

Uma abordagem estratégica para a gestão de risco.

Uma estratégia focada no risco vs. políticas de *hedging* de porcentagem.

Recentemente, uma empresa de capital aberto reportou um declínio percentual de dois dígitos nos lucros devido, principalmente, aos prejuízos cambiais em operações. Este é um fenômeno recorrente com muitas multinacionais grandes e sofisticadas. Estas empresas possuem políticas bem estabelecidas e aprovadas em conselho destinadas a conter precisamente estas oscilações na volatilidade dos lucros. Em geral, estas empresas utilizam uma abordagem padrão de mercado, aplicada há décadas, para *hedging* do risco operacional de câmbio. Por que então as empresas de capital aberto ainda fazem este tipo de declaração?

O motivo é que, muitas vezes, as flutuações da moeda afetam o fluxo de caixa e os lucros de uma empresa de forma diferente. "Earnings at Risk" (EaR) é um cálculo do possível desvio nos lucros devido a movimentações na taxa de câmbio em um nível de confiança especificado no horizonte planejado; enquanto o "Cash flow at Risk" (CFaR) é um cálculo do possível desvio nos fluxos de caixa esperados devido a movimentos na taxa de câmbio no mesmo período. Portanto, fazer *hedging* de certos fluxos de caixa pode impactar negativamente os resultados no nível de grupo.

Os tesoureiros têm metas de liquidez e estão preocupados em minimizar a volatilidade do fluxo de caixa, ao mesmo tempo em que gerenciam o risco de câmbio. Assim, as práticas de *hedging* de um tesoureiro para atingir suas metas pode estar em conflito direto com os objetivos do CFO de entregar resultados de lucros que correspondam a seu compromisso com os analistas.

Uma solução para este dilema que permite uma demonstração de resultados mais previsível requer uma compreensão deste *trade-off* para cada empresa específica, assim como para o grupo enquanto entidade. Isto exige a adoção de uma estratégia de otimização e a escolha da posição ao longo do espectro de "Earnings-at-Risk" (EaR) versus "Cash-Flow-at-Risk" (CFaR) que uma empresa precisa estar.

Por exemplo, um comitê de risco pode adotar uma abordagem com uma meta de EaR máxima que tenha um nível de confiança de 95% e deixar o CFaR um pouco mais alto do que outrora tolerado para acomodar a meta do grupo de menor volatilidade nos lucros como resultado dos movimentos na taxa de câmbio.

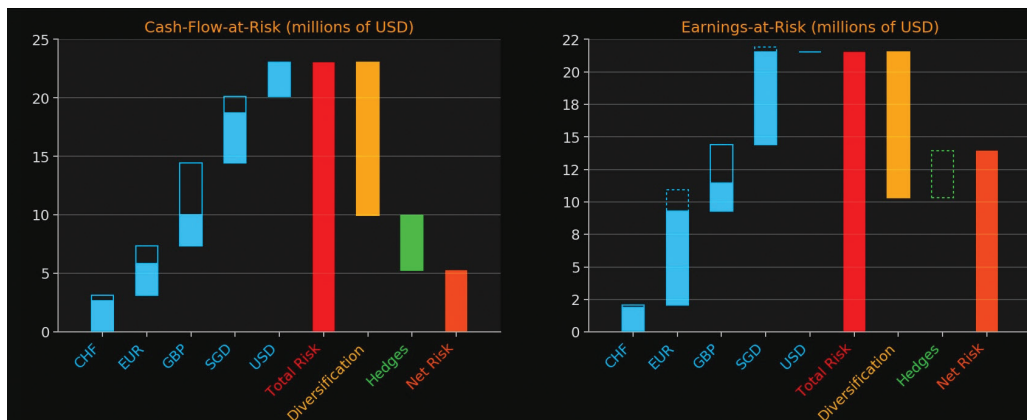
Uma abordagem estratégica para a gestão de risco.
Uma estratégia focada no risco versus políticas de *hedging* de porcentagem.

Deficiências da ortodoxia do *hedging* percentual atual

O padrão de mercado para *hedging* de câmbio se traduz como uma metodologia de porcentagem simples de exposição, normalmente aprovada em conselho e registrada, há anos, na política. No entanto, peça a qualquer conselho, CFO ou tesoureiro uma justificativa sobre por que este percentual de *hedge* é melhor do que outro; a resposta não será particularmente convincente.

Esta política de *hedging* percentual é frequentemente gerenciada por departamentos de tesouraria, os quais recebem previsões mensais de fluxo de caixa de suas unidades de negócios. Estes departamentos utilizam uma porcentagem fixa mínima e máxima de *hedging* para o ano fiscal em curso, com limites, geralmente inferiores, distribuídos nos anos seguintes. Isto reduz a volatilidade do fluxo de caixa e geralmente é considerada a melhor prática, aceita por auditores e conselhos.

O departamento de tesouraria então executa estes *hedges* de fluxo de caixa, normalmente compensando os fluxos de caixa sempre que possível. O processo de gestão do risco de câmbio é concluído, e as exposições brutas e líquidas são reportadas ao conselho. As discussões sobre o risco cambial debatem qual é a porcentagem de *hedge* mais adequada para uma determinada moeda ou entidade. Uma discussão mais apropriada deveria ser sobre quanto EaR o conselho está disposto a aceitar devido às flutuações na taxa de câmbio.



Uma abordagem focada na otimização do EaR/CFaR

Em vez de gerenciar uma porcentagem de *hedge*, um cliente da Bloomberg adotou uma abordagem mais cuidadosa, gerenciando lucros e liquidez com a ferramenta de otimização de "Cash flow at Risk" (CFaR) e "Earnings at Risk" (EaR). Os departamentos de tesouraria precisarão entender e identificar todos os fluxos de caixa que podem afetar o ganho ou perda cambial relatado na demonstração de resultados, além dos fluxos de caixa que afetam os lucros e os fluxos de caixa líquidos das unidades de negócios.

Uma meta de EaR acordada com o conselho mudará a forma como o risco de câmbio é gerenciado pelo departamento de tesouraria. Os departamentos de tesouraria precisarão identificar todos os fluxos de caixa que afetarão os lucros, e como mitigá-los para cumprir com a política do conselho. A quantidade de CFaR restante pode então ser reportada usando uma abordagem de modelo de risco que o conselho entenda.

Por que um tesoureiro consideraria esta abordagem?

Para uma empresa com bom *rating* de crédito e baixo risco de liquidez, nossa metodologia de otimização identificará, muitas vezes, ineficiências em sua estratégia de *hedging*. Isto significa que, para o mesmo nível de CFaR, é possível diminuir o EaR ao aproximar as práticas de *hedge* de um limite eficiente. Além das melhorias óbvias para o mesmo CFaR, há benefícios significativos para a empresa quando o CFO e os escritórios de tesouraria, consistentemente, geram resultados dentro de um número de EaR acordado, entendido e aprovado pelo conselho.

Tomemos, por exemplo, uma organização altamente alavancada. A abordagem típica de buscar um EaR mais baixo pode aumentar o CFaR no nível da unidade de negócios, impactando assim a liquidez financeira. Se a alavancagem de uma empresa for alta ou seu *rating* de crédito for baixo, reduzir o risco de liquidez dos movimentos da taxa de câmbio pode ser mais prudente do que visar

um número de EaR mais baixo.

Entender o *trade-off* entre o *hedging* de moeda de uma unidade de negócios, junto ao risco de liquidez, e os lucros do grupo é reconhecer que a discussão não é mais sobre porcentagens de *hedge* arbitrárias. A discussão é sobre quanto risco o conselho está disposto a assumir no nível de lucros do grupo e se eles podem aceitar o impacto necessário no fluxo de caixa no nível da unidade de negócios proveniente dos movimentos nas taxas de câmbio. Gerenciar o *trade-off* entre estes riscos é uma das principais funções da tesouraria, e agora pode ser apoiada pelo conselho.

Otimização de risco de câmbio: como funciona o modelo EaR/CFaR da Bloomberg?

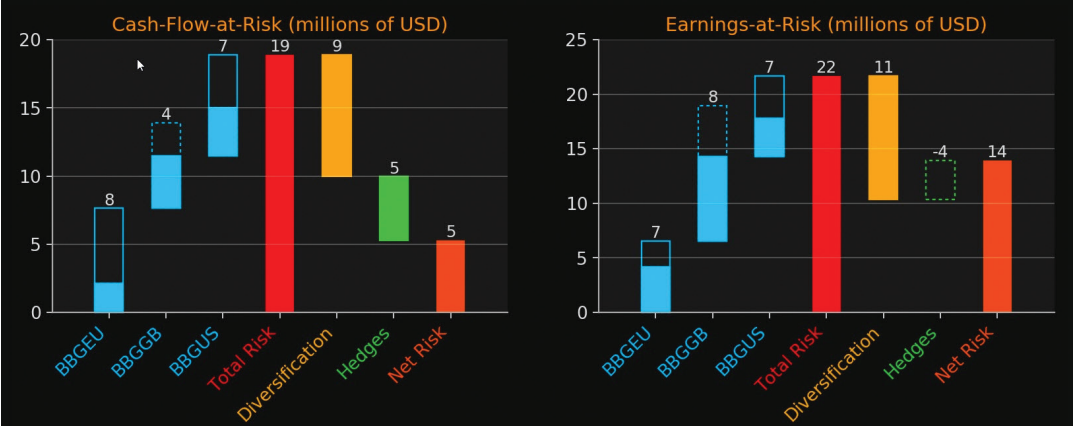
Começamos supondo que todos os fluxos de caixa afetarão os lucros do grupo, os lucros da unidade de negócios, ou ambos. O modelo visa o risco de câmbio, portanto, excluimos todos os fluxos de caixa que estão na moeda de demonstrações financeiras do grupo e qualquer unidade de negócios cuja a contabilidade utilize a mesma moeda. Para uma subsidiária dos EUA com uma *holding* dos EUA, que divulga dados em USD, todos os fluxos de caixa em USD podem ser excluídos da análise.

Incluimos todos os pagamentos transfronteiriços entre empresas sempre que não forem na moeda de demonstrações financeiras de pelo menos uma das entidades. Estes fluxos de caixa têm um impacto de CFaR na subsidiária individual, mas nenhum impacto no nível do grupo. Fazer *hedging* no nível da subsidiária pode aumentar o risco no nível do grupo, conforme explicado mais adiante.

O exemplo no Diagrama 1, abaixo, retrata uma série de fluxos de caixa entre subsidiárias, clientes e fornecedores em diferentes moedas para um grupo com o USD como a moeda das demonstrações financeiras. O CFaR é medido apenas no nível de unidade de negócios, enquanto o EaR é medido no nível de grupo da empresa.

Evento	CFaR de subsidiária RU	CFaR de subsidiária europeia	EaR de grupo	CFaR e EaR de subsidiária e grupo
Subsidiária do RU paga em EUR para a europeia em 6 meses	Sim	Não	Não	Não
Subsidiária do RU paga o fornecedor em EUR				Sim
Subsidiária europeia recebe USD em 9 meses		Sim	Não	Não
Subsidiária do RU recebe GBP em 3 meses	Não		Sim	Não
Subsidiária europeia faz <i>hedge</i> em USD a receber em EURUSD de 9 meses		<i>Close</i>	Sim (B)	Não
Subsidiária do RU faz <i>hedge</i> de pagamento em EUR em GBPUSD de 6 meses		<i>Close</i>	Sim (B)	Não

No nível de unidade de negócios, o *hedging* pode criar risco no nível de grupo. Por exemplo, fazer *hedging* do fluxo de caixa na primeira linha acima ao comprar *forwards* em EUR para pagar a subsidiária europeia em seis meses, reduz o risco de CFaR para a subsidiária do Reino Unido. Isto cria EaR no nível de grupo em ambos os fluxos de caixa do *hedge* de câmbio. Se o grupo já não estava exposto, o *hedge* é efetivamente um novo risco. Fazer *hedging* do pagamento do fornecedor europeu remove o CFaR da subsidiária e a exposição em EUR no nível de grupo, mas cria um EaR em GBP.



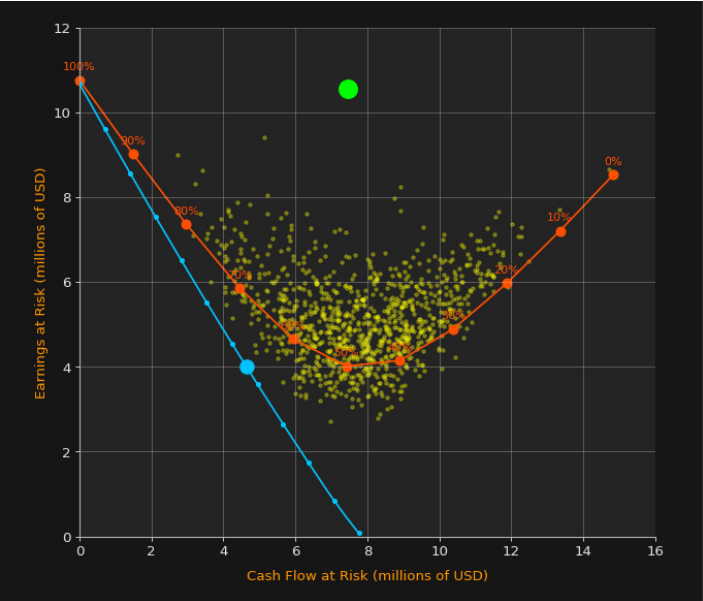
Uma abordagem estratégica para a gestão de risco.
Uma estratégia focada no risco versus políticas de *hedging* de porcentagem.

Por que isto acontece?

Se o valor do fluxo de caixa no nível de grupo for variável devido às taxas de câmbio, isto terá um impacto nos lucros no nível de grupo. Por ser a moeda de divulgações financeiras de uma unidade de negócios estrangeira, não é um risco no nível de grupo. Por exemplo, a receita líquida em GBP de uma subsidiária do Reino Unido (GBP) tem impacto nos lucros da empresa do grupo nos EUA (USD)? A resposta é sim. Uma queda na taxa de câmbio GBPUSD reduzirá os lucros do grupo.

Analisando o problema de forma holística, estamos gerenciando os movimentos do fluxo de caixa do negócio. Isto não inclui amortizações, acúmulos (*accruals*) ou outros itens exceto caixa, que fazem parte da demonstração de resultados do negócio, portanto, os movimentos de fluxo de caixa são uma posição de risco cambial "quasi-earnings". Estamos empregando uma solução para identificar fluxos de caixa que geram volatilidade nos lucros devido aos movimentos da taxa de câmbio.

Modelar e monitorar o EaR e o CFaR é algo que os departamentos de tesouraria devem considerar como seu principal processo de gestão de risco de câmbio ou como uma verificação e validação de uma abordagem de política de risco existente. A aplicação consistente desta metodologia pode prevenir que sua empresa vire notícia devido a uma queda percentual de dois dígitos nos lucros provenientes de movimentos imprevisíveis na taxa de câmbio.



Talvez tenhamos que renomear os eixos. O eixo y deve ser: "Earnings at Risk (milhões de USD)" e o eixo x deve ser: "Cashflow at Risk (milhões de USD)"

Escrito por:
Mark Lewis
diretor de produtos,
tesouraria corporativa
da Bloomberg

Dê o próximo passo.

Para mais informações,
pressione a tecla <HELP> duas vezes
no Bloomberg Terminal®.

Pequim
+86 10 6649 7500
Dubai
+971 4 364 1000
Frankfurt
+49 69 9204 1210

Hong Kong
+852 2977 6000
Londres
+44 20 7330 7500
Mumbai
+91 22 6120 3600

Nova York
+1 212 318 2000
São Francisco
+1 415 912 2960
São Paulo
+55 11 2395 9000

Cingapura
+65 6212 1000
Sydney
+61 2 9777 8600
Tóquio
+81 3 3201 8900