados instrumentos aos preços em vigor num determinado momento, dessa forma tornando efectivos resultados meramente potenciais, é resolvida precisamente pela assunção de que a liquidez destes mercados garante tal possibilidade (se não aos preços exactos, pelo menos a preços muito aproximados dos verificados no mercado).

É assim de aconselhar que, em substituição do critério do custo histórico, se utilize o critério do valor de mercado para avaliar as posições detidas nos supra-citados instrumentos, dado que este último propicia uma informação mais correcta e verdadeira acerca da situação económico-financeira dos agentes detentores das referidas posições, tanto mais que a liquidez do mercado torna de alguma forma irrelevante a distinção entre ganhos realizados e potenciais.

O critério do valor de mercado não é, aliás, mais que um caso particular do método de avaliação designado pelos anglo-saxónicos como do “valor justo” (“fair value”), o qual procura determinar o valor mais adequado a atribuir a cada elemento patrimonial, tendo em conta o respectivo custo de substituição, sob premissa de inexistência de necessidade de liquidação imediata de tais elementos. Quando utilizamos o critério do valor de mercado, mais não fazemos que aplicar o método do “fair value”, utilizando

como factores de avaliação os decorrentes do conjunto de expectativas formado pelos vários agentes do mercado.

4. O caso particular das operações de cobertura de risco

Sendo, pois, o mais adequado, o método do valor de mercado não é o único sugerido no presente trabalho, para efeitos de avaliação das posições em produtos derivados. Com efeito, ainda que tratando-se de instrumentos transaccionados em mercados organizados, configuram-se situações em que o critério do valor de mercado pode ser substituído por outros.

Tal tratamento diferenciado ocorre nas situações em que as operações com produtos derivados são realizadas com o intuito de cobrir riscos de variação adversa de preços de posições previamente detidas ou que se prevê, com elevado grau de probabilidade, vir a deter em consequência de transacções futuras.

Em tais casos, e por aplicação do princípio do predomínio da substância sobre a forma, considera-se que, embora as posições em derivados pudessem ter, se individualmente consideradas, um determinado tipo de tratamento contabilístico, tais posições só foram criadas pela necessidade gerada pelas posições cobertas, pelo que aquelas devem ser consideradas como parte integrante de um conjunto originariamente constituído por estas, devendo ser avaliadas da mesma forma.

Assim, nos casos em que uma posição em derivados cubra o risco de variação de preços de uma outra posição, existente ou a constituir no futuro, o tratamento contabilístico dos derivados deve ser idêntico ao preconizado para a posição coberta.

A dificuldade, no que a este ponto se refere, tem a ver precisamente com a identificação das situações passíveis de ser classificadas como de cobertura de risco. A esse respeito, existe um consenso, a nível internacional, sobre os critérios que permitem efectuar tal classificação.

Tais critérios têm a ver com a existência efectiva de riscos de variação adversa de preços na posição que se pretende cobrir de tal risco, com a intenção manifesta de cobertura por parte do agente detentor da posição referida e com a eficácia do instrumento de cobertura para eliminar ou reduzir o supra-citado risco.

A estes critérios, aplicáveis às situações em que a posição que se pretende cobrir já existe, deverão juntar-se outros dois, necessários para verificar da adequação de uma operação de cobertura a uma situação que venha a decorrer de uma transacção futura prevista. Nesse caso, deverá verificar-se uma probabilidade razoável de que a transacção futura se venha a realizar, bem como deverão ser identificadas as características mais importantes e condições previsíveis da transacção futura.

Conforme se verifica do que acabámos de referir, as condições para o reconhecimento de uma operação como sendo de cobertura de risco não são facilmente quantificáveis, sendo muito mais o resultado de uma análise baseada no bom senso. A excepção tem a ver com a condição que impõe a eficácia do instrumento de cobertura para eliminar o risco, em que se exige, mais especificamente, que exista um grau de correlação estatística entre as variações de preços da posição coberta e do respectivo instrumento de cobertura que torne previsível uma efectiva diminuição do risco de variação adversa de preços.

No entanto, também no que a este requisito se refere se torna difícil levar a quantificação a um ponto demasiado concreto. Com efeito, não é fácil definir qual o exacto grau de correlação a partir do qual se pode considerar uma operação como sendo de cobertura de risco, tanto mais que as realidades observadas são muito diversas, dependendo da posição que se pretende cobrir e do manancial de instrumentos derivados disponíveis para tal função.

Dessa forma, verifica-se a necessidade de aplicação destes requisitos segundo critérios de razoabilidade, que podem inclusivamente levar a apreciações casuísticas por parte

dos interessados na produção e interpretação da informação contabilística. Embora tal tipo de tratamento seja, tanto quanto possível, de evitar, a complexificação crescente dos instrumentos financeiros ao dispor dos agentes parece não deixar muita margem de manobra a outro género de actuação. Assim, e independentemente da continuação dos esforços no sentido de se obter uma unificação e objectivação de procedimentos e formas de análise, parece claro que cada vez é mais importante uma melhor preparação técnica dos agentes envolvidos neste tipo de actividade.

Este tipo de raciocínio é ainda mais evidente quando se coloca a hipótese de consideração de operações de macro-cobertura como elegíveis para o tratamento diferenciado preconizado para as operações de cobertura de risco. Com efeito, numa situação de macro-cobertura, o agente que se procura proteger do risco de variação adversa de preços fá-lo relativamente a uma posição constituída por diversos activos e/ou responsabilidades. Ora, em tal caso, torna-se ainda mais difícil efectuar o estabelecimento de vínculos entre a posição coberta e a de cobertura, tanto mais que aquela estará sujeita a muito mais variações, no que à sua composição se refere, do que uma mera posição constituída por um único activo ou responsabilidade (ou por conjuntos extremamente homogéneos dos mesmos).

No entanto, e apesar de tal dificuldade, o princípio da substância sobre a forma continua a prevalecer, pelo que se devem aceitar tais operações para efeitos de tratamento segundo os princípios da cobertura de risco. Daqui resulta, uma vez mais, a necessidade acrescida de preparação técnica aprofundada por parte de quem utiliza e interpreta tais operações.

5. O tratamento dos prémios das opções

Ainda no âmbito do reconhecimento do valor dos derivados em rubricas de resultados, uma questão particular relativa às opções é a que se refere ao momento temporal do reconhecimento dos respectivos prémios.

O prémio representa um direito para o seu comprador, pelo que deverá ser contabilizado no respectivo activo. No entanto, dado que o direito atribuído é válido apenas durante um determinado período, podendo, no caso das opções americanas, ser exercido em qualquer momento desse período, há quem proponha a imputação do valor do prémio a resultados de forma gradual, ao longo da vida da opção.

Tal solução acarreta consigo problemas de ordem conceptual e prática, pelo que foi sugerida a imputação do prémio apenas com a extinção da opção.

Também por razões de ordem prática, optou-se por não considerar sequer de forma autónoma o valor temporal das opções, para o qual não existiriam as mesmas objecções levantadas para o valor intrínseco, no que se refere à imputação a resultados ao longo da vida da opção.

Ressalve-se, no entanto, que a consideração do valor do prémio pago ou recebido apenas com a extinção da opção não afecta minimamente o reconhecimento de resultados em consequência de variações de cotação do prémio após o momento da realização da operação sobre opções, o qual se processará segundo os princípios gerais que foram sugeridos para as operações de especulação e de cobertura de risco.

6. Valorimetria e relevação contabilísticas dos contratos de “swap”

Os princípios acima mencionados são também válidos para contratos não transaccionados, mas registados em mercados organizados, desde que a entidade gestora do mercado promova a existência de preços de referência que substituam, ainda que de forma aproximada, os preços de mercado, e desde que haja liquidez suficiente no mercado para que não se coloque com acuidade o problema da impossibilidade de fecho de posições por parte de qualquer agente.

Tal é o caso, nomeadamente, de alguns projectos de registo de “swaps” já existentes, para os quais se poderá aceitar a contabilização segundo o respectivo “valor justo”, o que poderá implicar, no caso analisado, a atribuição de valor aos “swaps” através da aplicação do método do valor actual líquido dos “cash flows” futuros a gerar pelos citados instrumentos.

Os “swaps” referidos caracterizam-se ainda pelo facto de darem origem, em teoria, a dois fluxos financeiros de sentido inverso, sendo que, na prática, tais fluxos são perfeitamente compensados, verificando-se a existência de um único fluxo, pelo respectivo valor líquido. Assim sendo, deve ser considerada a respectiva contabilização também pelo valor líquido dos fluxos.

7. A compensação (“netting”) de posições

Aliás, tal princípio aplica-se, igualmente, a quaisquer dois ou mais contratos que dêem origem a movimentos de sentido inverso, desde que tais contratos sejam perfeitamente compensáveis, como resultado de normas regulamentares do mercado ou de convenção-quadro subscrita pelas partes e de aceitação consensual pela generalidade dos participantes no mercado.

8. Apresentação do valor do envolvimento dos agentes no mercado

O que acaba de se referir tem ligação, conforme é fácil depreender, com a questão da apresentação contabilística dos contratos realizados pelos agentes. Com efeito, se é certo que as ideias acabadas de explicar se relacionam com os fluxos financeiros e os resultados gerados pelas operações sobre derivados, não é menos verdade que ainda falta referir uma forma de apresentação do valor do envolvimento dos agentes no mercado que seja comparável de contrato para contrato e de fácil aplicação.

A solução encontrada para tal problema passa pela divulgação, em contas extrapatrimoniais ou em notas anexas às demonstrações financeiras, do valor nominal ou nocional dos contratos em que o agente se encontra envolvido, bem como dos tipos de contratos e motivações que levaram o agente a realizar as operações.

9. Divulgação de riscos incorridos

Para além de toda a informação acabada de mencionar, há quem proponha a divulgação de informação adicional, na sequência de uma cada vez maior preocupação com as questões relativas aos riscos incorridos pelos agentes, e em particular aos riscos de crédito e de mercado.

Quanto ao risco de crédito, a atenção centra-se sobre os montantes máximos de perda potencial a que os agentes estão sujeitos, pelo facto de as suas contrapartes em operações de derivados estarem devedoras de fluxos financeiros, bem como sobre as concentrações mais significativas de risco (por zona geográfica, sector de actividade ou outro critério que se considere relevante) e as políticas de gestão de tais riscos (destacando-se, de entre estas, a política de obtenção de garantias).

Como é evidente, a informação acabada de referir é particularmente importante no caso de transacções realizadas em mercados OTC, não sendo de tanta relevância nas efectuadas em mercados organizados, objecto do presente trabalho, por força da

aplicação dos mecanismos de segurança criados e geridos pelas Câmaras de Compensação.

No que se refere ao risco de mercado, o consenso tem-se praticamente limitado à aceitação da divulgação de informação “ex post” (a qual pode, inclusivamente, não dar informação minimamente adequada sobre o risco de mercado em que os agentes incorrem) sobre perdas e ganhos verificados em derivados (com discriminação segundo a motivação das operações - especulação e cobertura de risco).

No entanto, a sucessão recente de casos de grande impacto mediático em que empresas prestigiadas sofreram perdas vultosas nos mercados de derivados tem vindo a provocar uma atenção crescente para as questões relacionadas com o citado tipo de risco, tendo vindo a desenvolver-se algumas metodologias para a sua análise estatística.

Essas metodologias, de que o exemplo mais conhecido é a “RiskMetrics”TM, da JP Morgan, terão, previsivelmente, uma cada vez maior aceitação futura, embora a divulgação de informação resultante da sua aplicação possa colocar problemas delicados, no que se refere às políticas concorrenciais dos vários intervenientes nestes mercados (mas que se esperam menores que os decorrentes de uma descrição detalhada das posições que os agentes detêm num determinado momento).

Todas as considerações que acabámos de efectuar são tão ou mais relevantes para os derivados transaccionados em mercados OTC que para os negociados em mercados organizados. Não é, pois, de estranhar que os trabalhos desenvolvidos mais recentemente na área da contabilização de produtos derivados se tenham preocupado bastante com tais produtos.

Não é o caso da presente dissertação, quer porque o mercado de derivados nacional está ainda numa fase relativamente incipiente e a nossa preocupação se centra na

abertura próxima do mercado organizado de derivados na Bolsa de Derivados do Porto, quer porque o estudo dos derivados transaccionados em mercados OTC implica uma análise mais aprofundada, que dificilmente caberia no âmbito de um trabalho não demasiadamente extenso, como é o caso do presente.

Com efeito, as características de menor transparência dos mecanismos de formação de preços, de menor liquidez do mercado e de maior risco de crédito associadas às operações realizadas fora de bolsa, não beneficiando dos pressupostos simplificadores admitidos para as transacções efectuadas em mercados organizados, devem ser objecto de um estudo mais amplo, o qual poderá, inclusivamente, abordar, de forma mais genérica, as implicações da inovação financeira verificada nos últimos anos sobre os princípios contabilísticos geralmente aceites, podendo colocar-se em causa, nomeadamente, a actual forma de contabilização dos activos financeiros transaccionados a contado, no sentido de se pensar numa contabilização genérica de todos os instrumentos financeiros segundo o respectivo valor de mercado, à semelhança, aliás, do que já se começa a fazer nos EUA.

BIBLIOGRAFIA

1) REFERIDA NO TEXTO

- Adell, Ramón e Ketterer, Juan Antonio - “Gestión de tesorería con futuros financieros”, Eada Gestión, Barcelona, 2ª edição, Maio de 1993.
- Antl, Boris, ed. - “Management of interest rate risk”, Euromoney Publications, Londres, 1988.
- Bolsa de Valores do Porto - “Contabilidade e fiscalidade de futuros e opções (“draft””, Porto, Julho de 1994.
- Bolsa de Valores do Porto - “Contratos de futuros: avaliação e estratégias de intervenção”, Porto, 1995.
- Bolsa de Valores do Porto - “Funcionamento dos mercados de futuros e opções”, Porto, 1995.
- Bolsa de Valores do Porto/Instituto Mercado de Capitais - “Mercados, contratos e gestão com futuros e opções - Módulo 1 - Enquadramento e função dos mercados de derivados”, Porto, s/d.
- Borges, António, Azevedo Rodrigues e Rogério Rodrigues - “Elementos de Contabilidade Geral”, Ed. Rei dos Livros, Lisboa, 12ª edição, Outubro 1992.
- Borges, António e Martins Ferrão - “A Contabilidade e a prestação de contas”, Ed. Rei dos Livros, Lisboa, 4ª edição, 1994.
- Borrell, Máximo e Alfonso Roa - “Los mercados de futuros financieros”, Ariel, Barcelona, 1990.
- Bossin, Jean-Michel e Denis Lefranc - “La compensation des opérations de marchés à terme”, Revue BANQUE n° 545, février 1994.

- Brealey, Richard A e Stewart C. Myers - “Principles of corporate finance”, McGraw-Hill International Editions, 1988.
- Brigham, Eugene F. e Louis C. Gapenski - “Financial management - Theory and practice”, The Dryden Press, 1991.
- “British Bankers’ Association” (BBA) e “Irish Bankers’ Federation” (IBF) - “Statement of Recommended Accounting Practice “ (SORP) sobre “Off-balance-sheet instruments and other commitments and contingent liabilities”, November 1991.
- Bur, Christian - “Règles comptables et fiscales applicables a chaque catégorie d’instruments financiers”, in “Les cahiers MTF/Haute Finance”, nº 5, Junho de 1994.
- Castillo, Reyes Gualda e Javier Aguilá Llovera - “Evaluación del riesgo de mercado en swaps de tipos de interés”, in “MEFF Newsletter”, nº 24, Dezembro de 1994.
- Costa, Carlos Baptista da - “Auditoria financeira - teoria e prática”, Ed. Rei dos Livros, Lisboa, 4ª edição, 1993.
- Dubofsky, David A. - “Options and financial futures - Valuation and uses”, McGraw-Hill International Editions, 1992.
- Duque, João - “Quando vale a pena conhecer a teoria financeira” - Diário Económico, 18 de Maio de 1994.
- El Pais, 9 de Dezembro de 1994 - “Los bancos centrales creen que los derivados favorecen la eficacia de los mercados”.
- Euromoney, August 1994 - “Fill that gap”.
- Expresso, 28 de Maio de 1994 - “O terror dos bancos centrais”.
- FASB - FAS nº 80 - “Accounting for futures contracts”, Agosto de 1984.
- FASB - FAS nº 105 - “Disclosure of information about financial instruments with off-balance-sheet risk and financial instruments with concentrations of credit risk”, Março de 1990.
- FASB - FAS nº 107 - “Disclosures about fair value of financial instruments”, Dezembro de 1991.

- FASB - FASB Interpretation No. 39 - “Offsetting of amounts related to certain contracts”, Março de 1992.
- FASB - FAS nº 119 - “Disclosure about derivative financial instruments and fair value of financial instruments”, Outubro de 1994.
- Financial Regulation Report, March 1994 - “The validity of close-out netting under Japanese law”.
- Financial Regulation Report, May 1994 - “GAO report on derivatives released”.
- Financial Regulation Report, June 1994 - “GAO report on financial derivatives - Legislative proposals opposed”.
- Financial Regulation Report, July/August 1994 - “BIS capital rules to be amended to reflect growth of derivatives”.
- Financial Times, 6 de Dezembro de 1994 - “Bankers Trust agrees to derivatives checks”.
- Financial Times, 12 de Abril de 1994 - “Bankers propose derivatives guidelines”.
- Financial Times, 26 de Maio de 1994 - “Greenspan opposes controls on derivatives”.
- Financial Times, 9 de Setembro de 1994 - “Banks offer new guidelines on derivative disclosure”.
- Financial Times, 6 de Dezembro de 1994 - “Derivative users ‘lack adequate controls of risk’”.
- Financial Times, 9 de Dezembro de 1994 - “Bank report supports derivatives”.
- Financial Times, 17 de Janeiro de 1995 - “Think-tank finds improvement in use of derivatives”.
- Financial Times, 27 de Fevereiro de 1995 - “Last-ditch rescue plan sought for Barings”.
- Financial Times, 1 de Março de 1995 - “Dealers puzzled over unusual futures strategy”.

- Financial Times, 24 de Março de 1995 - “Blunders that bust the bank” e “What Barings thought its Singapore office was doing”.
- Financial Times, 13 de Junho de 1995 - “OTC derivatives surge despite adverse publicity”.
- Futures & Options plus, 24 January 1994 - “MG futures losses overstated”.
- Futures & Options plus, 21 February 1994 - “ISDA applauds wider Fed netting provisions”.
- Futures & Options plus, 25 April 1994 - “P&G losses accentuate derivative jitters”.
- Futures & Options plus, 25 April 1994. - “Tax and regulation”.
- Futures & Options plus, 23 May 1994 - “Corporate losses turn spotlight on suitability”.
- Futures & Options plus, 23 May 1994 - “EC proposes to recognise bilateral netting”.
- Futures & Options plus, 23 May 1994 - “GAO report meets wall of opposition”.
- Futures & Options plus, 19 September 1994 - “Bankers Trust hit by derivatives lawsuit”.
- Futures & Options plus, 19 September 1994 - “IIF unveils credit risk disclosure framework”.
- Futures & Options plus, 17 October 1994 - “FASB pushes new disclosure rules”.
- Futures & Options plus, 5 December 1994 - “FASB pushes new accounting rules for derivatives”.
- Futures & Options World, January 1995 - “The day of judgment”.
- Futures & Options World, January 1995 - “FASB moves”.
- Futures Industry, May/June 1994 - “Washington Update”.
- García, José Luis Cea - “Análisis contable de los contratos de futuros”, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid, 1987.

- García, José Luis Cea - “Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y analisis contable” - Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid, 1990.
- Gemmill, Gordon - “Options pricing - An international perspective”, McGraw-Hill Book Company, 1993.
- Grupo dos 30, Global Derivatives Study Group - “Derivatives: Practices and principles - Working paper of the Accounting and Reporting Subcommittee”, 1993.
- Heffernan, Shelagh - “Modern banking in theory and practice”, John Wiley and Sons; 1996.
- IASC - “Annual Review 1993”.
- IASC - “Exposure Draft nº 48 - Financial Instruments”, 1994.
- IASC Insight, March 1994 - “Financial Instruments”, “New Standards - Financial Instruments” e “Financial Instruments - New IASC and Canadian Exposure Draft”.
- IASC - IAS 32 - “Financial instruments: disclosure and presentation”, Junho de 1995.
- ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas), 14 de enero de 1994 - “Proyecto de normas sobre el tratamiento contable de las operaciones de futuros (Borrador provisional)”.
- iCB Settlements Report, January 1994. - “Derivatives: sizing up the issue”.
- International Financial Law Review, September 1994 - “Risk management of derivatives”.
- Julve, Vicente Montesinos - “Organismos internacionales de contabilidad: funciones y objetivos”, Instituto de Planificación Contable, Madrid, 1983.
- Llovera, Javier Aguilá, Reyes Gualda Castillo e Carles Torrent i Rafart - “Proyecto de registro de swaps en MEFF Renta Fija: Una solución a la problemática del mercado”, in “MEFF Newsletter”, nº 12, Dezembro de 1993.
- MEFF Renta Fija - “Contabilidad y fiscalidad de futuros y opciones en fondos de inversión”, s/d.

- OCDE - “Nouveaux instruments financiers - Publication d’informations et comptabilisation”, Paris, 1988.
- Pereda, Jorge Tua - “Principios y normas de contabilidad” - Instituto de Planificación Contable, Madrid, 1983.
- Pinto, José Alberto Pinheiro - “Convenções contabilísticas”, in “Cadernos de apoio à disciplina de Contabilidade Geral - Texto nº 02 - 1993/94”, Faculdade de Economia do Porto.
- Plano de Contas para o Sistema Bancário, Banco de Portugal, 1988.
- Plano Oficial de Contabilidade, Porto Editora, 22ª edição, 1993.
- Richard, Philippe - “La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit”, La Revue Banque Editeur, Paris, 2ª edição, 1991.
- Rivett, Phil e Peter Speak, eds. - “The financial jungle - A guide to financial instruments”, Coopers & Lybrand, Londres, 2ª edição, 1991.
- SOFFEX - Manuel SOFFEX, Zurique, 1994.
- The Economist Intelligence Unit - “Strategic derivatives - Successful corporate practices for today’s global marketplace”, 1995.
- The Wall Street Journal, 5 de Janeiro de 1995 - “Liffe turnover surged during 1994 amid controversy over derivatives”.
- The Wall Street Journal Europe, 30 de Agosto de 1994 - “FASB seeks disclosure on firms’ derivatives”.
- The Wall Street Journal, 25 de Novembro de 1994 - “Bankers Trust, Gibson end tiff on derivatives”.
- The Wall Street Journal, 6 de Dezembro de 1994 - “Bankers Trust is disciplined on derivatives”.
- The Wall Street Journal, 6 de Dezembro de 1994 - “Derivatives dealers show progress in managing risks, a survey shows”.

- The Wall Street Journal, 18 de Março de 1995 - “Derivatives world ponders lessons of Barings collapse”.
- Valderrama, José Luis Sánchez Fernández de, José Luis Wanden-Berghe Lozano e José Francisco González Carbonell - “Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps”, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid, 1993.

2) NÃO REFERIDA NO TEXTO

- Apostolou, Nick - “Keys to investing in options and futures”, Barron’s Business Keys, 1991.
- Arditti, Fred D. - “Derivatives - A comprehensive resource for options , futures, interest rate swaps, and mortgage securities”, Harvard Business School Press, 1996.
- Artus, Patrick e Catherine Lubochinsky - “Théorie financière des taux d’intérêt et gestion du risque de taux”, Presses Universitaires de France, Paris, 1990.
- Banks, Erik - “Volatility and credit risk in the capital markets - assessing and managing financial instrument risk and off-balance-sheet operations”, Probus Publishing Company, 1993.
- Bito, Christian e Patrice Fontaine - “Les Marchés financiers internationaux”, Presses Universitaires de France, Paris, 1989.
- Bolsa de Valores do Porto - “Introdução aos mercados de futuros e opções”, Porto, 2^a ed., 1994.
- Bolsa de Valores do Porto - “Futuros sobre o índice PSI-20”, Porto, 1995.
- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - “Mercado de opções - estratégias e avaliação de prémios”, Correio da Serra Livraria, Editora, Ltda., Brasil, 1984.
- Boulat, Pierre-Antoine e Pierre-Yves Chabert - “Les Swaps. Technique contractuelle et régime juridique”, Masson, S.A., Paris, 1991.

- Brealey, Richard A. e Stewart C. Myers - “Principles of corporate finance”, McGraw-Hill International Editions, Singapura, 3ª ed., 1988.
- Brigham, Eugene F. e Louis C. Gapenski - “Financial management - Theory and practice”, The Dryden Press, 6ª ed., 1991.
- Bruslerie, Hubert de la - “Gestion obligataire internationale - marchés et actifs financiers”, Economica, Paris, 1990.
- Castro, James Rodriguez de - “El riesgo flexible. Teoria y práctica de los instrumentos derivados”, Arthur Andersen & Co., S. C., Madrid, 1993.
- Comas, Jordi - “Les opcions i futurs financers - què són i com usar-los per millorar les seves inversions”, Tibidabo Edicions, Barcelona, 1992.
- Cox, John C. e Mark Rubinstein - “Options markets”, Prentice-Hall, New Jersey, 1985.
- Cruz, Carlos Moreira da - “Obrigações- Mercado, avaliação e risco de taxa de juro”, Bolsa de Valores do Porto, Porto, 1995.
- Edmister, Robert O. - “Financial institutions - Markets & management”, McGraw-Hill International Editions, Singapura, 2ª ed., 1986.
- Edwards, Franklin R. e Cindy W. Ma - “Futures & options”, McGraw-Hill International Editions, Singapura, 1992.
- Fabozzi, Frank J. - “The handbook of fixed-income options: pricing, strategies & applications”, Probus Publishing Company, Chicago, 1989.
- Figlewski, Stephen, William L. Silber e Marti G. Subrahmanyam (eds.)- “Financial options from theory to practice”, Business One Irwin, Illinois, 1990.
- Fitzgerald, M. Desmond - “Financial futures”, Euromoney Publications Plc, Londres, 2ª edição, 1993.
- Fitzgerald, M. Desmond - “Financial options”, Euromoney Publications Plc, Londres, 1987.
- Fuller, Russel J. e James L. Farrell, Jr. - “Modern investments and security analysis”, McGraw-Hill International Editions, Singapura, 1987.

- Financial Times, 29 de Agosto de 1994 - “What value greater disclosure?”.
- Financial Times, 1 de Setembro de 1994 - “Derivatives loss fuels call for legislation”.
- Financial Times, 1 de Setembro de 1994 - “Flexible options play blamed for Dow rally”.
- Financial Times, 11 de Outubro de 1994 - “JP Morgan offers free use of its toolbox”.
- Financial Times, 29 de Novembro de 1994 - “Finance Ministry orders derivative transparency”.
- Financial Times, 6 de Dezembro de 1994 - “Bankers Trust agrees to derivatives checks”.
- Financial Times, 16 de Janeiro de 1995 - “Derivatives control ‘missing’”.
- Financial Times, 23 de Janeiro de 1995 - “Draft code of practice for OTC markets”.
- Francis, Jack Clark - “Investments - Analysis and management”, McGraw-Hill International Editions, Singapura, 4ª ed., 1986.
- Futures & Options plus, 23 May 1994 - “Derivatives survey recommends more controls”.
- Gibson, Rajna - “Option valuation: analyzing and pricing standardized option contracts”, Georg Éditeur, Genève, 1988.
- Herrera, Juan José Durán e Prosper Lamothe Fernandez - “Gestión financiera internacional de la empresa”, Instituto de Planificación Contable, Madrid, 1985.
- Hull, John - “Options, futures, and other derivative securities”, Prentice-Hall Inc., EUA, 2ª edição, 1993.
- iCB Settlements Report, June 1994 - “The great derivatives debate continues...”.
- International Capital Markets Group - “Harmonization of international accounting standards”, Londres, 1992.
- Institutional Investor, September 1994 - “The detoxing of derivatives”.
- Jorion, Philippe e Marcos da Silva - The importance of derivative securities markets to modern finance”, Catalyst Institute, EUA, 1995.

- Lefebvre, Francis - “Nouveaux instruments financiers”, Édition Francis Lefebvre, Paris, 1990.
- LIFFE (The London International Financial Futures Exchange) - “Futures & Options: Accounting & Administration”, Londres, 1991.
- London Clearing House Limited, The - “London SPAN technical information package”, Londres, 1991.
- López, Domingo Sarsa - “Manual de derivados financieros para las PYMES - Cómo cubrir el riesgo de tipos de interés y cambio”, Vicens Vives, Barcelona, 1994.
- Ludwig, Mary S. - “Understanding interest rate swaps”, MacGraw-Hill Inc., EUA, 1993.
- McGaw, Ian W. T. - “The World’s Clearing Houses”, Futures & Options World, Londres, 2ª edição, 1995.
- Miller, Merton H. - “Financial innovations and market volatility”, Catalyst Institute, EUA, 1994.
- Mota, António S. Gomes e Jorge H. Correia Tomé - “Mercado de títulos - uma abordagem integrada”, Texto Editora, 1991.
- Peixoto, João Paulo - “Futuros e opções”, MacGraw-Hill Portugal, Lda., Lisboa, 1995.
- Petzel, Todd - “Zero capital charge trading”, in International Derivative Review, Sungard, March 1995.
- Pike, Richard e Bill Neale - “Corporate finance & investment - Decisions and strategies”, Prentice Hall Europe, 2ª edição, 1996.
- Ruiz, Emilio Diaz - “Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAS) y futuros financieros sobre intereses”, Editorial Civitas, Madrid, 1993.
- Semanário Económico, 9 de Setembro de 1994 - “É preciso harmonizar as regras sobre os produtos financeiros derivados”.
- Silva, José Manuel Braz da - “Os novos instrumentos financeiros”, Texto Editora, 1991.

- Teixeira, Marco Aurélio - “Mercados Futuros. Fundamentos e características operacionais”, Bolsa de Mercadorias & Futuros, Brasil, 1992.
- The Banker, November 1994 - “Emperor’s clothes - Improved risk disclosure should not be rushed, says Craig Kersey”.
- The Banker, November 1994 - “ Race with risk - Banks must move fast to develop flexible systems to meet credit risk requirements, says Sharona Talmor”.
- The Wall Street Journal, 1 de Setembro de 1994 - “Kidder Peabody takes pretax loss of \$7 million on fund derivatives”.
- United States Securities and Exchange Commission - “1993 Annual Report”.
- Van Horne, James C. e John M. Wachowicz, Jr. - “Fundamentals of financial management”, Prentice-Hall, Inc., 8ª ed., 1992.
- Walmsley, Julian - “International money and foreign exchange markets - An introduction”, John Wiley and Sons, 1996.