



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 39/2017-CVM/SEP/GEA-5

Assunto: Pedido de Reconsideração da Decisão da SEP/ Recurso

Petróleo Brasileiro S.A. - Processo CVM nº RJ-2013-7516

Senhor Gerente,

1. Trata-se de recurso interposto pela administração da Petróleo Brasileiro S.A. ("Companhia" ou "Petrobras"), conforme o expediente datado de 17/03/2017 (fls. 515/629), apresentado contra a decisão da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) constante do Ofício nº 30/2017-CVM/SEP/GEA-5 (fls. 479 a 490), que determinou o refazimento e reapresentação das DFs e Formulários DFP 31/12/2013, 31/12/2014 e 31/12/2015; e Formulários ITR 2013 (2º e 3º), 2014, 2015 e 2016.

I- DA TEMPESTIVIDADE

2. Inicialmente, registramos que o referido recurso foi apresentado de forma tempestiva, em obediência ao prazo estipulado no Item I da Deliberação CVM Nº 463, de 25 de julho de 2003.

II- DO PEDIDO DE EFEITO SUSPENSIVO

3. No âmbito de seu recurso, a administração da Companhia apresentou pedido de efeito suspensivo da divulgação do teor do Ofício nº 30/2017-CVM/SEP/GEA-5, bem como da decisão da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), que determinou o refazimento, a reapresentação e a republicação das demonstrações financeiras anuais completas datas-base 31/12/2013, 31/12/2014 e 31/12/2015, e refazimento e reapresentação dos respectivos Formulários DFP, bem como o refazimento e reapresentação dos Formulários ITR apresentados no curso dos exercícios sociais de 2013 (2º e 3º), 2014, 2015 e 2016, contemplando os estornos dos efeitos contábeis reconhecidos decorrentes da aplicação da contabilidade de hedge.
4. Para tanto, a Petrobras justificou que passa por um processo de profunda reestruturação, cujos alicerces centrais focam no aperfeiçoamento da governança da Companhia, e que a determinação de refazimento das demonstrações financeiras da Companhia terá impacto direto no referido processo, produzindo efeitos deletérios para os legítimos interesses da Companhia.
5. De forma a evitar um cenário de prejuízos irrevogáveis, a Petrobras argumentou ser de fundamental relevância que a determinação de republicação, bem como a divulgação do teor do Ofício nº 30/2017-CVM/SEP/GEA-5, apenas fossem realizadas após uma decisão definitiva do Colegiado.
6. No que se refere ao pedido de efeito suspensivo à determinação de refazimento e republicação das demonstrações financeiras da Companhia, destacamos que sua concessão foi deferida, tendo sido comunicada à administração da Petrobras, por meio do Ofício nº 31/2017/CVM/SEP/GEA-5, datado de 03/03/2017 (fls. 494/494v).
7. Quanto à solicitação de efeito suspensivo à divulgação do teor do referido Ofício, registramos que sua concessão foi indeferida, conforme Extrato da Ata da Reunião do Colegiado de 07 de março de 2017 (fls. 500 a 503). Essa decisão foi comunicada à Companhia por meio do Ofício nº 33/2017/CVM/SEP/GEA-5, datado de 07/03/2017 (fls. 504/505).

III- DO RECURSO DA COMPANHIA E ANÁLISE GEA-5

8. A Companhia apresentou pedido de recurso, em 17/03/2017, o qual foi acompanhado da (i) manifestação dos

auditores independentes (PWC); (ii) do parecer do Sr. Jan Engstrom; (ii) do parecer do Professor Eliseu Martins e (iii) do parecer do Professor Aleksandro Broedel.

9. Quanto aos pareceres, cumpre-nos mencionar que o Sr. Jan Engstrom afirma que “lhe falta o *insight* em detalhes dos registros da empresa” (fls. 625v). Já o Professor Aleksandro Broedel afirma que “não auditou as demonstrações contábeis da consultante e baseou todas as suas análises, de boa-fé, na documentação e nas informações fornecidas pela consultante” (fls.618v) (grifo nosso). O Professor Eliseu Martins, por sua vez, afirma que “não foi objeto de nossas avaliações estabelecer procedimentos de auditoria acerca dos dados e documentos que nos foram encaminhados”.
10. Além disso, chamamos a atenção para a opinião emitida pelo Professor Broedel, segundo o qual “[...] o objeto maior das normas internacionais de contabilidade é a produção de informações úteis aos usuários. Demandas de outros *stakeholders* com acesso privilegiado a informação ficam em segundo plano dentro deste ordenamento”. “As demonstrações contábeis não são voltadas ao atendimento das demandas de órgãos reguladores, autoridades fiscais e outras partes interessadas. No novo ordenamento contábil brasileiro, o império é do usuário”.
11. A esse respeito, é relevante mencionar que a CVM, enquanto órgão responsável por disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, tem o dever de verificar as informações prestadas pelas companhias de capital aberto, zelando para que a informação contábil-financeira, que chegará ao usuário, seja útil e represente com fidedignidade o fenômeno que se propõe representar. Nesse sentido, a informação contábil-financeira deve ser completa, neutra e livre de erro (item QC12 CPC 00). Assim, a despeito da possibilidade de a contabilidade de hedge produzir demonstrações financeiras mais úteis para os usuários da Petrobras, é preciso que sua adoção tenha aderência às normas contábeis vigentes e esteja livre de erro.
12. Em relação ao pedido de recurso, a Petrobras reafirma que a prática da contabilidade de hedge para as exportações futuras foi feita de acordo com as normas contábeis vigentes, notadamente o Pronunciamento Técnico CPC 38, produzindo uma informação útil aos usuários de suas demonstrações contábeis, ao refletir a relação de proteção natural existente na essência econômica de seus negócios.
13. Além disso, argumenta que a extensão da contabilidade de hedge às exportações futuras da Petrobras constituiu ato de gestão legítimo em benefício da Companhia, tendo sido adotada com base em uma decisão informada, refletida e desinteressada. Entretanto, reconhece a possibilidade de melhorias no processo (fls. 516).
14. A Companhia estrutura seu pedido de recurso com base em um conjunto de argumentos que serão relatados e analisados por esta Gerência de Acompanhamento de Empresas – GEA-5 em ordem de relevância, considerando os fundamentos que embasaram a decisão da SEP pela necessidade de refazimento das demonstrações financeiras da Companhia:
 - a. Instrumentos de proteção com prazo de vencimento superior ao das próprias relações de hedge – item 75 do CPC 38;
 - i. Redesignações; e
 - ii. Designação de dívida vencida como instrumento de proteção.
 - b. Teste de efetividade no caso específico das relações de hedge em que Contratos a Termo foram designados como instrumentos de hedge;
 - c. Essência econômica da aplicação da Contabilidade de Hedge; e
 - d. Importadora Líquida versus Exportadora Líquida.

a) Instrumentos de proteção com prazo de vencimento superior ao das próprias relações de hedge – item 75 do CPC 38

Recurso

15. No que se refere à aplicação do item 75 do Pronunciamento Técnico CPC 38, a Companhia argumenta que não existe determinação normativa para que os prazos de realização das exportações (objeto de hedge) coincidam com o vencimento das dívidas (instrumentos de hedge), ou ainda de que o vencimento das dívidas não seja mais longo que o prazo de realização das exportações. É presumido que, durante todo o prazo da relação de hedge estabelecida, vigorará uma proteção, cuja efetividade, esta sim, poderia ser afetada por algum descasamento entre vencimentos do instrumento de hedge e objeto de hedge.

16. Entretanto, afirma que este não é o seu caso, pois o risco protegido é de variação na taxa câmbio *spot*. A lógica econômica desse tipo de relação de hedge é a de que, durante sua vigência, o efeito de variações na taxa *spot* sobre as dívidas deve compensar exatamente o efeito inverso das mesmas variações sobre as exportações.
17. A taxa de câmbio *spot* é a taxa corrente na data de fechamento de balanço e, como tal, é a mesma para qualquer momento futuro. Por isso, o efeito de sua variação sobre o valor de uma exportação futura será da mesma magnitude e de sentido inverso ao efeito de sua variação sobre uma dívida de mesmo valor, ainda que a dívida vença após a exportação.
18. Na medida em que as exportações protegidas se realizam, a parcela das dívidas a elas vinculadas como instrumento de proteção é redirecionada para uma nova exportação futura, sempre considerando o limite de vencimento da dívida.
19. Desta forma, a Companhia entende que “o item 75 do CPC 38, cuja leitura literal pode, de fato, levar a um entendimento de que uma relação de hedge não pode ser designada por um período inferior ao prazo de vencimento do instrumento de hedge, não contém proibição ao procedimento adotado pela Petrobras de designar um instrumento de hedge com vencimento superior ao prazo da relação de hedge”, desde que “seja considerada toda a duração até o seu vencimento”.
20. A Companhia argumenta que “o período de duração dos instrumentos foi observado na medida em que foram considerados os prazos totais de duração dos instrumentos”.
21. A PricewaterhouseCoopers (“PWC”), por meio de carta que integra o pedido de recurso da Companhia, argumenta haver outra interpretação possível em relação ao item 75 do CPC 38, diferente daquela empregada pela área técnica da CVM. Para tanto, se apoia no item F.1.11 da Orientação de Implementação da IAS 39 (CPC 38 tem equivalência com a IAS 39), a saber:

F.1.11 Hedging instrument: proportion of the cash flows of a cash instrument do Guidance on Implementing do IAS 39 - Financial Instruments: Recognition and Measurement

In the case of foreign exchange risk, a non-derivative financial asset or non- derivative financial liability can potentially qualify as a hedging instrument. Can an entity treat the cash flows for specified periods during which a financial asset or financial liability that is designated as a hedging instrument remains outstanding as a proportion of the hedging instrument under IAS 39.75, and exclude the other cash flows from the designated hedging relationship?

No. IAS 39.75 indicates that a hedging relationship may not be designated for only a portion of the time period in which the hedging instrument is outstanding. For example, the cash flows during the first three years of a ten-year borrowing denominated in a foreign currency cannot qualify as a hedging instrument in a cash flow hedge of the first three years of revenue in the same foreign currency. [...]

22. Com base nesta orientação, a PWC entende que “a vedação imposta pela norma refere-se à utilização dos fluxos de caixa de períodos específicos de duração do instrumento de hedge. Por exemplo, os fluxos de caixa dos três primeiros anos de uma dívida com vencimento em dez anos não poderiam ser designados como instrumento de hedge para proteção contra o risco cambial associado ao fluxo de exportações que irá ocorrer em 3 anos”.
23. Contudo, afirma que “tal situação não se aplica no caso da Companhia, que utiliza a totalidade dos fluxos de caixa de uma dívida denominada em moeda estrangeira como instrumento de hedge”.
24. A PWC entende que o item 75 do CPC 38 não permite que os fluxos de caixa de um período específico da duração do instrumento de hedge sejam designados em uma relação de hedge; argumentando, todavia, que essa restrição tem importância destacada no caso de instrumentos financeiros derivativos, pois a eleição dos primeiros fluxos de caixa de um instrumento derivativo resultaria na exclusão de uma parcela do valor justo do instrumento financeiro derivativo.
25. No caso específico da Companhia, entretanto, afirma que “as dívidas denominadas em moeda estrangeira são designadas na sua totalidade, não havendo qualquer exclusão dos efeitos cambiais incidentes sobre tais passivos”.
26. Adicionalmente, informa que, “após o reconhecimento contábil da exportação (objeto de hedge), conforme permitido pelas normas contábeis, a Companhia estabelece como prática a redesignação da mesma dívida (ou

parte dela) em uma nova relação de hedge. Assumindo um fluxo de exportações constante, a passagem do tempo dará origem a novas exportações previstas altamente prováveis que servirão de objeto de hedge para a redesignação da dívida”.

27. Assim sendo, por meio da prática de redesignação das dívidas em novas relações de hedge, a PWC argumenta que “a Companhia utiliza as dívidas como instrumento de hedge até seu vencimento”.

Análise GEA-5

28. De maneira a esclarecer a adequada interpretação do item 75 do Pronunciamento Técnico CPC 38, propomos iniciar esta análise a partir da definição do que é ‘relação de hedge’.
29. A despeito de não se verificar na norma contábil vigente definição específica a respeito, a partir do disposto no item 71 do CPC 38 é possível deduzir o que caracteriza uma relação de hedge.
30. De acordo com o item mencionado, se houver relação de hedge designada entre um instrumento de hedge e um item protegido (objeto de hedge), como descrito nos itens 85 a 88 e no Apêndice A, itens AG102 a AG104, a contabilização do ganho ou da perda resultante do instrumento de hedge e do item coberto deve seguir os itens 89 a 102 (grifo nosso).
31. Com base neste dispositivo é possível assumir que a relação de hedge deriva do vínculo existente entre um instrumento de hedge e um objeto de hedge, específicos.
32. Ainda em relação ao item 71 do CPC 38, destacamos que o mesmo faz referência ao item 88 do CPC 38, indicando que, além de outros critérios, para que a relação de hedge designada se qualifique à contabilidade de hedge é preciso que haja, no início do hedge, documentação formal a respeito da relação de hedge, bem como da “estratégia de gestão de risco” e do “objetivo de gestão de risco”, conforme definido no item 88(a) do CPC 38, a saber:

Item 88(a) – CPC 38

“No início do hedge, existe designação e documentação formais da relação de hedge e do objetivo e estratégia da gestão de risco da entidade para levar a efeito o hedge” (grifo nosso).

33. Percebemos, a partir da leitura deste dispositivo, que a existência de documentação formal é um pilar fundamental na contabilidade de hedge. Nesse sentido, a qualificação para a contabilidade de hedge exige que se siga de forma integral a estratégia e o objetivo da gestão de risco documentados no início do hedge.
34. A respeito, e antecipando um aspecto que será melhor abordado mais a frente, o fato de a Companhia não ter mencionado a prática da redesignação dos instrumentos de hedge, no início do hedge, constitui, por si só, elemento suficiente à desqualificação das relações de hedge designadas.
35. Tanto o é, que a própria Petrobras, em seu pedido de recurso, reconhece que “sua documentação formal pode ser aprimorada” (fls. 515/516).
36. Retornando ao raciocínio anterior, o “objetivo de gerenciamento de risco”, que deve estar devidamente documentado (item 88(a) do CPC 38), se refere ao modo como um instrumento de hedge específico, que foi designado, deve ser utilizado para proteger um objeto de hedge específico, que foi designado, sendo aplicado, portanto, ao nível de relação de proteção específica. A “estratégia de gerenciamento de risco”, por sua vez, é estabelecida ao nível mais alto de uma entidade, buscando identificar os riscos aos quais esta entidade está exposta e como enfrentá-los.
37. Tais conceitos aplicados ao caso concreto indicam o seguinte:

Estratégia de Gerenciamento de Risco: 70% do total das dívidas líquidas expostas à variação cambial, protegendo cerca de 20% das exportações, por um período de 7 anos.

Objetivo de Gerenciamento de Risco: verificado a partir das associações individuais entre objeto de hedge e instrumento de hedge (vide extrato da tabela abaixo).

Mês Exportação	Dívidas e Notas BB Fund	Mês Pagamento Principal	Valor Pagamento Principal (US\$)
out-14	RNESt-BNDES-9,8 TAG-BNDES-5,7	mar-17 set-17	46.605.416,52 89.394.583,48 136.000.000,00
nov-14	TAG-BNDES-5,7 RNESt-BNDES-9,8	set-17 set-17	26.099.391,45 109.900.608,55 136.000.000,00
dez-14	RNESt-BNDES-9,8 TAG-BNDES-5,7	set-17 mar-18	90.491.624,78 45.508.375,22 136.000.000,00
jan-15	TAG-BNDES-5,7 RNESt-BNDES-9,8	mar-18 mar-18	69.985.599,71 66.014.400,29 136.000.000,00
fev-15	RNESt-BNDES-9,8 TAG-BNDES-5,7	mar-18 set-18	134.377.833,04 1.822.166,96 136.000.000,00
mar-15	TAG-BNDES-5,7 RNESt-BNDES-9,8	set-18 set-18	113.871.807,97 22.128.192,03 136.000.000,00
abr-15	RNESt-BNDES-9,8	set-18	136.000.000,00 136.000.000,00
mai-15	RNESt-BNDES-9,8 TAG-BNDES-5,7	set-18 mar-19	42.264.041,30 93.735.958,70 136.000.000,00
jun-15	TAG-BNDES-5,7 RNESt-BNDES-9,8	mar-19 mar-19	21.758.016,23 114.241.983,77 136.000.000,00
jul-15	RNESt-BNDES-9,8 TAG-BNDES-5,7	mar-19 set-19	86.150.249,56 49.849.750,44 136.000.000,00
ago-15	TAG-BNDES-5,7 RNESt-BNDES-9,8	set-19 set-19	65.644.224,49 70.355.775,51 136.000.000,00
set-15	RNESt-BNDES-9,8 TAG-BNDES-5,7	set-19 mar-20	130.036.457,82 5.963.542,18 136.000.000,00
out-15	TAG-BNDES-5,7 RNESt-BNDES-9,8	mar-20 mar-20	109.530.432,75 26.469.567,25 136.000.000,00
nov-15	RNESt-BNDES-9,8	mar-20	136.000.000,00 136.000.000,00

Objetivo de gerenciamento de risco

(exemplo caso concreto)

Contratos TAG-BNDES-5,7 (venc.: 18) e RNESt-BNDES-9,8 (venc.: 18) designados como instrumento hedge para proteger o risco exposição cambial de US\$ 136 mil de exportação a faturar em Jan 2015, após recebidos os volu designados no tópico 7 do Anexo (vide fls. 21 e 31).

38. Dessa forma, as associações individuais entre objeto de hedge e instrumento de hedge apresentadas na Nota Técnica pela Companhia evidenciam o ‘objetivo da gestão de risco’ para levar a efeito o hedge. Formalizando, portanto, o modo como instrumentos de hedge específicos são designados para proteger objetos de hedge específicos.
39. Pelo exposto até aqui, entendemos que as relações de hedge normalmente envolvem um instrumento de hedge protegendo um objeto de hedge e que o objetivo do gerenciamento de risco deve ser aplicado ao nível da relação de hedge específica (ou seja, como um instrumento de hedge específico protege um objeto de hedge específico).
40. Com base nesse entendimento, passamos à interpretação do disposto no item 75 do CPC 38.

Item 75 – CPC 38

“Uma proporção do total do instrumento de hedge, como 50% da quantia nominal, pode ser designada como instrumento de hedge na relação de hedge. Porém, a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge” (grifo nosso).

41. É evidente que o item 75 do CPC 38 se refere à relação de hedge quando estabelece que o instrumento de hedge não pode ser designado para uma parte somente do período de tempo de sua duração.
42. Nesse sentido, considerando que objetivo do gerenciamento de risco deve ser aplicado ao nível da relação de

hedge específica, a associação entre um objeto de hedge específico e um instrumento de hedge específico não pode ocorrer para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge. A relação de hedge, no início do hedge (*at the inception*), deve ser designada para todo o período de tempo de duração do instrumento de hedge.

43. Isso só é possível quando o item protegido (objeto de hedge) é o balizador da relação de hedge. O instrumento de hedge, como o próprio nome diz, constitui tão somente instrumento utilizado para atingir a proteção pretendida, devendo se adequar ao seu objeto.
44. Assim sendo, discordamos da PWC no que se refere à possível interpretação alternativa do item 75 do CPC 38 para o caso concreto. Entendemos que a orientação adicional trazida pelo item F.1.11 da Orientação de Implementação da IAS 39, traduzida para o português pelo IBRACON, na verdade, reforça o nosso entendimento a respeito do item 75 do CPC 38, a saber:

F.1.11 Instrumento de cobertura: proporção dos fluxos de caixa de um instrumento de caixa

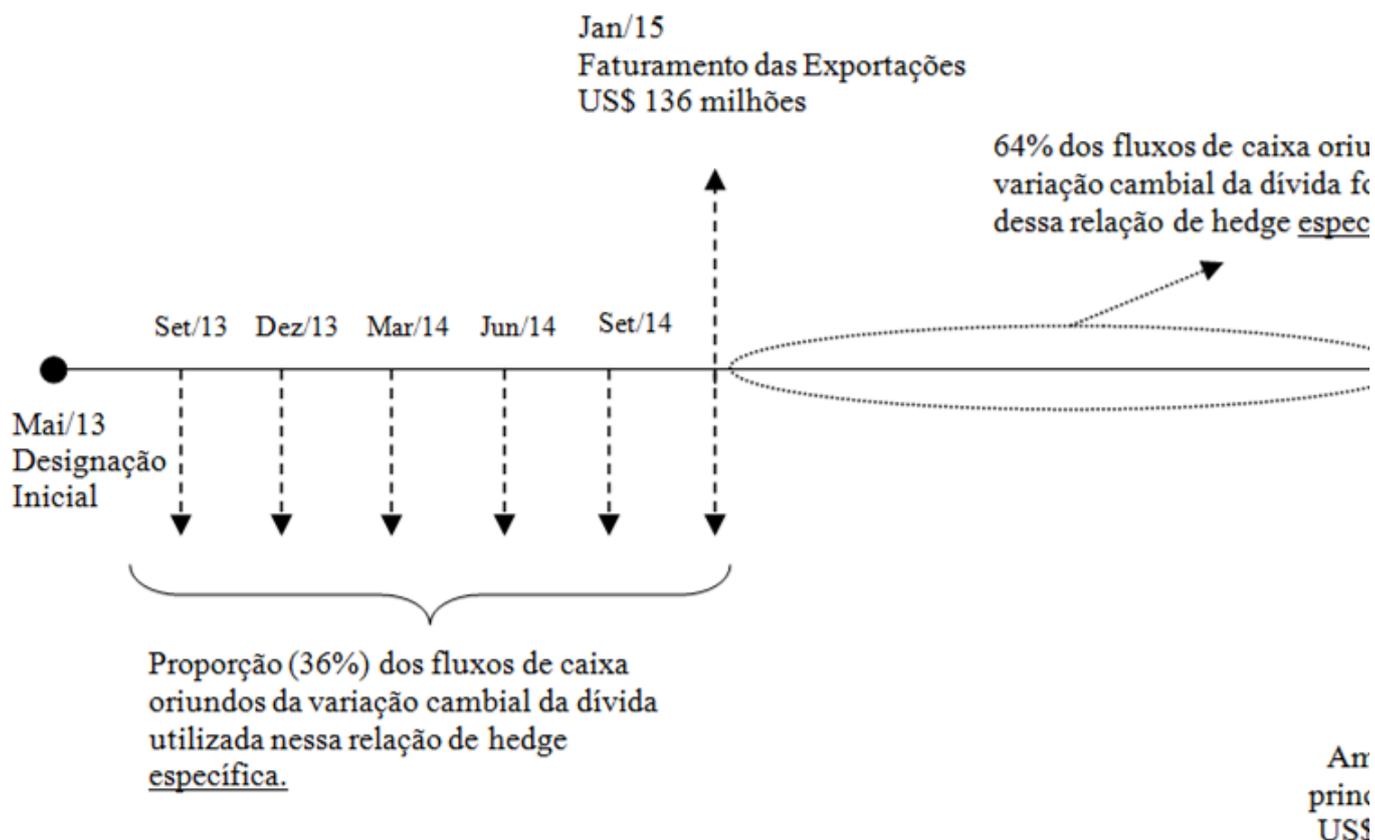
No caso de risco de câmbio, um ativo financeiro não-derivativo ou passivo financeiro não-derivativo pode potencialmente se qualificar como um instrumento de cobertura. Uma entidade pode tratar os fluxos de caixa para períodos específicos durante os quais um ativo financeiro ou passivo financeiro que seja designado como um instrumento de cobertura permanece pendente como uma proporção do instrumento de cobertura de acordo com a IAS 39.75 e excluir os outros fluxos de caixa da relação de cobertura designada?

Não. A IAS 39.75 indica que uma relação de cobertura não pode ser designada para apenas uma parte do período de tempo em que um instrumento de cobertura permanece pendente. Por exemplo, os fluxos de caixa durante os primeiros três anos de uma tomada de empréstimo de dez anos denominada em uma moeda estrangeira não podem se qualificar como um instrumento de cobertura em uma cobertura de fluxo de caixa dos primeiros três anos de receita na mesma moeda estrangeira. Por outro lado, um ativo financeiro ou passivo financeiro não-derivativo denominado em uma moeda estrangeira pode potencialmente se qualificar como um instrumento de cobertura em uma cobertura de risco de moeda estrangeira relacionado a um item protegido que tenha um período de tempo restante até o vencimento igual ao ou maior que o vencimento restante do instrumento de cobertura (grifo nosso).

45. Destacamos, primeiramente, que o item F.1.11 da Orientação de Implementação da IAS 39 se aplica perfeitamente ao caso concreto, uma vez que envolve "risco de moeda estrangeira" e "passivo financeiro não derivativo" designado como instrumento de hedge.
46. Entendemos que o objetivo da referida orientação é esclarecer se proporções dos fluxos de caixa de um instrumento de hedge poderiam ser entendidas de forma equivalente a proporções do total do instrumento de hedge, no sentido previsto no primeiro trecho do item 75 do CPC 38, qual seja: “uma proporção do total do instrumento de hedge, como 50% da quantia nominal, pode ser designada como instrumento de hedge na relação de hedge”.
47. Entretanto, a orientação é clara em dizer que isso não é permitido, justamente porque esbarraria na restrição imposta pelo segundo trecho do item 75 do CPC 38, qual seja: “a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge”.
48. Assim sendo, não seria possível, por exemplo, utilizar parte dos fluxos de caixa (cambiais) de uma tomada de empréstimo em dólar de 10 anos como instrumento de hedge em uma relação hedge cujos fluxos de caixa (cambiais) do objeto protegido estão previstos para ocorrer em 3 anos. Isso significaria excluir da relação de hedge os fluxos de caixa (cambiais) dos anos 4 a 10 do instrumento de dívida.
49. Esse é exatamente o caso da Companhia. No entanto, a mesma argumenta que os manuais de contabilidade das empresas de auditoria independente Ernest & Young e KPMG indicam que a interpretação do item 75 do CPC 38 não deveria ser literal, existindo situações em que o instrumento de hedge pode ter maturidade que exceda a relação de hedge.
50. A respeito, destacamos que as referidas firmas de auditoria, ao considerarem interpretação alternativa do item 75 do CPC 38, se referem a derivativos, mensurados a valor justo, designados como instrumentos de hedge. No caso de designações envolvendo instrumentos de hedge não derivativos, como no caso concreto, não é possível que tais instrumentos de hedge tenham maturidade que exceda a relação de hedge, pois são avaliados a custo amortizado. Nesse sentido, há que se considerar, ainda, que, para a contabilidade de hedge,

a Companhia designa apenas o valor do ‘principal’ da dívida como instrumento de hedge, excluindo os fluxos de caixa advindos do pagamento de juros.

51. Ainda no que se refere à orientação do item F.1.1, entendemos que, se o instrumento de hedge tiver vencimento menor que o do objeto de hedge, todo o seu fluxo de caixa estará incluído na relação de hedge, atendendo ao disposto no item 75 do CPC 38. Entretanto, nesses casos, para que a relação de hedge seja efetiva, é preciso haver previsão, no início do hedge, de substituição ou *rollover* do instrumento de hedge original, buscando simetria com o vencimento do objeto de hedge (item 101(a) do CPC 38).
52. Tendo em vista o exposto, consideramos que a orientação do item F.1.11 da Orientação de Implementação da IAS 39 corrobora dois entendimentos principais já esboçados no Ofício nº 30/2017/CVM/SEP/GEA-5, a saber:
- A relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge; e
 - Não pode haver uma parte dos fluxos de caixa do instrumento de hedge que é simplesmente excluída da relação de hedge designada.
53. A Companhia argumenta cumprir o item 75 do CPC 38, uma vez que utiliza a totalidade dos fluxos de caixa dos instrumentos de dívida até seu vencimento. Entretanto, o que se observa a partir das associações entre objeto de hedge e instrumento de hedge reportadas na documentação formal é que parte significativa dos fluxos de caixa (cambiais) da dívida é simplesmente excluída das relações de hedge designadas no início de hedge (*at the inception*).
54. Para o melhor entendimento da questão, propomos a seguinte ilustração, construída a partir das informações constantes da Nota Técnica e considerando que houve depreciação cambial no período até o faturamento das exportações:



55. A ilustração evidencia que, para essa relação de hedge específica, designada *at the inception*, o item 75 do CPC 38 não foi cumprido.
56. Destacamos que, a despeito de a ilustração se referir a apenas uma das relações de hedge individuais reportadas na Nota Técnica, a mesma dinâmica se aplica às demais relações documentadas no início do hedge. Dessa forma, podemos afirmar que nenhuma delas, via de regra, atende ao item 75 do CPC 38.

Redesignação

57. A propósito, o mecanismo da redesignação dos instrumentos de hedge, ao contrário do que argumenta a Companhia, não resolve o fato de que o item 75 do CPC 38 não é cumprido nas relações de hedge específicas designadas *at the inception*.
58. Cumpre-nos mencionar, ainda, que não estamos nos referindo a um pequeno descasamento de maturidade entre objeto de hedge e instrumento de hedge, mas a descasamentos significativos. Os instrumentos de hedge designados têm vencimento médio aproximadamente 2 anos maior do que o dos seus correspondentes objetos de hedge.
59. Adicionalmente, como demonstraremos a seguir, a prática da redesignação constitui mais uma evidência de que a preocupação primária da Companhia seria com os efeitos da variação cambial da dívida no resultado e não com os efeitos das variações cambiais das receitas de exportação (objeto de hedge).
60. No caso concreto, o descumprimento do item 75 do CPC 38, conjugado à utilização do mecanismo da redesignação dos instrumentos de hedge, indica que os instrumentos de dívida são os reais balizadores das relações de hedge.
61. A analogia que se faz é a de que os instrumentos de dívida estão “travados” pelos seus vencimentos e as exportações é que vão sendo “roladas” ou “substituídas” por outras exportações, visando garantir que os instrumentos de hedge sejam utilizados por todo o período de tempo até seus vencimentos.
62. No que se refere à prática da redesignação propriamente dita, não se verifica no CPC 38 dispositivo que trate objetivamente de sua aplicação. Entretanto, o item F.6.2 questão (i) da Orientação de Implementação da IAS 39 traz orientação a respeito.

Item F.6.2 questão (i), traduzido para o português pelo IBRACON:

Questão (i) – A IAS 39.75 afirma que uma relação de cobertura não pode ser designada para apenas uma parte do período de tempo em que um instrumento de cobertura permanece pendente. Se a relação de cobertura for designada como uma cobertura de fluxo de caixa, e a cobertura subsequentemente falhar no teste de alta efetividade, a IAS 39.75 impede que o instrumento de cobertura seja redesignado?

Não. A IAS 39.75 indica que um instrumento derivativo não pode ser designado como um instrumento de cobertura para apenas uma parte de seu período remanescente até o vencimento. A IAS 39.75 não se refere ao período original do instrumento derivativo até o vencimento. Se houver uma falha da efetividade de cobertura, a parte inefetiva do ganho ou perda sobre o instrumento derivativo é reconhecido imediatamente no lucro ou prejuízo [IAS 39.95(b)] e a contabilização de cobertura com base na designação anterior da relação de cobertura não pode ser continuada (IAS 39.101). Nesse caso, o instrumento derivativo pode ser redesignado prospectivamente como um instrumento de cobertura em um nova relação de cobertura, desde que essa relação de cobertura atenda às condições necessárias. O instrumento derivativo deve ser redesignado como uma cobertura para todo o período em que permanecer pendente (grifo nosso).

63. Destacamos, inicialmente, que o item F.6.2, questão (i), trata do mecanismo da redesignação em uma situação em que a relação de hedge precisou ser descontinuada antes do término de sua vigência, em virtude de falhas no teste de efetividade (detectou-se inefetividade). Nesse caso, há a previsão de que o instrumento de hedge seja redesignado prospectivamente como um instrumento de cobertura em uma nova relação de hedge. Ou seja, ele passa a ter uma nova data de designação inicial a partir da redesignação. O que é permitido, já que o IAS 39.75 não se refere ao período original do instrumento de hedge até o vencimento.
64. Ademais, a orientação contida no item F.6.2, questão (i), faz questão de reforçar o entendimento de que, também na redesignação, o item IAS 39.75 deve ser obedecido, ou seja, “o instrumento derivativo deve ser redesignado como uma cobertura para todo o período em que permanecer pendente”.
65. Além disso, a própria PWC tratou do assunto em seu relatório intitulado “IAS 39 – Achieving hedge accounting in practice^[1]”, de dezembro/2005, a saber:

1.18

De-designation and re-designation of a cash flow hedge relationship

Question

Can management periodically de-designate and re-designate a cash flow hedge relationship?

Background

Company X has highly probable forecast sales denominated in a foreign currency.

X re-assesses periodically the proportion of the exposure that should be hedged in accordance with its strategy. It decides to reduce the hedged level from 70% to 40% of the forecast sales. The hedging instruments are foreign currency forward contracts.

Following this change to its strategy, Company X's management:

- (a) de-designates the existing hedge relationship;
- (b) enters into a new forward contract with the same maturity as the original hedge, partially offsetting the original hedging instrument, so that the combination of the two forward contracts reflects its new position (ie, a hedge of 40% of forecast sales); and
- (c) re-designates a new hedge relationship in which the hedging instrument is a combination of the previous hedging instrument and the new forward contract.

Solution

Yes. Company X's management can periodically de-designate and re-designate the cash flow hedge relationship.

The mechanism of de-designation and re-designation must be properly documented and be consistent with the entity's risk management policy.

The accounting treatment at the date of de-designation and re-designation is as follows:

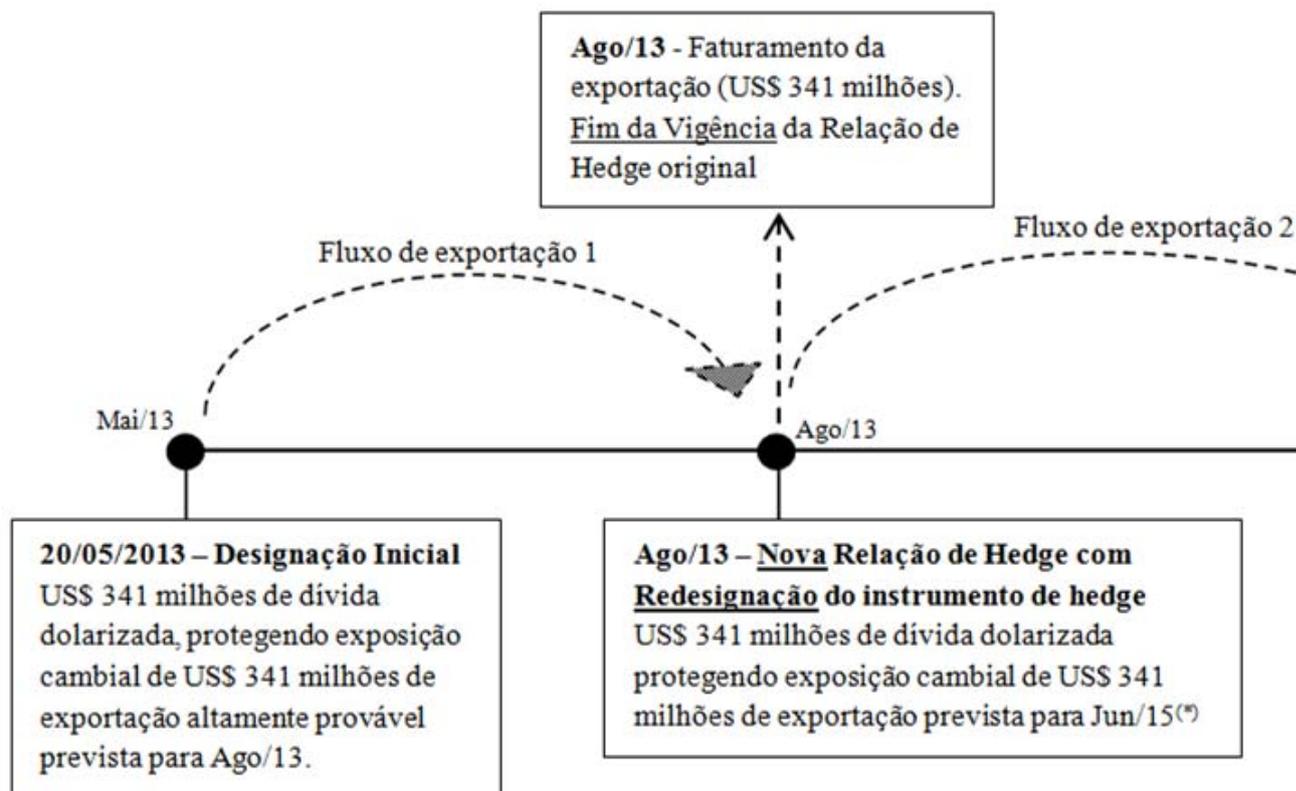
- (a) Cash flow hedge accounting may be applied to the original hedge relationship until the date of its de-designation. The change in the fair value of the original hedging instrument that was recognised in equity remains in equity as the forecast transaction is still expected to occur; and
- (b) Cash flow hedge accounting may be applied to the second hedge relationship starting from the date of re-designation.

66. De acordo com o exemplo apresentado pela PWC, uma entidade pode, periodicamente, descontinuar e redesignar uma relação de hedge de fluxo de caixa, desde que este mecanismo esteja devidamente documentado e seja consistente com as políticas de gerenciamento de risco da entidade.
67. Percebemos que, também nesse exemplo, a relação de hedge precisou ser descontinuada antes do término de sua vigência, em virtude da necessidade de readequá-la a mudanças na estratégia de gerenciamento de risco da entidade (reduzir o nível do hedge de 70% para 40% das exportações).
68. A esse respeito, o item 101 do CPC 38 prevê, para hedges de fluxo de caixa, as circunstâncias em que uma entidade deve descontinuar prospectivamente a contabilidade de hedge, a saber:
 - a. O instrumento de hedge expirar ou for vendido, terminado ou exercido;
 - b. O hedge não atender mais aos critérios de contabilidade de hedge no item 88;
 - c. Já não se espera que a transação prevista ocorra; e
 - d. A entidade revoga a designação.
69. Percebemos, portanto, que o fim da vigência de uma relação de hedge específica não caracteriza descontinuidade.
70. No caso concreto, ao contrário dos exemplos citados acima, as relações de hedge originais não estavam (ou estarão) vigentes no momento da redesignação dos instrumentos de hedge, pois seus objetos de hedge ocorreram (as exportações foram faturadas). Não houve descontinuidade das relações de hedge nesse caso, elas simplesmente chegaram ao fim.
71. No caso concreto, portanto, não nos parece que seria adequado utilizar o mecanismo de redesignação dos instrumentos de hedge, mesmo porque, se o item 75 do CPC 38 tivesse sido observado – objeto de hedge e instrumento de hedge com vencimentos próximos –, ao término da vigência da relação de hedge original, sequer haveria possibilidade de redesignar os instrumentos de hedge, pois estes estariam liquidados ou

próximos de liquidação.

72. Além disso, cumpre-nos lembrar, mais uma vez, que a prática da redesignação não estava prevista na documentação que formalizou a contabilidade de hedge da Companhia, o que, por si só, constitui elemento suficiente à desqualificação das relações de hedge designadas.
73. De toda forma, para fins dessa análise, convém demonstrar os efeitos práticos que a aplicação do mecanismo de redesignação dos instrumentos de dívida trouxe no caso concreto. Para tanto, elaboramos a seguinte ilustração a partir das informações presentes na documentação encaminhada pela Companhia e seus auditores independentes:

Objetivo de Gerenciamento de Risco: CDB (mês pgto principal **Jun/15**) designado como instrumento de hedge para proteger o risco de exposição cambial dos primeiros US\$ 341 milhões de exportação prevista para **Ago/13**.



* Não tivemos acesso à documentação que formalizou as redesignações. Entretanto, assumindo que não houve do instrumento de hedge redesignado, tampouco revogação da nova relação de hedge, a data do faturamento do hedge, deve coincidir com a data de liquidação da dívida, de forma que o instrumento de hedge seja utilizado : propõe a Companhia.

74. Na prática, como pode ser visualizado na ilustração acima, o mecanismo da redesignação (no caso concreto) faz com que a designação das relações de hedge seja, de fato, ditada pelo vencimento dos instrumentos de dívida e não pelos períodos em que se espera receber os fluxos de caixa oriundos das exportações futuras.
75. Nesse sentido, em essência, as designações ocorrem em função do instrumento de hedge e não em função do objeto de hedge, contrariando a lógica econômica do hedge. Isso reforça o entendimento esboçado acima de que o mecanismo de redesignação dos instrumentos de hedge, tal como é aplicado no caso concreto, representa desvio em relação a norma.
76. Em essência e por analogia, a ilustração indica que as exportações é que estão sendo roladas ou substituídas por outras exportações, em função do prazo de vencimento dos instrumentos de hedge.
77. Quanto a isso, de acordo com o item 101(a) do CPC 38 (para hedges de fluxos de caixa), os mecanismos de *rollover* e substituição estão previstos somente para os instrumentos de hedge.

Item 101 - Em qualquer das seguintes circunstâncias, a entidade deve descontinuar prospectivamente a contabilidade de hedge especificada nos itens 95 a 100:

Item 101(a): o instrumento de hedge expirar ou for vendido, terminado ou exercido. Nesse caso, o ganho ou a perda cumulativo resultante do instrumento de hedge que se mantém reconhecido como outros resultados abrangentes, desde o período em que o hedge estava em vigor (ver item 95(a)), deve permanecer reconhecido no patrimônio líquido até que a transação prevista ocorra. Quando a transação ocorrer, aplicam-se os itens 97, 98 ou 100. Para efeitos desta alínea, a substituição ou rollover de instrumento de hedge para outro instrumento de hedge não é expiração ou terminação se essa substituição ou rollover é parte da estratégia de hedge documentada da entidade [...] (grifo nosso).

78. Esta conclusão é corroborada pelas afirmações da própria Companhia e da PWC, a saber:

- a. “Assumindo um fluxo de exportações constante, a passagem do tempo dará origem a novas exportações previstas altamente prováveis que servirão de objeto de hedge para a redesignação da dívida” (PWC) (grifo nosso);
- b. “Na medida em que as exportações protegidas se realizam, a parcela das dívidas a elas vinculadas como instrumento de proteção é redirecionada para uma nova exportação futura, sempre considerando o limite de vencimento da dívida” (Companhia) (grifo nosso); e
- c. “A Companhia utiliza todos os fluxos de caixa oriundos do instrumento de hedge e, por meio da prática de redesignação das dívidas em novas relações de hedge, utiliza as dívidas como instrumento de hedge até seu vencimento” (PWC) (grifo nosso).

79. Diante do exposto, mantemos o entendimento de que a Companhia utiliza a norma contábil conforme sua própria conveniência, formalizando a operação de maneira a “indicar” que os objetos de hedge são as exportações futuras, quando, na prática, intenta diferir no tempo os ajustes provenientes da remensuração do seu endividamento em moeda estrangeira.

80. Além disso, em nada se altera nosso entendimento a respeito do disposto no item 75 do CPC 38, de maneira que as relações de hedge individuais reportadas pela Companhia, no início do hedge, não eram (são) válidas para a contabilidade de hedge.

Designação de dívida vencida como instrumento de proteção

81. Com base nas informações apresentadas até o momento, chamamos a atenção para a evolução do volume total da dívida dolarizada exposto à contabilidade de hedge.

82. A esse respeito, nos parece coerente imaginar que, à medida que as exportações vão sendo faturadas, as dívidas que lhes servem de cobertura estejam liquidadas ou próximas a isso. Dessa maneira, o volume total dos instrumentos de hedge designados para a contabilidade de hedge, dentro de uma vigência documentada no início do hedge (7 anos no caso concreto), tende a ir diminuindo com o passar do tempo, considerando não haver novas designações em volume relevante.

83. Contudo, no caso concreto, o volume de dívida total designada para a contabilidade de hedge passou de US\$ 43.859.272.545,44 em jun/13 para US\$ 61.519.766.561,47 em dez/15. Um aumento de 40%.

84. Quanto a isso, na hipótese de que o item 75 do CPC 38 tivesse sido cumprido e que novas designações não tivessem sido realizadas em volume expressivo, entre jun/13 e dez/15, foram faturados aproximadamente US\$ 14 bilhões em exportações (US\$ 477 milhões/mês * 30 meses), indicando que, pelo menos, US\$ 14 bilhões do volume inicial da dívida designada como instrumento de hedge deveria estar fora da contabilidade de hedge, pois as exportações a que davam cobertura se realizaram.

85. A esse respeito, verificamos que além de adotar o mecanismo da redesignação dos instrumentos de hedge (em nosso entendimento de forma indevida), a Companhia renegociou o prazo de vencimento de alguns instrumentos de dívida redesignados.

86. Em seu pedido de recurso, a Companhia afirma que a dívida relativa ao contrato CLEP-BB FUND-700, de fato, tinha vencimento previsto para dezembro de 2014, na designação original, porém, antes do vencimento, o prazo foi renegociado, tendo sido amortizada completamente em dezembro de 2015, quando a relação de hedge foi revogada.

87. Além de renegociar determinados contratos de dívida, verificamos que a Companhia passou a designar novos

contratos denominados “Juros [nome do contrato]” (por exemplo: “juros pré-pagamento”, “juros CLEP BB”) como instrumentos de cobertura em novas relações de hedge (das quais não tivemos informações a respeito dos objetos de hedge), mantendo grande e crescente volume de dívida dolarizada sob os efeitos do *hedge accounting*.

88. Considerando, portanto, as redesignações e as novas designações, o saldo de dívida sob os efeitos da contabilidade de hedge, que deveria ter diminuído para aproximadamente US\$ 30 bilhões[2] (US\$ 43,8 milhões de dívida em mai/13 menos US\$ 14 milhões de exportações realizadas até dez/15), subiu para US\$ 61,5 milhões (vide extratos das planilhas dos auditores abaixo)[3].

	A	B	E	F
			PRINCIPAL (USD)	Dívida em R\$
1				20/05/2013 - 2,0333
19			3.104.152,04	6.311.672,34
86			252.861.497,00	514.143.281,85
136			7.000.000.000,00	14.233.100.000,00
137			7.352.941,20	14.950.735,34
148			3.013.441,10	6.127.229,79
196			2.463.685.988,24	5.009.412.719,89
197			7.000.000.000,00	14.233.100.000,00
205			5.791.233.333,63	11.775.314.737,27
206			2.199.697.910,85	-
207			2.001.203.467,79	-
208			2.011.003.199,51	-
209			2.773.521.846,45	-
210			155.000.000,00	315.161.500,00
213			175.000.000,00	355.827.500,00
218			225.000.000,00	457.492.500,00
221			86.000.000,00	174.863.800,00
226			749.000.000,00	1.522.941.700,00
236			5.752.396.701,05	10.489.076.337,12
239			5.210.198.066,58	10.593.895.728,78
240			43.859.272.545,44	87.971.786.991,52

Contrato	Divida em R\$ 31/12/2015	
	Divida em US\$ 31/12/2015	PTAX 31/12/2015
		3.9048
JBIC GREEN	240.218.422,15	998.004.894,81
CDB	5.600.000.000,00	21.866.880.000,00
BNDES-9,4	36.460.406,09	142.370.593,70
M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	7.000.000.000,00	27.333.600.000,00
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	1.214.925.173,70	4.744.039.818,28
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	32.083.333,33	125.278.999,99
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	33.152.777,78	129.454.966,68
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	33.116.492,96	129.313.281,71
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	33.152.777,78	129.454.966,68
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	32.083.333,33	125.278.999,99
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	33.152.777,78	129.454.966,68
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	32.083.333,33	125.278.999,99
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0001/12	33.152.777,78	129.454.966,68
M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0002715	2.501.533.464,69	9.767.987.872,92
Juros M6tuo PB x PGT CONTRATO 4238.0002715	7.921.522,64	30.931.961,60
TOTAL Pr6-Pagamento de Exporta76o ROF TA644496	5.786.206.469,77	22.593.979.023,16
TOTAL Pr6-Pagamento de Exporta76o ROF TA665144	11.000.000.000,00	42.952.800.000,00
TOTAL Pr6-Pagamento de Exporta76o ROF TA690948	10.095.880.645,98	39.422.394.746,42
TOTAL Pr6-Pagamento de Exporta76o ROF TA720453	3.303.279.650,21	12.898.646.378,14
TOTAL JUROS Pr6-Pagamento de Exporta76o ROF TA644496	1.347.606.817,40	5.262.135.100,59
TOTAL JUROS Pr6-Pagamento de Exporta76o ROF TA665144	765.129.627,09	2.987.678.167,87
TOTAL JUROS Pr6-Pagamento de Exporta76o ROF TA690948	467.964.241,02	1.827.306.768,33
TOTAL JUROS Pr6-Pagamento de Exporta76o ROF TA720453	2.109.801,55	8.238.353,10
Juros CDB-7,0-2019	2.236.888,89	8.734.603,74
Juros JBIC-GREEN-1BI-2025	1.121.266,05	4.378.319,67
Juros JBIC-GREEN-1BI-2025	1.271.202,50	4.963.791,52
Juros JBIC-GREEN-1BI-2025	1.313.575,92	5.129.251,25
Juros BNDES-09205261-9,4-2029	112.847,04	440.645,12
Juros BNDES-RNEST-09205271-2029	14.473.059,08	56.514.401,10
Juros BNDES-09205261-9,4-2029	233.217,21	910.666,56
Juros BNDES-RNEST-09205271-2029	32.047.487,96	125.139.030,99
Juros BNDES-09205261-9,4-2029	225.694,08	881.290,24
Juros BNDES-RNEST-09205271-2029	31.013.698,03	121.102.288,07
Juros BNDES-09205261-9,4-2029	233.217,21	910.666,56
Juros BNDES-RNEST-09205271-2029	32.047.487,97	125.139.031,03
SUMITOMO/NEXI-PIFCO-300	272.226,50	1.062.990,04
SUMITOMO/NEXI-PIFCO-300	263.445,00	1.028.700,04
JUROS SUMITOMO/NEXI-PIFCO-300	272.226,50	1.062.990,04
BNDES-9,8	5.010.198.066,58	19.563.821.410,38
JBIC-GREEN - 1BI - 2025	263.185.127,20	1.027.685.284,69
MGIC-MALHAS-PIFCO-394	0,00	0,00
SUMITOMO/NEXI-PIFCO-300	140.000.000,00	546.672.000,00
JBIC-GREEN - 1BI - 2025	151.012.152,95	589.672.254,84
TOTAL PETROBRAS	55.312.746.733,04	215.985.213.443,17

TAG-GASENE-BB FUND-275	275.000.000,00	1.073.820.000,00
TAG-GASENE-BB FUND-500	220.970.352,81	862.845.033,65
TAG-GASENE-BB FUND-760	600.000.000,00	2.342.880.000,00
TAG-GASENE-BB FUND-800	354.000.000,00	1.382.299.200,00
TAG-BNDES-5,7	3.002.843.348,18	11.725.502.705,97
TAG - GSNE - BNDES 07.2.1052	437.500.000,07	1.708.350.000,27
TAG - Notas SPEs	779.529.562,60	3.043.907.036,04
Juros TAG-GSNE-BNDES-07210502	388.888,89	1.518.533,34
Juros TAG-GSNE-BB FUND-275-2022	19.225.977,65	75.073.597,53
Juros TAG-GSNE-BB FUND-275-2022	24.122.937,46	94.195.246,19
Juros TAG-GSNE-BB FUND-500-2022	19.381.399,07	75.680.487,08
Juros TAG-GSNE-BB FUND-500-2022	24.002.766,63	93.726.009,14
Juros TAG-GSNE-BB FUND-760-2022	44.375.584,16	173.277.781,05
Juros TAG-GSNE-BB FUND-760-2022	45.478.053,17	177.582.702,02
Juros TAG-GSNE-BB FUND-800-2022	56.687.857,22	221.354.744,87
Juros TAG-GSNE-BB FUND-800-2022	8.012.288,11	31.286.382,61
Juros TAG-GSNE-BB FUND-800-2022	17.759.179,92	69.346.045,75
Juros TAG-GSNE-BB FUND-275-2022	866.708,34	3.384.322,73
Juros TAG-GSNE-BB FUND-500-2022	696.424,89	2.719.399,91
Juros TAG-GSNE-BB FUND-760-2022	1.891.000,00	7.383.976,80
Juros TAG-GSNE-BB FUND-800-2022	1.115.690,00	4.356.546,31
Juros TAG-GSNE-BB FUND-275-2022	867.382,08	3.386.953,55
Juros TAG-GSNE-BB FUND-500-2022	696.966,28	2.721.513,93
Juros TAG-GSNE-BB FUND-760-2022	1.892.470,00	7.389.716,88
Juros TAG-GSNE-BB FUND-800-2022	1.116.557,30	4.359.932,96
Juros TAG-GSNE-BB FUND-275-2022	876.814,58	3.423.785,57
Juros TAG-GSNE-BB FUND-500-2022	704.545,56	2.751.109,50
Juros TAG-GSNE-BB FUND-760-2022	1.913.050,00	7.470.077,64
Juros TAG-GSNE-BB FUND-800-2022	1.128.699,50	4.407.345,81
Juros TAG-GSNE-BB FUND-275-2022	876.814,59	3.423.785,61
Juros TAG-GSNE-BB FUND-500-2022	704.545,55	2.751.109,46
Juros TAG-GSNE-BB FUND-760-2022	1.913.050,00	7.470.077,64
Juros TAG-GSNE-BB FUND-800-2022	1.128.699,50	4.407.345,81
Juros TAG-GSNE-BB FUND-275-2022	881.046,52	3.440.310,45
Juros TAG-GSNE-BB FUND-500-2022	707.946,05	2.764.387,74
Juros TAG-GSNE-BB FUND-760-2022	1.922.283,34	7.506.131,99
Juros TAG-GSNE-BB FUND-800-2022	1.134.147,17	4.428.617,87
Juros TAG-BNDES-09205272-2029	9.293.971,57	36.291.100,19
Juros TAG-BNDES-09205272-2029	19.207.541,26	75.001.607,11
Juros TAG-BNDES-09205272-2029	18.587.943,15	72.582.200,41
Juros TAG-BNDES-09205272-2029	19.207.541,25	75.001.607,07
Juros TAG - Notas SPEs NTN	81.722.327,01	319.109.342,51
Juros TAG - Notas SPEs NTS	92.989.556,20	363.105.619,07
Juros TAG - Notas SPEs NTN	1.387.837,29	5.419.227,03
Juros TAG - Notas SPEs NTS	1.382.996,21	5.400.323,62
Juros TAG - Notas SPEs NTN	1.343.068,34	5.244.413,26
Juros TAG - Notas SPEs NTS	1.338.383,43	5.226.119,68
Juros TAG - Notas SPEs NTN	1.387.837,29	5.419.227,03
Juros TAG - Notas SPEs NTS	1.382.996,21	5.400.323,62
Juros TAG - Notas SPEs NTN	1.343.068,34	5.244.413,26
Juros TAG - Notas SPEs NTS	1.338.383,43	5.226.119,68
Juros TAG - Notas SPEs NTN	1.399.110,32	5.463.245,99
Juros TAG - Notas SPEs NTS	1.394.229,93	5.444.189,02
TOTAL TAG	6.207.019.828,43	24.237.171.026,06
TOTAL	61.519.766.561,47	240.222.384.469,23

89. Destacamos, ainda, o elevado número de contratos “Juros [xxxx]” que consta da segunda imagem (planilha 31/12/2015) os quais, em nosso entendimento, parecem ter sido oriundos das renegociações do vencimento de determinados instrumentos de dívida, e refletem o financiamento dos juros sob o ‘principal’ da dívida alongada.
90. Com isso, novos instrumentos de dívida foram designados em novas relações de hedge.
91. Não tivemos informação a respeito da associação individual entre os novos objetos de hedge e os instrumentos de dívida redesignados (ou entre os novos objetos de hedge e os novos instrumentos de dívidas designados). Entretanto, conforme consta da Nota Técnica, até abr-20, todo o volume estimado de exportações altamente prováveis já estava coberto. Portanto, assumimos que tais instrumentos hedge (redesignados e novos) teriam sido associados a objetos de hedge previstos para ocorrer após abr-20, o que superaria a vigência da contabilidade de hedge documentada no início do hedge (7 anos). Em nosso entendimento, tal procedimento seria mais uma inconsistência em relação ao que foi formalmente documentado *at the inception*.
92. Retornemos ao exemplo do contrato CLEP-BB FUND-700. Pelo exposto acima, provavelmente, sua redesignação foi feita em associação a um objeto de hedge previsto para ocorrer após abr-20. Ocorre que, o contrato CLEP-BB FUND-700 foi liquidado (terminado) em dez-15 e a relação de hedge revogada, conforme afirmou a própria Companhia.
93. De acordo com o item 101(d) do CPC 38, a entidade deve descontinuar prospectivamente a contabilidade de hedge quando revoga a designação. Para hedges de transação prevista, o **ganho ou a perda** cumulativo resultante do instrumento de hedge que se mantém reconhecido como outros resultados abrangentes desde o período em que o hedge era eficaz (ver item 95(a)) **deve permanecer reconhecido separadamente no patrimônio líquido até que a transação prevista ocorra ou deixe de se esperar que ocorra**. Quando a transação ocorrer, aplicam-se os itens 97, 98 ou 100. Se já não se espera que a transação ocorra, o ganho ou a

perda cumulativa que tinha sido reconhecida diretamente no patrimônio líquido deve ser reconhecido no resultado (grifo nosso).

94. Percebemos, portanto, que o contrato CLEP-BB FUND-700 foi redesignado, depois teve seu prazo de vencimento renegociado e por fim sua relação de hedge foi revogada. Com a revogação, e considerando que o objeto de hedge a que servia de proteção estaria previsto para ocorrer após abr-20, o ganho ou perda cumulativo deste contrato deve permanecer reconhecido separadamente no PL até depois de abr-20 (quando se espera que a transação prevista ocorra) ou até que deixe de se esperar que a exportação ocorra (item 101(d) do CPC 38). Esses procedimentos interferem diretamente no prazo de vigência da contabilidade de hedge que foi originalmente documentado.
95. Ainda a esse respeito, tendo em vista a justificativa da Companhia para adotar o mecanismo da redesignação, bem como o fato de que possui instrumentos de dívidas designados, *at the inception*, com prazo de vencimento até mar/29 (fls. 49), a prática da contabilidade de hedge teria que superar, e muito, o horizonte de 7 anos documentado no início do hedge para que as dívidas pudessem ser usadas como instrumentos de hedge por todo o seu vencimento.
96. Considerando, por exemplo, o instrumento de dívida RNEST-BNDES-9,8 (fls. 49), com prazo de vencimento em mar/29, que teria que ser redesignado em abr-20^[4] (quando o objeto de hedge será faturado), a vigência da contabilidade de hedge da Petrobras teria, na verdade, duração de, no mínimo, 16 anos (2013 a 2029).
97. Ou então, as relações de hedge ainda vigentes, cujas redesignações superariam abr-20, seriam simplesmente revogadas pela Companhia, a fim de cumprir o prazo de 7 anos. O que, em nosso entendimento, seria evidência de que a Petrobras interfere nas relações de hedge conforme sua própria conveniência, não seguindo a lógica de seu procedimento para todas as relações de hedge designadas (caso a prática das redesignações estivesse documentada e fosse aplicável no caso concreto).
98. Cabe lembrar que a documentação que deu suporte a alta probabilidade da transação futura levou em consideração um horizonte de 7 anos para a vigência da contabilidade de hedge da Companhia. Qualquer alongamento de prazo, para além do previsto na documentação inicial, esbarraria na ausência de documentação rigorosa adicional a respeito, bem como na necessidade de recalcular a probabilidade da transação futura (item F.3.11 da orientação de Implementação da IAS 39).

F.3.11 Cash flow hedge: documentation of timing of forecast transaction

For a hedge of a forecast transaction, should the documentation of the hedge relationship that is established at inception of the hedge identify the date when, or time period in which, the forecast transaction is expected to occur?

Yes. *To qualify for hedge accounting, the hedge must relate to a specific identified and designated risk (IAS 39.AG110) and it must be possible to measure its effectiveness reliably (IAS 39.88(d)). Also, the hedged forecast transaction must be highly probable (IAS 39.88(c)). To meet these criteria, an entity is not required to predict and document the exact date a forecast transaction is expected to occur. However, it is required to identify and document **the time period** during which the forecast transaction is expected to occur within a reasonably specific and generally narrow range of time from a most probable date, as a basis for assessing hedge effectiveness. To determine that the hedge will be highly effective in accordance with IAS 39.88(d), it is necessary to ensure that changes in the fair value of the expected cash flows are offset by changes in the fair value of the hedging instrument and this test may be met **only if the timing of the cash flows occur within close proximity to each other.** If the forecast transaction is no longer expected to occur, hedge accounting is discontinued in accordance with IAS 39.101(c).*

99. De toda a forma, os procedimentos adotados pela Companhia, parecem interferir, a todo o momento, nos parâmetros originalmente documentados no início do hedge, implicando em desqualificação para a contabilidade de hedge.
100. Nesse sentido, permanecemos com o entendimento de que se desvirtuou a essência econômica do *hedge accounting* migrando de uma política de proteção de risco para um mecanismo de diferimento de perdas cambiais.

b) Teste de efetividade no caso específico das relações de hedge em que Contratos a Termo foram designados como instrumentos de hedge

Recurso

101. A Companhia argumenta que, para que as relações de hedge designadas pela Petrobras com relação às suas exportações futuras fossem inefetivas, seria necessário aplicar um *hedge ratio* diferente de 1 para 1, o que não é o caso.
102. Nesse sentido, a suposta inefetividade, apontada no item 40 do Ofício nº 30/2017/CVM/SEP/GEA-5, para uma das relações de hedge da Petrobras, derivou de uma alteração no *hedge ratio* realizada pela SEP, que deixou de ser de 1 para 1, a partir da desconsideração de uma dívida com vencimento posterior à data prevista para a exportação. Tal alteração estaria fundamentada por sua interpretação do item 75 do CPC 38, segundo o qual "a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge".
103. Por sua vez, a PWC argumenta que, neste teste, a efetividade da relação de hedge deveria ter sido apurada para o montante de US\$ 466 milhões até a data de vencimento do derivativo, quando ocorre, obrigatoriamente a revogação do derivativo como instrumento de hedge, conforme previsto no item 101(a) do CPC 38. A partir dessa data, restaria apenas a relação de hedge designada para o montante de exportações futuras equivalente ao valor de referência das dívidas de US\$ 136 milhões.

Análise GEA-5

104. Inicialmente, cumpre-nos esclarecer que o *hedge ratio* da relação de hedge por nós analisada, em teste de efetividade retrospectiva, não se alterou a partir da desconsideração de uma dívida com vencimento posterior à data prevista para a exportação (fundamentado no item 75 do CPC 38), mas porque um dos instrumentos de proteção (contrato a termo) presente na relação de hedge venceu muito antes da exportação prevista ocorrer, havendo descasamento de volume e de prazo. O descumprimento do item 75 do CPC 38 foi considerado também, mas como indicativo de que a relação de hedge designada, *at the inception*, não seria válida (o que comprovamos mais acima).
105. Replicamos abaixo o teste por nós realizado, conforme Relatório nº 43/2016-CVM/SEP/GEA-5.

Exercício aplicado ao caso concreto:

(Utiliza-se o dólar-ptax para fins ilustrativos. Os demais dados são os fornecidos pela Companhia)

- **Objeto de Hedge:** A Petrobras estima exportações para o mês de jan-15, totalizando receitas de USD 466 milhões (montante equivalente a um percentual do instrumento de hedge).

- **Instrumento de Hedge:** Contrato a Termo (+) Saldo de principal de dívida em dólar (USD 330 milhões + USD 136 milhões = USD 466 milhões).

Instrumento de Hedge 1	
Contrato a Termo ("CT")	
Data de fechamento	15/4/2013
taxa spot (ptax)	1,9784
taxa a termo* ¹	2,0000
vencimento	24/5/2013
câmbio no vencimento* ²	2,0489
risco	alta do dólar
valor notional (USD)	330.000.000
valor notional (R\$)	660.000.000

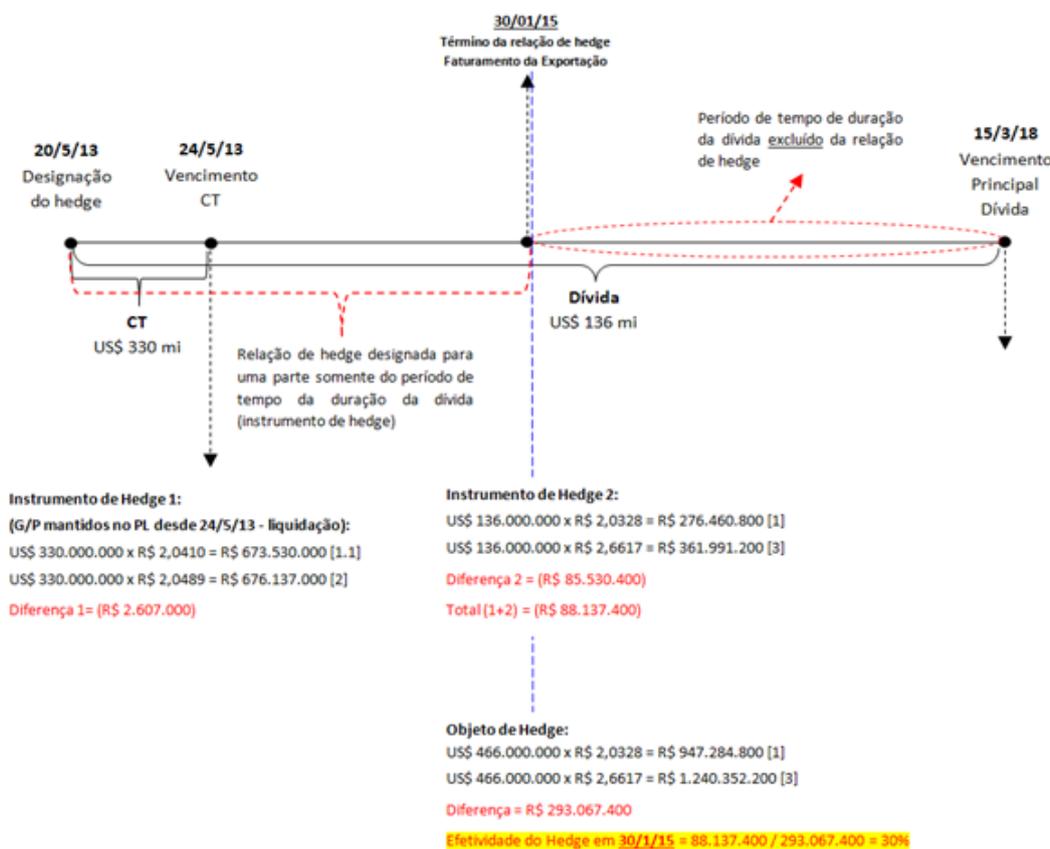
Instrumento de Hedge 2	
Instrumento Dívida em USD ("Dívida")	
vencimento	15/3/2018
saldo do principal	136.000.000
risco	alta do dólar

*¹estimada para fins deste exercício, considerando cupom cambial, custo banco etc

*²ptax: preço à vista e preço à termo convergem até o vencimento do contrato

- Data da designação da relação de hedge: **20/5/2013**
- Dólar *spot* na designação: US\$/R\$ 2,0328 [1]
- Taxa a termo na designação*¹: US\$/R\$ 2,0410 [1.1]
- Dólar *spot* em 24/5/2013*²: US\$/R\$ 2,0489 [2]

- Dólar *spot* em 30/01/2015: US\$/R\$ 2,6617 [3]



106. Analisou-se, retrospectivamente, a real efetividade do hedge por meio da comparação da alteração quantitativa do valor do instrumento de hedge (ganhos e perdas acumuladas no Contrato a Termo até seu vencimento em 24/05/13 e ganhos e perdas acumuladas na dívida em dólar) com a alteração do valor dos fluxos de caixa esperados do objeto de hedge, em relação ao risco (câmbio), [5] para a data de 30/01/15 (faturamento da exportação).
107. Conforme dados levantados nesse exercício, há indícios de que a relação de hedge se mostrou inefetiva, com resultado real do hedge (30%) fora do intervalo de 80 a 125%.
108. Isso se deve ao fato de que o montante do fluxo de caixa da exportação, designado como item de hedge (US\$ 466 milhões), não é igual ao montante dos fluxos de caixa dos instrumentos de hedge (US\$ 330 milhões + US\$ 136 milhões) para todo o período da relação de cobertura. As exposições são simétricas apenas até a data de vencimento do Contrato a Termo (24/5/13). Depois disso, a relação de cobertura conta somente com o volume financeiro do instrumento de dívida (US\$ 136 milhões).
109. Além disso, o exercício demonstra, mais uma vez, que parte dos fluxos de caixa do instrumento de dívida foram excluídos da relação de hedge específica, descumprindo o disposto no item 75 do CPC 38.
110. Considerando os dados que nos foram fornecidos (Nota Técnica) entendemos que houve uma combinação de um derivativo (contrato a termo) com um não derivativo (dívida dolarizada) e que esta combinação foi designada como instrumento de hedge para proteger a exposição cambial oriunda de exportações previstas para ocorrer em jan/15.
111. A respeito, devemos considerar o disposto no item 77 do CPC 38, a saber:

“Dois ou mais derivativos, ou proporções deles (ou, no caso de hedge de risco de moeda, dois ou mais não derivativos ou proporções deles, ou uma combinação de derivativos e não derivativos ou proporções deles), podem ser vistos em combinação e conjuntamente designados como instrumento de hedge, incluindo a situação quando o risco resultante de alguns derivativos compensa os resultantes de outros. [...]”.

112. De acordo com este dispositivo, um derivativo e um não derivativo podem ser vistos em combinação e

conjuntamente designados como instrumentos de hedge. Portanto, entendemos que o teste de efetividade deve recair sobre o componente derivativo e o componente não derivativo tomados em combinação, como um único instrumento de hedge.

113. Desta forma, não pode prosperar o argumento da PWC de que, após a liquidação do contrato a termo, quando ocorre, obrigatoriamente, a revogação do derivativo como instrumento de hedge, “restaria apenas a relação de hedge designada para o montante de exportações futuras equivalente ao valor de referência das dívidas de US\$ 136 milhões”.
114. Não estamos tratando de duas relações de hedge específicas, mas de apenas uma relação de hedge em que dois componentes são combinados e conjuntamente designados como instrumento de hedge. O teste de efetividade, portanto, deve levar em consideração o todo e não partes da relação.
115. Além do que, se isso fosse possível, a relação de hedge revogada, em virtude da liquidação do contrato a termo, também não passaria no teste de efetividade prospectiva, tendo em vista o enorme descasamento de prazo entre o vencimento do contrato a termo (**24/05/2013** – 4 dias após a designação inicial, o que já causa estranheza) e o vencimento do objeto de hedge (jan/15), sem previsão de substituição ou *rollover* do contrato a termo. Um instrumento de hedge que vence um ano e oito meses antes do objeto de hedge não poderia resultar em uma relação de hedge efetiva prospectivamente. Desta forma, tal relação sequer poderia ser designada *at the inception*.
116. Assim sendo, mantemos nosso entendimento de que as relações de hedge em que Contratos a Termo foram designados como instrumentos de hedge são, todas, inefetivas (prospectivamente e retrospectivamente), violando o disposto no item 88(d) do CPC 38.

c) Essência econômica da aplicação da Contabilidade de Hedge

Recurso

117. A Companhia argumenta que não se observa, nas normas vigentes, qualquer requerimento de que as dívidas denominadas em moeda estrangeira tenham sido originalmente contraídas pela Petrobras com a finalidade de servir de instrumentos de proteção para as variações cambiais nas exportações, pois não faria sentido econômico.
118. Como regra, a Companhia não exporta para cobrir dívida, nem se endivida para proteger efeito do câmbio na exportação. O que ocorre é, estando ambas as transações presentes e na mesma moeda, a possibilidade de se designar a relação entre elas e praticar-se o tipo de hedge em discussão torna-se concreta.
119. A Petrobras afirma que, a partir da identificação da relação de proteção natural, a contabilidade de hedge é uma opção plenamente legal e válida, que permite o casamento temporal entre a variação cambial das dívidas, já registradas no balanço, e a variação cambial das exportações futuras, as quais serão registradas em períodos seguintes.
120. A estratégia de proteger variações cambiais de exportações futuras por meio de variações cambiais de dívidas presentes no balanço denota um ganho de natureza operacional, pois, caso as exportações não fossem assim protegidas, seria necessária a contratação de instrumentos derivativos junto a instituições financeiras, o que faria com que a Companhia incorresse em custos financeiros desnecessários.
121. No ano de 2013, tendo em vista a convergência das normas brasileiras às normas internacionais de contabilidade, a Petrobras estendeu à essa relação de hedge natural a denominada contabilidade de hedge, na qual as exportações futuras tidas como altamente prováveis são consideradas o item a ser protegido (objeto de hedge) e as dívidas, o instrumento de proteção (instrumento de hedge).
122. A esse respeito, a Companhia argumenta que primeiro são projetadas as exportações, no âmbito de seu Plano de Negócios e Gestão e de seu Plano Estratégico, para depois serem contratadas as dívidas que viabilizarão esses planejamentos, se possível mitigando riscos de variação cambial caso a moeda da dívida seja a mesma das exportações, ou seja, dólares norte-americanos.
123. A obtenção de financiamento em dólares norte-americanos, além de atender aos requisitos de liquidez demandados pela empresa e custo de capital reduzido para que seus planos sejam concretizados, também representa uma forma natural de mitigar o risco de variação cambial oriundo do fluxo previsto de exportações futuras.
124. Assim, a Contabilidade de Hedge permite à Petrobras refletir no resultado de um mesmo período a variação

cambial de suas exportações futuras (quando realizadas) e aquela oriunda de suas dívidas denominadas em dólares norte-americanos, alinhando a contabilidade com a sua política de gestão de riscos cambiais e com a essência econômica de seus negócios.

125. Além disso, a Petrobras argumentou que o que à primeira vista poderia ser entendido, na Nota Técnica (documento que formaliza a adoção da contabilidade de hedge), como preocupação com a variação cambial de passivos dolarizados, de fato era a preocupação em refletir, nos registros contábeis, a política de hedge natural da Petrobras.
126. De acordo com a Companhia, as menções às dívidas, que são realizadas nos documentos internos, se devem ao fato de que elas são os elementos com reflexo no balanço patrimonial (o que não é válido para as exportações futuras, que apenas afetarão as demonstrações financeiras quando reconhecidas).
127. No que se refere à afirmação da SEP contida no Ofício nº 30/2017/CVM/SEP/GEA-5 de que a estratégia de gestão de riscos da Companhia buscaria proteção à exposição cambial da dívida e não à exposição cambial inerente ao fluxo das exportações futuras altamente prováveis, a Companhia argumenta que aplica corretamente os requisitos dos itens 72 e 78 do CPC 38 ao designar dívidas dolarizadas como instrumentos de hedge e exportações altamente prováveis como objetos de hedge.
128. Além disso, a Petrobras esclarece que ao contratar uma dívida em dólares norte-americanos, não está recorrendo "a um instrumento de proteção antes mesmo da existência do risco a ser protegido", pois as dívidas são contratadas para financiar o que está previsto no seu plano de negócios, que inclui a estimativa de exportações, onde parte pode ser considerada altamente provável.
129. A Petrobras afirma que, "de fato, dívidas não são contratadas pela Companhia com o objetivo primário de mitigar riscos aos quais se encontra exposta, mas a moeda em que essas dívidas são contratadas produz sim uma relação de proteção. O hedge ora avaliado é justamente denominado de natural, por permitir que as organizações mitiguem suas exposições ao risco de variação cambial, sem a necessidade da contratação de derivativos".

Análise GEA-5

130. Inicialmente, cumpre-nos observar que os aspectos aqui analisados foram por nós considerados como indicativo de que a essência econômica da operação era outra. Portanto, devem ser avaliados como um complemento às evidências técnico-objetivas, acima detalhadas, de que os procedimentos adotados pela Companhia não estão aderentes à norma contábil vigente.
131. Assim sendo, conforme estabelecido no item 88(a) do CPC 38, a contabilidade de hedge deriva de uma estratégia de hedge previamente documentada. No caso da Companhia, suportada por um hedge natural, cujos critérios à qualificação para a contabilidade de hedge devem observar os princípios básicos do hedge.
132. Destacamos que a necessidade de comprovar a alta efetividade do hedge, bem como de se definir e documentar a relação de cobertura, o objetivo do gerenciamento de risco, o instrumento de hedge e o objeto de hedge traduzem exatamente a necessidade de que os princípios básicos do hedge estejam atendidos no momento da formalização da contabilidade de hedge.
133. No caso concreto, considerando o hedge natural existente entre as exportações altamente prováveis e o passivo dolarizado, e a estratégia de gerenciamento de risco que a Companhia afirma adotar[6], as dívidas (antigas) escrituradas passaram a ter como finalidade servir de cobertura econômica para as exportações, formalizando-se a contabilidade de hedge.
134. Nesse sentido, a necessidade de haver o casamento entre as maturidades das exportações e das dívidas, para cada relação de hedge individual, *at the inception*, reforça a lógica do hedge aplicada ao caso concreto de que ao receber as exportações previstas, os empréstimos já estejam quitados ou se possa utilizar os recursos das próprias exportações para quitá-los (tão logo houvesse o recebimento dos recursos).
135. É coerente imaginar que, no processo de gestão de suas atividades, a Companhia não exporte para cobrir dívida, nem se endivide para proteger efeito do câmbio na exportação. Entretanto, ao formalizar a contabilidade de hedge, é preciso que a estratégia de gestão de risco para levar a efeito o hedge (mesmo que derivada de um hedge natural), cumpra com os princípios básicos do hedge indicados nos itens 88 do CPC 38.
136. Nesse sentido, verificamos preocupação primária da Companhia, exposta na Nota Técnica, com os efeitos da

variação cambial dos passivos dolarizados no seu Demonstrativo de Resultado; como se, em essência, a estratégia de gestão de risco da Companhia fosse a de buscar proteção à exposição cambial da dívida e não à exposição cambial inerente ao fluxo das exportações futuras altamente prováveis.

137. Reproduzimos, abaixo, diversas citações da Nota Técnica que ratificam essa afirmação:

- a. “[...] em razão do acentuado aumento da exposição cambial do balanço patrimonial produzido pelo crescente endividamento da Companhia, agravado pelas recentes captações em moeda estrangeira que, a partir de 31/3 totalizaram US\$ 13,6 bilhões, o Planejamento Financeiro e Gestão de Riscos estudou alternativas que conduzam à redução do efeito das variações da taxa de câmbio *spot* no Demonstrativos de Resultado”;
- b. “Este saldo é bastante expressivo e implica que, dado o tratamento contábil hoje utilizado na Companhia, uma pequena variação na taxa de câmbio *spot* pode impactar severamente o seu resultado. Por exemplo, cada 1% de variação da taxa de câmbio *spot* em um trimestre determina resultado bruto de variação cambial de aproximadamente R\$ 1,2 bilhões”. “Esse impacto de variação cambial pode influenciar de maneira significativa o lucro líquido da Companhia, bem como o valor dos dividendos”;
- c. “[...] podemos concluir que o risco de variação na taxa de câmbio *spot* sobre o endividamento em dólares da Companhia é protegido naturalmente pela exposição inversa ao mesmo tipo de risco de suas exportações de petróleo e derivados”;
- d. “considerando que grande parte de eventuais ganhos ou perdas cambiais sobre o endividamento em moeda estrangeira se efetiva no longo prazo, o risco de variação na taxa de câmbio *spot* na dívida da Companhia é naturalmente compensado pela exposição inversa no mesmo tipo de risco de suas exportações futuras de petróleo e derivados”;
- e. “alternativa viável para eliminar os efeitos no resultado financeiro da Petrobras da exposição à variação na taxa de câmbio *spot* do seu endividamento em dólares, aproximando as demonstrações contábeis à realidade dos negócios da Companhia”; e
- f. “O Plano de Negócios e Gestão da Petrobras projeta um fluxo consistente de exportações em valor mais que suficiente para compensar a exposição cambial da dívida vincenda [...]” [grifo nosso].

138. Em seu parecer, o Professor Eliseu Martins afirma que “de acordo com os esclarecimentos prestados nos documentos elencados, fica evidente que a Petrobras tem como objetivo de gerenciamento de risco a mitigação das variações cambiais de exportações futuras por meio das oscilações de contratos de dívidas indexados também ao câmbio; adicionalmente o mesmo documento explicita que esse tratamento deverá ser aplicado de maneira uniforme a todas as entidades do grupo quando houver por parte da gestão a intenção de adotar o hedge de compensações naturais”.

139. No entanto, tal argumento não nos parece consistente diante das informações constates da Nota Técnica. Percebemos, a partir dos trechos acima relatados, que a essência da estratégia de gerenciamento de risco, tal como foi apresentada, parece ter como objetivo principal oferecer proteção às variações cambiais oriundas da dívida dolarizada.

140. Formalmente, a Companhia designa as exportações como objeto de hedge e as dívidas dolarizadas como instrumentos de hedge. Entretanto, como já demonstramos na análise do item “a”, os efeitos práticos dos mecanismos adotados pela Companhia evidenciam justamente o inverso, indicando que se desvirtuou a essência econômica do *hedge accounting* migrando de uma política de proteção de risco para um mecanismo de diferimento de perdas cambiais.

d) Importadora Líquida versus Exportadora Líquida.

Recurso

141. No que se refere ao fato de a Petrobras ter sido importadora líquida, a Companhia argumenta que a análise restrita da balança comercial projetada da Petrobras não reflete a forma como a Companhia gere o risco desses fluxos à variação do dólar, citando trecho de documento interno:

“No que se refere ao gerenciamento de riscos cambiais, a PETROBRAS busca identificá-los e tratá-los de forma integrada através do reconhecimento ou criação de proteções naturais (hedges naturais), beneficiando-se das correlações entre suas receitas e despesas. Com o objetivo de aceder à política de risco cambial da PETROBRAS, o risco cambial procedente das vendas futuras altamente prováveis de

petróleo e derivados para o mercado externo em moeda estrangeira é mitigado utilizando dívida em moeda estrangeira”.

142. A Companhia argumenta que as receitas e despesas mencionadas no trecho acima incluem não apenas as denominadas em dólares norte-americanos, mas também as que sofrem influência de variações na taxa de câmbio R\$/US\$, na forma de convergência dos preços médios aos dos mercados internacionais. Isso inclui as receitas oriundas de vendas de diesel e gasolina no mercado interno, o que produz uma exposição cambial substancialmente diferente da que seria obtida analisando-se apenas as importações e exportações.
143. Por fim, a Companhia afirma que a imposição de uma análise de risco de variação do dólar às importações e exportações, sem considerar outros fluxos, extrapola os limites da aplicação dos requerimentos do CPC 38 para aplicação de Contabilidade de Hedge e avança sobre a política de gestão de riscos da Companhia que, a despeito de quaisquer discordâncias, reflete, de fato, a forma como a Administração gere a exposição da Petrobras ao risco de variação cambial.

Análise GEA-5

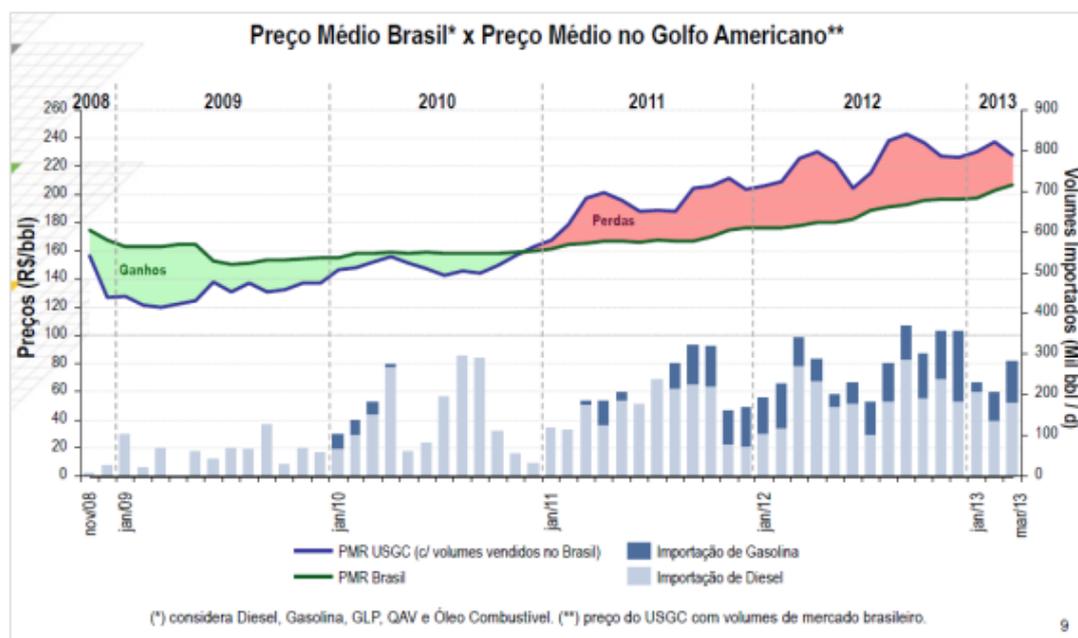
144. Inicialmente, cumpre-nos esclarecer que este aspecto foi tratado na análise constante do Relatório nº 43/2016-CVM/SEP/GEA-5, em que concluímos não haver impedimento normativo para que a Companhia designasse parte do volume financeiro de suas exportações como item coberto específico, sem considerar os efeitos das importações para sua posição líquidas.
145. É de nosso conhecimento que o hedge de posição líquida global, em vez de uma posição coberta específica, não se qualifica para contabilidade de hedge (o item AG101 do CPC 38).
146. Portanto, registramos que a decisão de determinação de refazimento e republicação das demonstrações financeiras da Companhia não está fundamentada sob este aspecto. Tampouco se alteraria pelo fato de, em 2016, a Companhia ter se tornado exportadora líquida.
147. Entretanto, o fato de que a Companhia era importadora líquida de petróleo e derivados no momento de adoção da política de *hedge accounting* pode ser entendido, ao menos, como indicativo da essência econômica da operação. Foi o que indicamos no Ofício nº 30/2017/CVM/SEP/GEA-5.
148. Nesse sentido, a exposição líquida da Companhia merece atenção em virtude da necessidade de identificar o sentido econômico de proteger a flutuação no resultado das exportações, que foi designado como objeto do hedge pela Companhia.
149. Conforme Política Corporativa de Gestão de Riscos da Companhia do Sistema Petrobras, “é adotada uma filosofia de gestão integrada de riscos, segundo a qual o foco da gestão não está nos riscos individuais – das operações ou das unidades de negócio – mas na perspectiva mais ampla e consolidada da corporação, capturando possíveis proteções naturais” (grifo nosso).
150. A esse respeito, a Companhia argumenta reiteradas vezes haver, em sua estrutura patrimonial, um hedge natural entre exportações futuras e dívidas dolarizadas. Entretanto, há que se considerar que as importações também seriam um hedge natural às exportações da Petrobras.
151. Ao adotar a contabilidade de hedge sem levar em conta a exposição líquida de risco cambial, a Companhia quebra a relação natural de hedge existente entre importações e exportações, aumentando o montante financeiro de importações futuras descobertas.
152. Quanto a isso, a Companhia, bem como a PWC, o Sr. Jan Engstrom e o Professor Eliseu Martins argumentam que a Petrobras repassa a variação de preços de suas importações para o mercado interno, de maneira que o risco associados às importações seria mitigado.
153. O Sr. Jan Engstrom acha perfeitamente lógico que a Companhia transfira as variações de preços dos mercados internacionais para o mercado interno, sem, no entanto, apresentar as razões pelas quais chega a essa conclusão:

“I have found it perfectly logical that the company considers that variations in world prices on imported energy products will be transferable to the local market”.

154. A PWC afirma que o Plano de Negócios da Companhia prevê a paridade de preços entre importação e mercado interno:

“A esse respeito, especificamente no caso da Companhia, os objetivos gerais de gestão de riscos são pautados em seu Plano de Negócios e Gestão (PNG). Esse plano admite como premissa a paridade de importação para os preços de derivados de petróleo praticados no Brasil. Conseqüentemente, a estratégia de gerenciamento de riscos adotada pela Companhia assume que o risco cambial associado às importações seja mitigado pelas vendas de derivados de petróleo no mercado local. Portanto, o volume de exportações não guarda relação com a estratégia adotada pela Companhia para gerir o risco cambial das suas importações”.

155. O Professor Eliseu Martins realizou um estudo estatístico que apontou alta correlação (0,78/0,85 - calculada através do coeficiente de Pearson) entre variação cambial e preços internos dos combustíveis.
156. Contudo, o que se verifica ao analisar os dados da Companhia, é que, embora haja alta correlação estatística entre a variação da taxa de câmbio e os preços internos de combustíveis, na prática, essa correlação não se traduz em mitigação integral dos riscos cambiais oriundos das importações. O que põe em dúvida o uso do próprio teste de correlação neste caso.
157. A respeito, em seu Plano de Negócios e Gestão 2013-2017, a Petrobras apresentou gráfico que ilustra a defasagem de preços:



158. Verificamos, de fato, que a Companhia não repassou as variações de preços de insumos importados para os produtos vendidos no mercado local, resultando em oscilações relevantes para mais e para menos, e acarretando perdas em 2011 e 2012.
159. Além disso, a própria Companhia informa na seção Fatores de Risco do Formulário de Referência, tanto na época da adoção da contabilidade de hedge (FRE 2013), quanto no momento atual (FRE 2016) que “não ajusta necessariamente nossos preços para diesel, gasolina e outros produtos, para refletir a volatilidade dos preços do petróleo nos mercados internacionais ou movimentações de curto prazo no valor do Real” e que “podemos fazer investimentos, incorrer em custos e realizar vendas em condições que poderão impactar negativamente em nossos resultados operacionais e posição financeira”.
160. Desta forma, a despeito de a Companhia argumentar que considera em seu planejamento a paridade de preços e que visa alinhar, em longo prazo, o preço do petróleo e derivados com as cotações internacionais, na prática, isso não se verifica (considerando dados da época da adoção da contabilidade de hedge).
161. Assim sendo, a despeito de nossa decisão não estar fundamentada sob esse aspecto, a qualidade de importadora líquida foi por nós entendida como indicativo de que a essência econômica da operação era outra.

DA CONCLUSÃO

162. No que tange o pedido de recurso da Petrobras, considerando tudo o que foi acima comentado, recomendo

que a SEP mantenha o entendimento constante do Ofício nº 30/2017/CVM/SEP/GEA-5, no sentido de que o procedimento adotado pela Companhia, qual seja o de designar instrumentos de hedge com prazo superior à relação de hedge estabelecida, contraria o item 75 do Pronunciamento Técnico CPC 38.

163. Além disso, entendo que (i) o mecanismo de redesignação, aplicado no caso concreto, constitui desvio em relação à norma contábil vigente; e que (ii) há diversos problemas com a documentação formal do início do hedge, destacadamente quanto à ausência de previsão a respeito da prática de redesignação dos instrumentos de proteção, o que desqualifica as relações de hedge documentadas para a contabilidade de hedge.
164. Dessa forma, pelos fatores acima descritos, mantenho o entendimento constante do Ofício nº 30/2017/CVM/SEP/GEA-5, de que o “procedimento contábil levado a efeito pela Companhia, à luz do princípio da prevalência da essência sobre a forma, previsto na Estrutura para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, aprovada pela deliberação CVM n. 675 de 13 de dezembro de 2011, não espelha a realidade econômica observada. A nosso ver, desvirtuou-se a essência econômica do *hedge accounting* migrando de uma política de proteção de risco para um mecanismo de diferimento de perdas cambiais”.
165. Destaco, ainda, que o para um entendimento mais específico a respeito da operação aqui analisada, deve-se recorrer ao Relatório nº 43/2016-CVM/SEP/GEA-5 (fls. 375/396) e Memorando nº 8/2017-CVM/SEP/GEA-5 (fls. 454/464).
166. Cabe ressaltar que resta pendente a Companhia responder ao Ofício nº 37/2017/CVM/SEP/GEA-5, datado de 20/03/2017, por meio do qual havíamos solicitado informações a respeito dos fundamentos do pedido de confidencialidade do recurso interposto em 17/03/2016, bem como havíamos solicitado indicar as informações e documentos cujo acesso deve ser restringido.
167. Diante do exposto, sugiro, antes do envio ao Colegiado, que o presente processo seja encaminhado à Superintendência de Normas Contábeis (SNC) para conhecimento e eventual manifestação. Vale informar que a cópia do referido recurso já foi encaminhada à SNC.

Atenciosamente,

Nathalie A. Araujo M. Vidual

Analista

De acordo, à SEP,

Vinicius Almeida Janela

Gerente de Acompanhamento de Empresas 5

De acordo, à SNC,

Fernando Soares Vieira

Superintendente de Relações com Empresas

[1] <https://www.pwc.com/gx/en/ifrs-reporting/pdf/ias39hedging.pdf>

[2] Na hipótese de que o item 75 do CPC 38 tivesse sido cumprido e que novas designações não tivessem sido realizadas em volume expressivo.

[3] Fonte: Planilha “EGA Resultado 2013”, Guia “PPC – Hedge 05e 06-13” e Planilha “Copy of Análise detalhada 2015”, Guia “PPC – HÁ Dez/15” – material sobre teste de efetividade fornecido pelos auditores independentes.

[4] Considerando a lógica da Companhia de que utiliza o mecanismo de redesignação para que todo o período de tempo de duração dos instrumentos de dívida seja utilizado.

[5] *Dollar offset ratio*.

[6] Desconsiderando, neste momento, a preocupação primária com a variação cambial da dívida esboçada na Nota Técnica.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 30/03/2017, às 16:34, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Vinicius Almeida Janela, Gerente**, em 30/03/2017, às 16:36, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Nathalie de Andrade Araujo Matoso Vidual, Analista**, em 30/03/2017, às 16:38, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0251990** e o código CRC **C3317BD7**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0251990** and the "Código CRC" **C3317BD7**.*
