

ELISA HELMS

**AS DISCREPÂNCIAS NA DIVULGAÇÃO DAS DESPESAS FINANCEIRAS:
UM ESTUDO DAS VARIAÇÕES CAMBIAIS**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2007

ELISA HELMS

**AS DISCREPÂNCIAS NA DIVULGAÇÃO DAS DESPESAS FINANCEIRAS:
UM ESTUDO DAS VARIAÇÕES CAMBIAIS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial
para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e
Financeiras, sob a orientação do Prof. Dr. Rubens Famá.

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2007

ELISA HELMS

**AS DISCREPÂNCIAS NA DIVULGAÇÃO DAS DESPESAS FINANCEIRAS:
UM ESTUDO DAS VARIAÇÕES CAMBIAIS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial
para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e
Financeiras, sob a orientação do Prof. Dr. Rubens Famá.

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS

BANCA EXAMINADORA

AGRADECIMENTOS

A meu querido marido, Bacci, pelo grande amor, paciência, compreensão, apoio e enorme contribuição na revisão deste trabalho.

Ao Professor Dr. Rubens Famá, meu orientador, pela atenção, dedicação, generosidade, conselhos e palavras de estímulo, fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho.

Aos professores Gideon Carvalho de Benedicto e José Carlos Marion, pela honra que me concederam ao avaliar o trabalho cujas valiosas contribuições e sugestões contribuíram para aperfeiçoá-lo.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Financeiras da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP, pela atenção e dedicação com que transmitiram seus conhecimentos.

Aos colegas do curso, que muito contribuíram para o meu desenvolvimento ao longo do curso, em especial, aos colegas Edvalda Araújo Leal, Márcia dos Santos e Alexandre Gonzáles, sempre prontos a me ajudar e incentivar.

Ao Dresdner Bank, na figura de senhor Martin Duisberg, pelo apoio financeiro, e aos meus colegas de trabalho, Nilo Goto e Edson Bartoletti, pelo suporte e compreensão em todos os momentos.

Aos meus familiares e amigos, sempre tão gentis solicitando minha presença mais constante, que souberam compreender os meus inúmeros “não tenho tempo”.

Enfim, a todos aqueles que de alguma forma, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho, meus sinceros agradecimentos.

RESUMO

As empresas, independentemente das decisões que tomam, estão sujeitas aos efeitos das oscilações cambiais, cuja maior ou menor intensidade, que depende do grau de alavancagem financeira em moeda estrangeira, reflete-se diretamente no seu desempenho econômico. Na esteira do processo de globalização econômica, que impulsionou também o crescimento do mercado de capitais brasileiro, a informação contábil tem sua demanda intensificada, com necessidade crescente de precisão e transparência das demonstrações contábeis, base para a análise da performance das companhias. Nessa análise, o resultado financeiro desempenha papel fundamental, e é nesse contexto que as variações cambiais têm expressiva importância. Assim, tanto as despesas como as receitas financeiras decorrentes das oscilações cambiais devem ser sempre claramente segregadas para que possam ser tratadas devidamente e não haja uma avaliação incorreta da empresa, inclusive por analistas estrangeiros, que não vivenciam ambientes sujeitos a fortes e/ou bruscas oscilações cambiais. Esta dissertação apresenta o resultado de uma pesquisa qualitativa, feita mediante levantamento com base nas demonstrações contábeis de empresas de capital aberto com expressivos índices de imobilização de recursos. Para compor a amostra foram utilizadas empresas dos setores de papel e celulose, siderurgia e energia, abrangendo as demonstrações contábeis relativas aos períodos de 2001 a 2006 nos quais se observam oscilações cambiais expressivas. Os resultados apontam que há discrepâncias, tanto quanto à apresentação dos Resultados Financeiros na Demonstração do Resultado do Exercício, como na apresentação e conteúdo das Notas Explicativas, evidenciando que há necessidade de mais transparência e uniformização contábil nas demonstrações financeiras, em que pese o legislador e os órgãos de regulamentação terem empreendido esforços no sentido de definir as informações que devem constar nas demonstrações contábeis. Isto se deve, em parte, a que nem todas as orientações têm caráter de obrigatoriedade, tornando-se mais uma questão de ética e responsabilidade corporativa.

Palavras-Chave: demonstrações contábeis, resultado financeiro, despesas financeiras, variações monetárias, variações cambiais, juros sobre capital próprio.

ABSTRACT

The companies, independently of their decisions, suffer the effect of foreign exchange variations, which have greater or minor intensity, depending on the financial leverage level in foreign currency, reflecting directly in its economical performance. The process of economic globalization, that has also stimulated the growth of the Brazilian stock market, has intensified the demand for information, with increasing necessity of accuracy and transparency of the financial figures, used for the assessment of companies' performance. In this evaluation the financial result plays a very important role and it is in this context that foreign exchange variations have expressive importance. Thus, both interest expenses and interest income derived from foreign exchange variations should always be clearly segregated so that they can be treated appropriately to avoid inaccurate assessments from foreign analysts, who are not used to handling such strong and sharp exchange rate instabilities. This work presents the analysis of a research based on the financial figures of listed, high leveraged Brazilian companies, engaged in the production of pulp & paper, steel and energy utilities, related to the period from 2001 up to 2006, years in which the exchange rate showed significant instability. The results of the research indicate discrepancies, not only in the way interest income and expenses are presented in the Income Statement but also their presentation and content in the Explanatory Notes, showing the necessity of more uniformity and transparency in the accounting related to the financial interest and income derived from foreign exchange variations, despite the efforts of the legislator and the regulator entities to define disclosure procedures. This is due more to the fact that not all rules are mandatory being much more a question of ethics and corporate responsibility.

Keywords: financial statements, financial result, interest expenses, monetary variation, foreign exchange variation, Interest on shareholders' equity

SUMÁRIO

1	Introdução	1
1.1	Contextualização do tema	2
1.2	Justificativa	6
1.3	Problema	8
1.4	Objetivo.....	9
1.5	Estrutura do trabalho	9
2	Fundamentação Teórica	11
2.1	Variações monetárias	11
2.1.1	Diferimento cambial	14
2.1.2	Proposta “Dólar Justo” segundo Szuster e Szuster	16
2.1.3	A Posição do International Accounting Standards Board - IASB	19
2.1.4	Conversão da Moeda Estrangeira nas Demonstrações Contábeis	20
2.2	Resultados Financeiros Líquidos	22
2.2.1	Projeto de Lei nº 3.741 de 2000, que altera a Lei 6.404/76.....	24
2.2.2	Juros sobre Capital Próprio.....	27
2.2.3	Notas Explicativas sobre Resultados Financeiros.....	32
2.3	Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos e dos Fluxos de Caixa	34
2.3.1	Variações monetárias na DOAR e na DFC.....	36
2.4	Geração de recursos	37
2.4.1	Índices e Cláusulas Contratuais	39
2.4.2	Ratings	39
3	Metodologia da Pesquisa	44
3.1	Método	44
3.2	Seleção da amostra.....	48
3.2.1	Principais características dos setores selecionados.....	48
3.2.2	Visão Geral sobre o mercado de capitais brasileiro.....	53
4	Pesquisa.....	58
4.1	Resultados da Pesquisa - Setor de Papel e Celulose	58
4.2	Resultado da Pesquisa - Setor Siderúrgico	67
4.3	Resultados da Pesquisa - Setor Elétrico.....	76
4.4	Considerações finais sobre a Pesquisa	83
5	Considerações Finais	85
6	Referências Bibliográficas	90
7	Apêndices.....	94

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SÍMBOLOS

ANEEL	- Agência Nacional de Energia Elétrica
APIMEC	- Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
BACEN	- Banco Central do Brasil
BOVESPA	- Bolsa de Valores de São Paulo
BRACELPA	- Associação Nacional dos Fabricantes de Celulose e Papel
CFC	- Conselho Federal de Contabilidade
CMB	- Correção Monetária do Balanço
CMN	- Conselho Monetário Nacional
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
DFC	- Demonstração dos Fluxos de Caixa
DLPA	- Demonstração dos Lucros/Prejuízos Acumulados
DMPL	- Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DOAR	- Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos
DRE	- Demonstração do Resultado do Exercício
EBITDA	- Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EPE	- Empresa de Pesquisa de Energia
FASB	- Financial Accounting Standards Board
FCO	- Fluxo de Caixa Operacional
FIPECAFI	- Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
GAAP	- Generally Accepted Accounting Principles
IAS	- International Accounting Standards
IASB	- International Accounting Standards Board
IBRACON	- Instituto Brasileiro de Contadores
IBS	- Instituto Brasileiro de Siderurgia
IFRS	- International Financial Reporting Standards
IISI	- International Iron and Steel Institute
JCP	- Juros sobre o Capital Próprio
LAJIR	- Lucro antes dos juros e Imposto de Renda
LAJIRDA	- Lucros antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização
MP	- Medida Provisória
NASDAQ	- North American Securities Dealers Automated Quotation

NBC - Normas Brasileiras de Contabilidade

ONS - Operador Nacional do Sistema Elétrico

ORTN - Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

PIB - Produto Interno Bruto

PL - Patrimônio Líquido

RIR - Regulamento do Imposto de Renda

SIN - Sistema Interligado Nacional

SRF - Secretaria da Receita Federal

TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo

VMLP – Variações Monetárias de Longo Prazo

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: IAS 21 – Efeitos de mudanças nas taxas de câmbio	21
Quadro 2: Comparação entre a Lei nº 6.404 e o Projeto de Lei 3.741 dos artigos 184 e 187 ...	25
Quadro 3: Os Cinco Cs do Crédito versus Resolução 2682/99 do BACEN.....	40
Quadro 4: Escala de graduação de risco	43
Quadro 5: Notas explicativas sobre o Resultado Financeiro	60
Quadro 6: Abertura da Variação Monetária ou Cambial na DRE	61
Quadro 7: Variações Monetárias e Cambiais na DFC e na DOAR	61
Quadro 8: Demonstrações Contábeis elaboradas pelo U.S. GAAP.....	63
Quadro 9: Forma de apresentação dos Resultados Financeiros.....	68
Quadro 10: Notas explicativas sobre o Resultado Financeiro	68
Quadro 11: Abertura da Variação Monetária ou Cambial na DRE	69
Quadro 12: Variações Monetárias e Cambiais na DFC e na DOAR	70
Quadro 13: Demonstrações Contábeis elaboradas pelo U.S. GAAP.....	71
Quadro 14: Forma da apresentação dos Resultados Financeiros.....	77
Quadro 15: Notas explicativas sobre o Resultado Financeiro	77
Quadro 16: Abertura da Variação Monetária ou Variação Cambial na DRE.....	78
Quadro 17: Variações Monetárias e Cambiais na DFC e na DOAR	78
Quadro 18: Demonstrações Contábeis elaborados pelo U.S. GAAP.....	80

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Confronto das despesas financeiras em BR. GAAP e U.S. GAAP	63
Tabela 2: Índices de cobertura de juros	64
Tabela 3: Confronto das despesas financeiras em BR. GAAP e U.S. GAAP	72
Tabela 4: Índices de cobertura de juros	73
Tabela 5: Índices de cobertura de juros	81

1 Introdução

A taxa de câmbio é um dos referenciais mais relevantes de uma economia. Suas oscilações pertencem ao grupo de risco sistemático, também conhecido como risco de mercado, ou seja, aquele que afeta as empresas independentemente de suas decisões. Isto ocorre, com maior ou menor intensidade, especialmente em países sem tradição de estabilidade cambial, como tem sido, historicamente, o caso brasileiro, com reflexos nas demonstrações contábeis das empresas e, por conseguinte, em suas avaliações. As citações abaixo ilustram e servem de introdução à contextualização do tema, que vem logo a seguir.

Segundo Marion (2003, p. 369):

Tanto os empréstimos a longo prazo pagáveis em moeda estrangeira, como os empréstimos pagáveis em reais deverão ser atualizados, pelo menos na data do encerramento de cada balanço. Os empréstimos em moeda estrangeira serão atualizados pela taxa de câmbio vigente na data do balanço. A variação cambial (a diferença entre o valor da dívida no início do período e o valor da dívida no final do período) será lançada como despesa operacional no subgrupo Despesas Financeiras. Assim, trataremos essa variação cambial como uma variação monetária.

Iudicibus *et al* (2003, p. 388) citam:

O exigível a longo prazo é acrescido também pelos encargos financeiros, ou seja, por sua atualização contábil, em virtude da variação cambial, juros ou atualização nominal. Essas variações monetárias são registradas como encargos financeiros, mas não afetam o capital circulante no exercício. Dessa forma, não devem aparecer como origem de recursos junto com os acréscimos de exigível a longo prazo, mas como ajuste (adição) ao lucro líquido.

Schrickel (1995, p. 277) afirma que:

Quando falamos em fontes operacionais, referimo-nos a lucros. Todavia, o lucro líquido publicado por uma empresa em suas demonstrações, geralmente, não é o lucro que podemos ou devemos considerar como sua fonte operacional no exercício. Sabemos que nem todas as despesas contabilizadas representaram uma efetiva saída de caixa para a empresa durante o exercício.

Szuster e Szuster (2003, p. 109 e p.117) lembram que:

Nos anos de 2001 e 2002, a existência de elevações transitórias no valor do dólar frente ao real, posteriormente revertidas, acarretaram a geração de Demonstrações Contábeis distorcidas para empresas brasileiras que possuíam ativos ou passivos com cláusula de variação cambial, gerando uma grande volatilidade nos resultados apresentados.

[...] a partir da adoção do câmbio flutuante, a qualidade informacional da Contabilidade das empresas que possuem ativos e passivos em moeda estrangeira é distorcida em determinados momentos pelos acréscimos ou decréscimos temporários nas cotações.

1.1 Contextualização do tema

As empresas com endividamento de longo prazo em moeda estrangeira apresentam parte de suas despesas financeiras sem efeito imediato de caixa. Na Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR), esses valores são geralmente identificados por despesas financeiras de longo prazo ou variações monetárias e cambiais de longo prazo, enquanto que na Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), são usualmente denominadas variações monetárias e cambiais.

A taxa de câmbio é considerada uma das referências de valor mais relevantes de uma economia, pois é usada para intermediar e/ou expressar as relações comerciais e financeiras de um país com os demais países do mundo. Para os exportadores, uma taxa de câmbio desvalorizada é mais atraente, por representar maiores receitas em moeda nacional advindas das exportações, as quais são denominadas em moeda estrangeira. Por outro lado, para os importadores, é sempre interessante a valorização da moeda local, pois assim suas despesas ou custos com importação ficam menores. O mesmo vale para as contas do ativo e passivo e os respectivos encargos envolvidos.

Em 1994, quando da implantação do Plano Real em 1º de julho, a estratégia da política monetária era de ancorar a inflação por meio da fixação da taxa de câmbio, que seguia o regime de bandas cambiais. Importante lembrar que, junto com as elevadas taxas de juros em face da política monetária restritiva em vigor, a estabilidade do câmbio, com um Real valorizado, foi um importante instrumento para a contenção do aumento de preços.

Todavia, em janeiro de 1999, com a crise financeira decorrente do elevado déficit na balança de pagamentos, conjugada a um cenário internacional desfavorável em razão dos impactos sofridos com as crises da Ásia em 1997 e Rússia em 1998, e com o intuito de conter a perda de reservas, o Banco Central, entre outras medidas, alterou a política monetária. Inicialmente, ampliou a banda cambial e, logo em seguida, apenas dois dias mais tarde, visto que o ajuste mostrou-se insuficiente para refrear a evasão de divisas, permitiu que o Real passasse a flutuar livremente. Com isto, houve a primeira forte desvalorização do câmbio pós Plano Real, provocando sua elevação progressiva, com a

paridade real/dólar subindo rapidamente de R\$ 1,21 em 12/01/1999 para um pico de R\$ 2,16 em 03/03/1999, chegando ao final de maio de 1999 a R\$ 1,72.

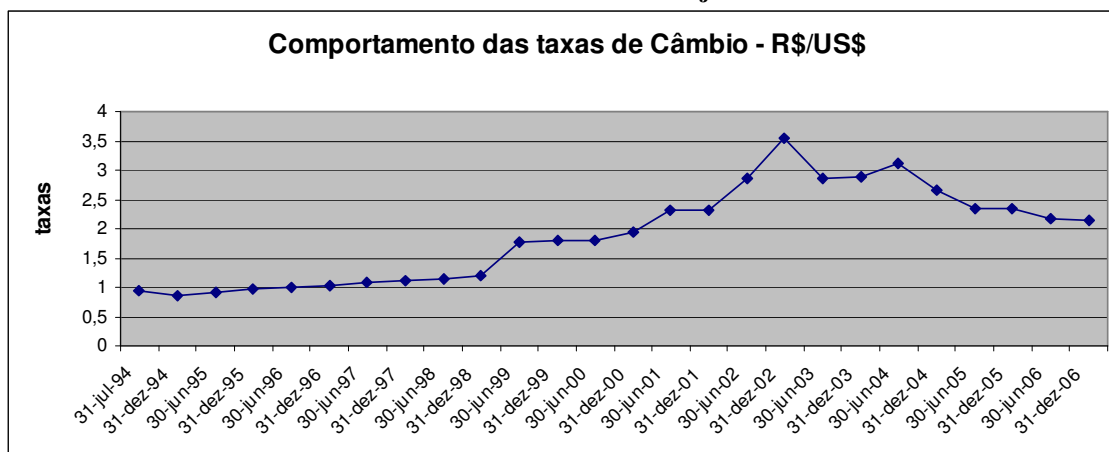
Apesar de não ter havido novas alterações no regime de câmbio no Brasil, que desde janeiro de 1999 adota o regime de câmbio flutuante, ou seja, o governo não arbitra o valor do dólar e das outras moedas, houve significativas oscilações, tanto no sentido da desvalorização como da apreciação da moeda. Assim é que, em 2001, a paridade chegou ao máximo daquele ano em 21 de setembro, quando o dólar ficou em R\$ 2,80, porém, em dezembro, já havia recuado novamente para R\$ 2,32. Em 2002 novamente sofreu forte desvalorização, mais especificamente no auge da crise de confiança de 2002/2003, quando a taxa real/dólar chegou ao seu pico máximo de R\$ 3,95 em 22 de outubro de 2002, reagindo gradativamente ao longo de 2003, a ponto de encerrar o ano em R\$ 2,89, ou seja, com significativa recuperação da moeda brasileira.

A partir de 2004, o real passou por um processo de contínua valorização, chegando ao final de junho de 2006 cotado a R\$ 2,16, ou seja, no mesmo patamar de março de 1999. Atualmente, com a taxa de câmbio rompendo a barreira de R\$ 2,00, os efeitos macroeconômicos da valorização acentuada e, ao que parece, duradoura em face da política econômica governamental, são objeto de preocupação entre os especialistas, gerando análises e previsões, em geral negativas.

O gráfico 1 ilustra o comportamento da taxa de câmbio a partir da implantação do real.

Gráfico 1:

Paridade R\$ versus US\$ taxa final do semestre com início em julho de 1994 até Dezembro de 2006.



Fonte: Banco Central do Brasil

Como se pode verificar no gráfico acima, em 2002 houve forte desvalorização do real frente ao dólar. Assim, para empresas com endividamento em moeda estrangeira, esse fenômeno resultou na contabilização de expressivas despesas financeiras, as quais, quando advindas de financiamentos de longo prazo, foram apenas contabilizadas, mas não pagas, ou seja, não houve saída de caixa. Já a partir de 2003 houve movimento inverso do câmbio e conseqüentemente reversão, resultando na geração de receitas financeiras, em decorrência da acentuada valorização do real frente ao dólar, igualmente sem efeito-caixa, elevando o risco de distorções dos indicadores analíticos apurados.

Este aspecto relativo aos efeitos das variações cambiais é muito relevante, principalmente quando da análise de empresas industriais com estrutura de capitais alavancada e significativa participação de financiamentos de longo prazo.

Adicionalmente, os financiamentos de longo prazo muitas vezes têm característica de operação sindicalizada, ou seja, financiada por várias instituições financeiras e sujeita a uma série de obrigações específicas: cláusulas nos contratos de financiamentos que contêm as políticas de investimento, dividendos, endividamento e cobertura de juros.

Importante citar que todos esses contingenciamentos são determinados mediante o estabelecimento de índices conhecidos por cláusulas contratuais ou *Financial Covenants*, cujo descumprimento ocasiona penalidades que variam do pagamento de multas e/ou elevação das taxas de juros contratuais ao vencimento antecipado do empréstimo. Assim, é fundamental que tanto as despesas como as receitas financeiras decorrentes daqueles efeitos cambiais sejam sempre claramente segregadas para que possam ser tratadas devidamente e não haja uma mensuração incorreta da geração de recursos no período.

Além disso, nos últimos anos, seguindo tendência mundial, tem sido intensificado o uso de *ratings*, principalmente por parte dos bancos nacionais e estrangeiros. Tais instrumentos são parâmetros importantes no processo de análise de linhas de crédito, cujo maior ou menor custo depende da correta avaliação de risco.

Apesar dos *ratings* serem o resultado da pontuação ponderada de uma série de fatores tradicionais, tais como desempenho em relação ao setor; posição de mercado e

diversificação; situação financeira; acesso a fontes externas de financiamentos; planejamento e perspectivas; qualidade da administração e ambiente regulatório, entre outros, a avaliação do desempenho econômico e da situação financeira/patrimonial, cujo peso é relevante nesses modelos, fica prejudicada quando não se levam em conta as variações monetárias e/ ou cambiais, ativas e passivas, de longo prazo, ou seja, as que não têm efeito-caixa.

Some-se a isto o fato de, no passado, ter havido o diferimento contábil das variações cambiais, contrariando o princípio da competência, o que motivou inclusive o IBRACON a emitir pronunciamento contrário a essa medida. Os diferimentos ocorreram em:

- (i) 1980 Deliberação CVM¹ nº 8/80 de 08/01/1980 - diferimento da diferença entre a variação da ORTN² e a taxa de câmbio no ano de 1979;
- (ii) 1999 MP 1818/99 e Deliberação CVM nº 294/99 de 26.03.99 - diferimento da variação ocorrida no 1. trimestre de 1999;
- (iii) e 2001 Deliberação CVM nº 404/01 de 27/09/2001 - dispõe sobre o tratamento contábil dos ajustes de ativos e passivos em moeda estrangeira e alteração CVM nº 409/01 de 01.11.2001.

Finalmente, cumpre frisar que a DOAR obedece ao regime de competência, enquanto a DFC segue o regime de caixa, o que por si só é fator analítico relevante.

¹ Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão normativo do sistema financeiro, especificamente voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores, basicamente o mercado de ações e debêntures. É uma autarquia autônoma, mas vinculada ao Governo.

² Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) foi instituída pela Lei nº 4.357/64 e regulamentada pelo Decreto nº 54.252/64. Foi extinta pelo Decreto Lei nº 2.284/86. Era um título público federal emitido pelo Tesouro Nacional com a característica básica de pagar remuneração corrigida pelos índices inflacionários calculados por órgão governamental. O valor unitário do título foi utilizado como indexador no mercado financeiro e também para atualização dos ativos e passivos nos balanços patrimoniais das empresas. Era emitida pelo Tesouro Nacional para financiamento do déficit público e também utilizada pelo Banco Central para fazer política monetária.

1.2 Justificativa

Na esteira do processo de globalização econômica, que impulsionou também o crescimento do mercado de capitais brasileiro, a informação contábil tem sua demanda intensificada, pois ao mercado financeiro interessam a precisão e transparência das demonstrações contábeis, utilizadas como base para a análise e avaliação de risco, quer nas tomadas de decisão de investimentos, quer nas de concessão de financiamentos.

Essa exigência requer que se remeta a questão aos fundamentos da Análise de Crédito, entre os quais figuram com destaque “Os cinco C’s do Crédito”. Interessa, aqui, centrar a atenção em um deles, o “C” de capacidade, ou seja, a capacidade do cliente de saldar suas obrigações com base nos fluxos operacionais de caixa. Conceitualmente incontestado, do ponto de vista pragmático verifica-se que o fluxo de caixa é de difícil elaboração, uma vez que os dados exatos relativos às entradas e saídas efetivas de caixa não são perfeitamente identificáveis nas demonstrações contábeis.

De qualquer modo, a geração de recursos, seja medida por meio do lucro operacional, seja do lucro antes dos juros e imposto de renda (LAJIR), ou mesmo do lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização (LAJIRDA), também conhecido como *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), segue sendo um dos mais importantes parâmetros utilizáveis na avaliação de desempenho e mensuração do valor de empresas.

Assim, a importância desse item torna imprescindíveis os esforços para que, na elaboração das demonstrações, haja a completa e uniforme disponibilização dos elementos contábeis envolvidos, o que nem sempre ocorre, devido a fatores que envolvem desde questões regulatórias a conceitos e interpretações não uniformes no meio dos profissionais do setor.

Nesse contexto, vale ressaltar que o EBITDA, usado comumente por investidores e analistas financeiros, não possui, ainda, um significado ou definição padrão, nem tampouco é reconhecido pelos U.S. GAAP³ ou BR. GAAP, razão pela qual é alvo

³ U.S. GAAP = Generally Accepted Accounting Principles in the United States, ou seja, princípios contábeis geralmente aceitos nos EUA.

constante de críticas, defesas, e inclusive pesquisas, a exemplo da pesquisa da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - Apimec, efetuada em 2006 junto a seus associados, que apurou que 79% dos consultados acham que é preciso incluir os resultados financeiros neste indicador, ressaltando, por conseguinte, a necessidade de resultados financeiros detalhados para que o analista possa avaliar sua importância e seus impactos.

Esse debate, que se justificaria somente pela busca acadêmica da perfeição conceitual, vem adquirindo maior relevância a partir da constatação de que o mercado financeiro, com seu crescimento e sofisticação, está a cada dia mais envolvido nos processos de gestão empresarial, quer as empresas sejam mais, ou menos, capitalizadas. Conseqüentemente, o resultado financeiro desempenha papel fundamental, e é nesse quadro que as variações cambiais têm significativa importância. Acrescente-se, a isso, a especial peculiaridade de países como o Brasil, ainda sem tradição histórica de estabilidade cambial.

Observe-se que, no Brasil, o J de Juros do LAJIR e do LAJIRDA, tradução de *Interest* em Inglês apesar da nomenclatura “Juros”, refere-se às despesas financeiras que, entre outras coisas, englobam as variações cambiais, inclusive aquelas sem efeito imediato de caixa, referentes aos empréstimos de longo prazo, ou ainda, as que eventualmente não se materializaram, como ocorreu no período entre 2002 e 2003. Vale lembrar que as despesas lançadas em 2002, devido à forte depreciação do real, foram revertidas em 2003 em face da apreciação da moeda brasileira.

Insere-se neste contexto, também, o índice de cobertura de juros, que mede a capacidade da empresa de fazer frente às suas obrigações de pagamentos de juros e que igualmente sofre distorções em face das questões cambiais.

Além disso, como citado anteriormente, muitos financiamentos, notadamente os de longo prazo, possuem cláusulas contratuais ou *Financial Covenants*, que contêm, entre outros itens, índices máximos de endividamento e cobertura de juros, cujo descumprimento ocasiona penalidades. Adicionalmente, o uso crescente de *ratings*, em que a avaliação do desempenho econômico tem peso relevante, fica prejudicada quando não se levam em

conta as variações monetárias e/ ou cambiais (ativas e passivas) de longo prazo, ou seja, as que não têm efeito-caixa.

Portanto, o tema não é apenas pertinente, mas está compulsoriamente inserido na atual problemática que permeia analistas e usuários das Demonstrações Contábeis, tais como analistas, investidores institucionais e individuais, credores, bancos comerciais e de investimentos, gestores de empresas e outros agentes.

1.3 Problema

A questão básica está centrada na falta de homogeneidade, ou seja, na discrepância na apresentação dos Resultados Financeiros na Demonstração do Resultado do Exercício e nas Notas Explicativas, e no impacto da não segregação das despesas financeiras incorridas e não pagas na avaliação da geração de recursos, em especial as decorrentes de variações cambiais.

Importante lembrar que a Lei das Sociedades por Ações, Lei nº 6.404/76, não distingue as despesas financeiras das variações monetárias. A distinção foi colocada pela legislação do Imposto de renda. Vale acrescentar que para perdas cambiais já foi adotado, por diversas vezes, o diferimento, e o *International Accounting Standards Board* (IASB), embora sob condições restritivas, também já o admitiu por meio da *International Accounting Standards* (IAS) de número 21.

Assim, este trabalho visa responder as seguintes questões- problemas:

- ✓ O atual modelo contábil brasileiro é adequado sob condições conjunturais de instabilidade cambial no tratamento contábil dos efeitos das variações monetárias?
- ✓ As atuais informações contábeis estão suficientemente detalhadas com relação às questões envolvendo as variações cambiais?
- ✓ Os Juros sobre capital próprio devem figurar no grupo das despesas financeiras?

Para responder estas questões, foram utilizadas as demonstrações contábeis de empresas de capital aberto com expressivos índices de imobilização de recursos, abrangendo diferentes exercícios, nos quais se observam oscilações cambiais expressivas e, por conseguinte, o reflexo nos índices de desempenho, com destaque para o comportamento das despesas financeiras advindas de variações cambiais, em especial aquelas sem efeito caixa, em empresas dos setores de papel e celulose, siderurgia e energia.

1.4 Objetivo

O presente trabalho visa identificar as discrepâncias na divulgação dos resultados financeiros, em especial das variações cambiais, demonstrar a importância desta informação, e verificar de que forma o registro destas variações monetárias sem efeito caixa na DOAR ou na DFC pode ocasionar um viés à exata avaliação da geração de recursos, inclusive pela freqüente omissão a elas nas Notas Explicativas.

1.5 Estrutura do trabalho

No Capítulo 1 são apresentados os antecedentes do problema, o problema, a justificativa da escolha do tema, os objetivos e a descrição sucinta dos capítulos.

No capítulo 2 é apresentada a fundamentação teórica relativa às despesas financeiras, recorrendo-se sobre a questão das variações monetárias, principalmente as advindas de oscilações cambiais, tratamento contábil e fiscal e, ainda, alguns trabalhos e debates sobre o assunto elaborados por ilustres estudiosos do meio contábil brasileiro.

No capítulo 3 é apresentada a metodologia utilizada. Primeiramente, é mencionado o método utilizado e, a seguir, descrita a seleção da amostra das empresas analisadas com caracterização dos setores envolvidos, bem como um breve histórico e comentários sobre os principais conceitos do mercado de capitais, com ênfase na governança corporativa.

No capítulo 4 são apresentados os resultados da pesquisa em face dos objetivos propostos.

Finalmente, no último capítulo encontram-se as considerações finais e sugestões para o desenvolvimento de trabalhos futuros.

2 Fundamentação Teórica

O mercado financeiro é um dos maiores usuários de demonstrações contábeis, considerando-as essenciais para a avaliação do desempenho econômico e da situação financeira das empresas. Nesse contexto, cumpre frisar que os números referentes às demonstrações podem diferenciar-se em virtude das normas contábeis vigentes e em face de fatores conjunturais, como é o caso da influência da taxa de câmbio no resultado das empresas.

Martins *et al* (2003, p. 2), em trabalho sobre o “que esperar dos balanços de 2002”, que trata sobre a proibição da atualização das demonstrações contábeis, afirmam:

Também merece destaque a variação sofrida pela taxa de câmbio, considerando-se apenas o dólar no período, principalmente, a partir de dezembro de 1998. No final desse ano, a taxa do dólar, que era de R\$ 1,21, saltou em dezembro de 1999 para R\$ 1,82, o que representou uma variação de 50%. De Dezembro de 2001, quando a taxa do dólar era de R\$ 2,32, até novembro de 2002 a taxa do dólar teve uma variação de 57% e chegou a R\$ 3,64 por dólar. Óbvio que essas variações são ainda maiores que as variações da inflação e, até por isso, já merecem tratamento especial na contabilidade.

2.1 Variações monetárias

A Lei 6.404 de 15 de Dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por ações, em seu artigo 184, a propósito dos critérios de avaliação do passivo, item II, diz: “as obrigações em moeda estrangeira, com cláusula de paridade cambial, serão convertidas em moeda nacional à taxa de câmbio em vigor na data do balanço”, ou seja, os empréstimos a longo prazo, pagáveis em moeda estrangeira, devem ser atualizados pela variação cambial apurada entre o saldo contábil do empréstimo contabilizado à taxa cambial anterior e o saldo do mesmo empréstimo em moeda estrangeira convertido para moeda nacional à taxa cambial vigente na data do balanço. O registro dessas variações é feito diretamente na subconta do empréstimo, não sendo necessário segregar no passivo o valor original do empréstimo recebido de sua atualização monetária.

Iudicibus *et al* (2003, p. 233) citam:

No passado, a legislação fiscal considerava como variações monetárias as variações cambiais e as correções monetárias (exceto as prefixadas). Sua contabilização em contas segregadas das

demais despesas ou receitas financeiras era necessária para fins fiscais para apurar o lucro inflacionário e conseqüente tributação do saldo credor da Correção Monetária do Balanço⁴.

Atualmente, para efeitos do Imposto de Renda, as variações monetárias devem ser consideradas como receitas ou despesas financeiras conforme artigo 375, parágrafo único, do Regulamento do Imposto de Renda, Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999. Todavia, nada impede que a contabilidade mantenha seus registros separadamente, o que a auxiliará na divulgação das informações.

As variações cambiais, de acordo com a Lei nº 6.404/76, fazem parte das despesas operacionais, dentro do grupo Resultados Financeiros Líquidos e, com o Regulamento do Imposto de Renda, Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999, passaram a figurar no subgrupo Variações Monetárias de Obrigações e Créditos.

Segundo a receita federal, informação disponível no *site* <http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/dipj/2002/PergResp2002>, relativa à declaração de pessoa jurídica, variações monetárias são as atualizações dos direitos de crédito e das obrigações do contribuinte, sempre que referidas atualizações não forem prefixadas, mas sim determinadas posteriormente em função da taxa de câmbio ou de índices ou coeficientes aplicáveis por disposição legal ou contratual.

São exemplos de variações monetárias:

- a) ativas - ganhos de câmbio, correção monetária pós-fixada e outras formas de atualização não prefixadas (art. 375 do Regulamento do Imposto de Renda, Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999);

Art. 375. Na determinação do lucro operacional deverão ser incluídas, de acordo com o regime de competência, as contrapartidas das variações monetárias, em função da taxa de câmbio ou de índices ou coeficientes aplicáveis, por disposição legal ou contratual, dos direitos de crédito do contribuinte, assim como os ganhos cambiais e monetários realizados no pagamento de obrigações (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 18, Lei nº 9.249, de 1995, art. 8º). Parágrafo único. As variações monetárias de que trata este artigo serão consideradas, para efeito da

⁴ Correção monetária do Balanço: Instituída pelo artigo 185 da Lei nº 6.404/76, foi revogada pela Lei nº 9.249/95. Expressava o efeito da inflação sobre o balanço da empresa por meio da atualização das contas do Ativo Permanente e do Patrimônio Líquido. Quando o saldo era devedor, era subtraído do lucro e significava que a empresa perdeu dinheiro com a inflação e, conseqüentemente, o lucro tributável era menor. Quando credor, era uma receita, porém, era tributável somente quando da realização do lucro.

legislação do imposto, como receitas ou despesas financeiras, conforme o caso (Lei nº 9.718, de 1998, art. 9º).

b) passivas - perdas de câmbio, correção monetária e outras atualizações não prefixadas (art. 377 do Regulamento do Imposto de Renda, Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999).

Art. 377. Na determinação do lucro operacional poderão ser deduzidas as contrapartidas de variações monetárias de obrigações e perdas cambiais e monetárias na realização de créditos, observado o disposto no parágrafo único do art. 375 (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 18, parágrafo único, Lei nº 9.249, de 1995, art. 8º).

Importante ressaltar que, embora a correção monetária das demonstrações financeiras tenha sido revogada a partir de 01.01.1996, pelo art. 4º da Lei nº 9.249, de 1995, o art. 8º da mesma lei determina que permaneçam em vigor as normas aplicáveis às contrapartidas de variações monetárias dos direitos de crédito e das obrigações da pessoa jurídica, em função da taxa de câmbio ou de índices ou coeficientes aplicáveis por disposição legal ou contratual. Conforme art. 378 do Regulamento do Imposto de Renda, Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999, incluem-se como variação monetária as variações cambiais apuradas mediante:

- a) a compra e venda de moeda ou valores expressos em moeda estrangeira, desde que efetuada de acordo com a legislação sobre câmbio;
- b) a conversão do crédito ou da obrigação para moeda nacional, ou novação dessa obrigação, ou sua extinção, total ou parcial, em virtude de capitalização, dação em pagamento, compensação, ou qualquer outro modo, desde que observadas as condições fixadas pelo Banco Central do Brasil;
- c) a atualização dos créditos ou obrigações em moeda estrangeira, registrada em qualquer data e apurada no encerramento do período-base em função da taxa vigente.

Assim sendo, as variações monetárias dos direitos de crédito e das obrigações do contribuinte, em função da taxa de câmbio ou de índices ou coeficientes aplicáveis por disposições legais ou contratuais serão consideradas, para efeitos da legislação do imposto

de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido, como receitas ou despesas financeiras, conforme o caso.

A questão também é objeto de interesse direto de especialistas tributários quando analisam o que deve ser incluído no lucro tributável. De acordo com a regra constitucional, Higuchi *et al* (2006, p.802) lembram que:

A entrada de recursos financeiros em decorrência das variações monetárias de obrigações, em função da taxa de câmbio, **só ocorre em uma única hipótese**, isto é, quando a moeda nacional estiver mais forte que a vigente na data em que a obrigação foi contraída. Neste caso, a variação cambial gerou a entrada efetiva de recursos financeiros porque a liquidação da obrigação, nesta data, será feita em valor menor que a entrada de recursos na data em que a obrigação foi contraída.

Já a variação cambial passiva decorrente de atualização da conta de obrigações registrada em qualquer data anterior a da efetiva liquidação, por ser mera provisão, não compõe a base de cálculo do imposto (HIGUCHI *et al* p. 187 e 803).

2.1.1 Diferimento cambial

O diferimento cambial das variações monetárias não é tema novo. Foi objeto de regulamentação, pela primeira vez, em 1980, quando a CVM, por meio da Deliberação nº 8/80 de 08/01/1980, disciplinou a questão referente ao diferimento da diferença entre a variação da ORTN e a taxa de câmbio no ano de 1979.

Quase vinte anos mais tarde, ou seja, em 1999, o Banco Central, em meio a séria crise financeira decorrente do elevado déficit na balança de pagamentos, conjugada a um cenário internacional desfavorável em face dos impactos sofridos com as crises da Ásia em 1997 e Rússia em 1998, alterou a política monetária, permitindo que o real passasse a flutuar livremente. Com isto, houve a primeira forte desvalorização do câmbio pós Plano Real, provocando sua elevação progressiva, com a paridade real/dólar subindo rapidamente de R\$ 1,21 em 12/01/1999 para R\$ 2,16 em 03/03/1999. Conseqüentemente, neste ambiente, foi permitido novamente o diferimento cambial, porém exclusivamente quanto às variações cambiais ocorridas no 1. trimestre de 1999 (MP 1818/99 e Deliberação CVM nº 294/99 de 26.03.99).

Mais recentemente, em 2001, devido a novas incertezas no cenário político, conjugadas à desfavorável conjuntura econômica brasileira, o dólar chegou, naquele ano, ao pico de R\$ 2,80, o que levou à emissão, em 27 de setembro, da Deliberação CVM nº 404/01, que em seu item VIII dispõe:

VIII - excepcionalmente, as companhias abertas poderão, após observado o disposto no item II, registrar, em conta destacada do ativo diferido, o resultado líquido negativo decorrente do ajuste dos valores em reais de obrigações e créditos, efetuado em virtude da variação nas taxas de câmbio ocorrida no ano de 2001;

Quanto ao item II, citado no item VIII acima, dispõe:

II - a variação cambial, decorrente de financiamento de bens integrantes do ativo imobilizado em construção ou de estoques de longa maturação em produção, deve ser registrada em conta destacada, que evidencie a sua natureza, e classificada no mesmo grupo do ativo que lhes deu origem, em consonância com o disposto na Deliberação CVM nº 193, de 11 de julho de 1996, até o limite do valor de mercado ou de recuperação desses ativos, dos dois o menor;

A Deliberação CVM nº 404/01 foi alterada em 01.11.2001 pela Deliberação CVM nº 409/01 que dispõe sobre o tratamento contábil dos ajustes de ativos e passivos em moeda estrangeira:

I – Os incisos IX e XII da Deliberação CVM nº 404, de 27 de setembro de 2001, passam a vigorar com a seguinte redação:

“IX – o valor registrado no ativo diferido, na forma do item VIII, deverá ser amortizado linearmente, e registrado em conta própria do resultado, em até 4 (quatro) anos, a partir do exercício de 2001, inclusive”;

“XII - verificando-se a liquidação parcial ou total do passivo, pelo pagamento ou pela conversão em capital, ou, ainda, verificando-se a recuperação das perdas diferidas mediante a existência de ganhos decorrentes de alterações nas taxas de câmbio, o ativo diferido cambial deverá ser amortizado, total ou parcialmente, na mesma proporção da liquidação, conversão ou ganho ocorridos, sem prejuízo da amortização referida no inciso IX”.

Portanto, o que se observa é que, em momentos em que houve acentuada variação cambial, a questão do diferimento não somente foi admitida, como também suscitou debates no meio contábil brasileiro.

Neste contexto, vale citar o trabalho de Szuster e Szuster denominado “Tratamento contábil do câmbio flutuante no Brasil - Uma proposta frente à grande volatilidade 2001/2002” que apresenta uma proposta de adoção de um conceito denominado Dólar Justo, que serve de alternativa ao diferimento da variação cambial e é abordada mais detalhadamente a seguir.

2.1.2 Proposta “Dólar Justo” segundo Szuster e Szuster

A proposta consiste em atualizar os ativos e passivos de longo prazo, que não foram hedgeados, a partir de uma equalização do dólar denominada de taxa de câmbio justa (*fair value*), que representaria a perspectiva do valor efetivo do dólar na data da liquidação da transação. Segundo Szuster e Szuster (2003, p.112), o Dólar Justo, calculado com base na ciência econômica por meio da Teoria da Paridade Cambial, e utilizando a base de cálculo desenvolvida pelo Banco Mundial, possibilitaria a contabilização, de forma linear, das variações monetárias dos ativos e passivos de longo prazo com cláusula de variação cambial, evitando a apuração de lucros e prejuízos temporários.

De acordo com o estudo de Szuster e Szuster (2003, p.112), o Banco Mundial

[...] reconhece que o desequilíbrio dos valores das diversas moedas, em determinados momentos, é um fato econômico plenamente possível. Em decorrência, adota para a comparabilidade de indicadores econômicos entre diversos países um conceito alternativo denominado *Purchasing Power Parity*. A Ciência Econômica considera como um parâmetro relevante para estimar o equilíbrio cambial o valor derivado da Teoria da Paridade do Poder de Compra, instituída pelo economista sueco Gustav Cassel, que considera que, no médio prazo, a cotação das moedas deve refletir o efeito das diferenças entre as taxas de inflação entre os países.

Três alternativas são apresentadas para fins de tratamento contábil das variações monetárias de longo prazo:

- a) Evidenciação, em Notas Explicativas, da diferença entre o Dólar Justo e o dólar efetivo;
- b) Reconhecimento, em conta redutora do passivo, da diferença entre o Dólar Justo e o dólar efetivo; e
- c) Reconhecimento, como ajuste do Patrimônio Líquido, da diferença entre o Dólar Justo e o dólar efetivo.

Conforme exemplo simplificado de Szuster e Szuster (2003, p.114,115 e 115), tem-se:

Balanço Inicial da empresa - 31.12.2001

ATIVO		PASSIVO	
Terrenos	R\$ 2.320,40	Financiamentos em Moeda Estrangeira*	R\$ 2.320,40

*Financiamento equivalente a 1.000 dólares.

Balanço em 31.12.2002 - Forma Tradicional - Legislação Societária

ATIVO		PASSIVO	Demonstração do Resultado Período 01.01.2002 a 31.12.2002
Terrenos	R\$2.320,40	Finan.em Moeda Estrangeira* R\$ 3.533,30 Prejuízos Acumulados R\$ (1.212,90)	Despesa financeira- Variação cambial Passiva R\$ (1.212,90)
TOTAL	R\$ 2.320,40	TOTAL R\$ 2.320,40	Prejuízos do período R\$ (1.212,90)

*O Passivo foi atualizado considerando o valor do dólar de R\$ 3,5333.

Na forma tradicional de contabilização, o valor do Passivo e do prejuízo estariam superavaliados. Porém, no conceito de Dólar Justo, cuja premissa básica é a de corrigir os ativos e passivos de longo prazo, em moeda estrangeira, de acordo com a Teoria da Paridade do Poder de Compra, no caso brasileiro de acordo com a variação do IGPM descontado pela taxa de inflação norte-americana, a variação cambial, para o período exemplificado, seria de R\$ 615,50 contra R\$ 1.212,90, ou seja, uma variação cambial inferior em R\$ 597,40.

Assim sendo, têm-se as seguintes situações:

a) Evidenciação, em Notas Explicativas, da diferença entre o Dólar Justo e o dólar efetivo.

Balanço em 31.12.2002

ATIVO		PASSIVO	Demonstração do Resultado Período 01.01.2002 a 31.12.2002
Terrenos	R\$ 2.320,40	Finan.em Moeda Estrangeira* R\$ 2.935,90 Prejuízos Acumulados R\$ (615,50)	Despesa financeira- Variação cambial Passiva R\$ (615,50)
TOTAL	R\$ 2.320,40	TOTAL R\$ 2.320,40	Prejuízos do período R\$ (615,50)

*O Passivo foi atualizado de acordo com a variação do IGPM descontado pela taxa de inflação norte-americana.

Em Nota Explicativa seria evidenciado que o valor do Passivo, de acordo com a taxa de cambio de fechamento seria de R\$ 3,5333.

- b) Reconhecimento, em conta redutora do passivo, da diferença entre o Dólar Justo e o dólar efetivo.

Balanço em 31.12.2002

ATIVO	PASSIVO	Demonstração do Resultado Período 01.01.2002 a 31.12.2002
Terrenos R\$ 2.320,40	Finan.em Moeda Estrangeira* R\$ 3.533,30 Redutora do Passivo R\$ (597,40) Passivo Líquido R\$ 2.935,90 Prejuízos Acumulados R\$ (615,50)	Despesa financeira- Variação cambial Passiva R\$ (615,50)
TOTAL R\$ 2.320,40	TOTAL R\$ 2.320,40	Prejuízos do período R\$ (615,50)

- c) Reconhecimento, como ajuste do Patrimônio Líquido, da diferença entre o Dólar Justo e o dólar efetivo.

Balanço em 31.12.2002

ATIVO	PASSIVO	Demonstração do Resultado Período 01.01.2002 a 31.12.2002
Terrenos 2.320,40	Finan.em Moeda Estrangeira* R\$ 3.533,30 Ajuste do Patrimônio Líquido R\$ (597,40) Prejuízos Acumulados R\$ (615,50)	Despesa financeira- Variação cambial Passiva R\$ (615,50)
TOTAL R\$ 2.320,40	TOTAL R\$ 2.320,40	Prejuízos do período R\$ (615,50)

Essa última alternativa teria a desvantagem de evidenciar o Financiamento em Moeda Estrangeira por um valor superior ao que se estima ser o saldo na data da liquidação efetiva.

A proposta (SZUSTER e SZUSTER, 2003, p.110) é potencialmente aplicável em ambientes econômicos nos quais o sistema de câmbio é flutuante, como é o caso do Brasil. Contudo, cumpre frisar que essa proposta demandaria alterações na atual estrutura conceitual básica da contabilidade.

2.1.3 A Posição do International Accounting Standards Board - IASB

O IASB⁵ é uma organização internacional sem fins lucrativos, fundada em 2001 e sediada em Londres, que tem como principal tarefa desenvolver padrões contábeis destinados a aumentar a transparência e a comparabilidade das demonstrações em nível internacional por meio da emissão de um conjunto de normas contábeis internacionais, as *International Financial Reporting Standards* (IFRS), anteriormente denominadas *International Accounting Standards* (IAS).

Na origem da instituição desse organismo supranacional estão os diversos escândalos corporativos que, tendo afetado fortemente a credibilidade das empresas, da profissão contábil e dos auditores, acabaram, por via reversa, dando impulso a um processo de convergência internacional que avança a passos largos. Os países da Europa já adotam as Normas Internacionais de Contabilidade, e possivelmente os EUA o deverão fazê-lo até no máximo 2009. No Brasil, a primeira empresa a adotar os princípios do IFRS e divulgar demonstrativos contábeis também baseados nesses princípios foi a Companhia Siderúrgica de Tubarão já para os demonstrativos de 31/12/03 comparativo com 31/12/02.

Os efeitos de mudanças nas taxas de câmbio, no tocante às normas internacionais de contabilidade, estão disciplinados na IAS 21 (*Accounting for the Effects of Changes in Foreign Exchange Rates*), inicialmente instituída em 1983 e alterada em 1993, 2003 e 2005.

Até a revisão de 2003, o pronunciamento do IASB admitia, sob condições restritivas, a adoção do diferimento de perdas cambiais, ou seja, as perdas cambiais resultantes de acentuadas desvalorizações da moeda poderiam ser diferidas quando advindas exclusivamente de passivos relacionados com a aquisição de ativos permanentes, desde que comprovadamente tivesse sido impossível liquidar a operação em razão da falta de moeda estrangeira suficiente no mercado para liquidar o passivo, ou, ainda, devido à

⁵ substituiu o antigo *International Accounting Standards Committee* (IASC)

impossibilidade de contratar um *hedge*⁶ previamente à desvalorização em face da inexistência de instrumentos financeiros no mercado para fazer frente à operação. Nessas circunstâncias, a perda deveria ser capitalizada ao custo do ativo e limitada à capacidade desse ativo de gerar benefícios econômicos para a entidade. Após a revisão de 2003, é importante ressaltar, esse procedimento foi revogado.

2.1.4 Conversão da Moeda Estrangeira nas Demonstrações Contábeis⁷

De acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil, as pessoas jurídicas aqui estabelecidas devem utilizar a moeda local, o real, como sua moeda funcional. Assim, no Brasil, as demonstrações contábeis são apresentadas em reais, e os ativos e passivos denominados em moedas estrangeiras são convertidos em reais às taxas de câmbio oficiais reportadas pelo Banco Central do Brasil em cada data do balanço. As diferenças na taxa de câmbio provenientes de itens monetários em moedas estrangeiras são reconhecidas nas demonstrações do resultado do período. Neste contexto, vale citar a resolução do CFC nº 1.052 de 07.10.2005 que aprovou a NBC T 7 referente à Conversão da Moeda Estrangeira nas Demonstrações Contábeis, que estabelece em seu item 7.5.1. “As variações cambiais de transações em moeda estrangeira devem ser registradas em contas de resultado no período a que se referirem”.

A seguir, sumário da comparação das práticas contábeis adotadas no Brasil com as Normas Internacionais de Contabilidade - IFRS da IAS 21 relativo aos efeitos de mudanças nas taxas de câmbio.

⁶ *Hedge* significa proteção ou cobertura. Um exemplo é o *hedge* cambial, mecanismo pelo qual as empresas protegem seu balanço de flutuações resultantes da variação na taxa cambial. Com o *hedge* cambial, também é possível alterar a indexação, de um ativo ou passivo, de reais para qualquer outra moeda.

⁷ Na legislação em vigor, ou seja, na Lei nº 6.404, a denominação utilizada é “demonstrações financeiras”; entretanto, na Resolução CFC nº 1.052 de 07.10.2005 do CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE, que aprovou a NBC T 7 que trata da “Conversão da Moeda Estrangeira nas Demonstrações Contábeis”, o termo utilizado é “demonstrações contábeis” em vez de “demonstrações financeiras”. No Projeto de Lei nº 3.741 de 2000, que altera a Lei 6.404/76, também consta a denominação “demonstrações contábeis”.

Quadro 1: IAS 21 – Efeitos de mudanças nas taxas de câmbio

Descrição da Norma Internacional	Principais diferenças em relação à norma brasileira.
O balanço patrimonial de uma entidade deve ser mensurado na moeda do ambiente econômico primário onde a entidade opera. Esta moeda é conhecida como moeda funcional. A moeda funcional é determinada baseada principalmente na moeda que determina os preços das transações e não na moeda em que as transações estejam denominadas. Uma vez determinada a moeda funcional, todas as transações em outras moedas devem ser tratadas como transações em moeda estrangeira. <u>Mensuração das transações</u> Uma transação em moeda estrangeira é registrada na moeda funcional da entidade utilizando a taxa de câmbio da data da transação, podendo utilizar uma taxa média de um determinado período, quando este procedimento não causar distorções materiais. Na data do balanço, itens do balanço em moeda estrangeira são mensurados utilizando a taxa de câmbio da data do balanço. Itens de balanço não – monetários denominados em moeda estrangeira são mensurados pela taxa de câmbio da data da transação que os originaram. As variações cambiais são reconhecidas no resultado do exercício. A exceção à regra é para os casos de um item monetário que seja parte do investimento de uma subsidiária /coligada no exterior. Neste caso a variação cambial é lançada em uma reserva no patrimônio líquido. <u>Moeda de apresentação</u> Uma entidade pode escolher apresentar suas demonstrações contábeis em qualquer moeda. Se a moeda de apresentação é diferente da moeda funcional, a entidade deve efetuar a tradução de uma para outra seguindo os seguintes critérios: - Itens do ativo e do passivo são traduzidos pela taxa de câmbio da data do balanço; - O resultado é traduzido à taxa de câmbio da data das transações. Na prática uma taxa média é utilizada, sempre analisando a materialidade das distorções causadas pelo procedimento; - Efetuados os procedimentos acima, qualquer diferença resultante é lançada em uma conta de reserva no patrimônio líquido. <u>Demonstrações contábeis consolidadas</u> As demonstrações contábeis consolidadas podem incluir entidades com moedas funcionais distintas. As demonstrações contábeis das entidades que compõem as demonstrações contábeis consolidadas devem ser traduzidas para a moeda de apresentação das demonstrações contábeis consolidadas utilizando os mesmos critérios descritos acima para a tradução para a moeda de apresentação. Como	As principais diferenças entre a IAS 21 e a norma brasileira dizem respeito à determinação da moeda funcional e tratamento de diferenças de câmbio resultantes de tradução de demonstrações contábeis: (i) Moeda funcional De acordo com a norma brasileira, a moeda funcional de uma entidade é a moeda do país onde a entidade está localizada. Dessa forma, por exemplo, não se admitiria uma entidade no Brasil tendo uma moeda funcional diferente da moeda local, o Real. (ii) Tradução de demonstrações contábeis. O processo de tradução de demonstrações contábeis de investimentos no exterior é similar ao previsto pelo IAS 21, exceto pelo fato de que no Brasil as diferenças resultantes da tradução são lançadas diretamente no resultado do período. Não há no Brasil a figura de uma reserva no patrimônio líquido onde são registrados os ganhos e perdas na tradução.

dito acima em (c), qualquer diferença resultante é tratada em uma reserva no patrimônio líquido que é realizada contra o resultado proporcionalmente à eventual venda ou deterioração do investimento. <u>Economias hiperinflacionárias</u> Quando o ambiente econômico em que uma entidade opera é considerado hiperinflacionário, suas demonstrações contábeis devem ser primeiro corrigidas considerando os critérios no IAS 29. Uma vez aplicado o IAS 29, todas as cifras das demonstrações contábeis do ano corrente são traduzidas pela taxa de câmbio na data do balanço.	
--	--

Fonte: Livro elaborado pelo CFC e Ibracon intitulado “Sumário da comparação das práticas contábeis adotadas no Brasil com as Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS” – Janeiro de 2006

2.2 Resultados Financeiros Líquidos

O artigo 187 da Lei 6.404/76 define as despesas financeiras deduzidas das receitas financeiras como despesas operacionais com a denominação de Resultados Financeiros Líquidos.

Iudicibus *et al* (2003, p. 354) apontam:

A Lei das Sociedades por Ações não distingue as despesas financeiras das variações monetárias (distinção trazida pela legislação do Imposto de Renda). Assim, pela lei, ambas, somadas, representam as despesas (ou receitas) financeiras.

Conforme modelo de plano de contas, o subgrupo Resultados Financeiros Líquidos é composto por:

I) Receitas e despesas financeiras formadas por:

- a) despesas financeiras: juros pagos ou incorridos, descontos concedidos, comissões e despesas bancárias e variação monetária prefixada de obrigações;
- b) receitas financeiras: descontos obtidos, juros recebidos ou auferidos, receitas de títulos vinculados ao mercado aberto, receitas sobre outros investimentos temporários e prêmios de resgate de títulos e debêntures, e variações monetárias de obrigações e créditos (variação cambial e atualização monetária);

- c) Resultado financeiro comercial: Receita financeira comercial e despesa financeira comercial.

II) Variações Monetárias de Obrigações e Créditos

- a) Variações de obrigações: Variação cambial e Variação monetária passiva, exceto prefixada;
- b) Variações de Créditos: Variação cambial e Variação monetária ativa.

Importante lembrar que as Receitas e Despesas Financeiras derivam da administração do capital e, portanto, resultam de decisões de investimentos e financiamentos. De maneira geral, pode-se afirmar que as Receitas Financeiras são inerentes ao gerenciamento de investimentos, portanto, não necessariamente provenientes de decisões operacionais da empresa. Da mesma forma, as Despesas Financeiras refletem uma escolha de financiamento, ou seja, a opção entre financiamento das atividades com capital próprio ou de terceiros. Assim sendo, para muitos profissionais envolvidos com a contabilidade e a análise de demonstrações contábeis, os resultados financeiros não deveriam ser classificados como operacionais, mas sim em grupo separado como já é feito nas demonstrações contábeis elaboradas em U.S. GAAP e IFRS.

Segundo, Iudicibus e Marion (2002, p. 199):

As **Despesas Financeiras** deveriam ser evidenciadas como não operacionais. É muito importante para um usuário da Demonstração verificar qual foi o Resultado Operacional que seria obtido independentemente da forma de financiamento dos recursos aplicados no ativo, tenha sido com recursos próprios ou de terceiros.

Os mesmos autores questionam a classificação das receitas financeiras e citam (2002, p. 199):

Quanto às Receitas Financeiras, a rigor, também poderiam ser enquadradas como **não operacionais**. Alguns autores sustentam que, na realidade brasileira, as receitas financeiras (mais até que as despesas) são resultantes de operações tão usuais (como os juros líquidos de aplicações temporárias de excedentes de liquidez) que devem ser classificadas como **operacionais**. Além disso, elas são originadas do ativo tanto quanto o lucro bruto com estoques ou a receita de equivalência patrimonial.

A definição das despesas operacionais, da forma como está prevista formalmente na Lei das Sociedades Anônimas desde 1976, tem suscitado dúvidas sobre o seu real significado e utilidade e não atingiu um consenso. O artigo 187 da Lei 6.404/76 cita como despesas operacionais as despesas com vendas, as despesas financeiras deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais. Em outras palavras, despesas operacionais são as despesas não computadas nos custos, necessárias à atividade da empresa e à manutenção da respectiva fonte produtora.

Uma outra visão do assunto é a de que, como princípio, não é adequado deixar sobras financeiras de caixa sem remuneração, sobras essas muitas vezes advindas do objeto social da empresa, e que devem ser aplicadas para gerar ganhos financeiros. Por outro lado, dentro da ótica de que todos os esforços para o cumprimento do objeto social são operacionais, e considerando-se a quase inexistência de empresas que não precisem de capitais de terceiros, pode-se chegar à conclusão de que também as despesas financeiras deveriam ser classificadas como um item operacional.

2.2.1 Projeto de Lei nº 3.741 de 2000, que altera a Lei 6.404/76

As mudanças verificadas na economia brasileira, vinculadas ao processo de globalização, abertura dos mercados e, por conseguinte, maior fluxo de capitais, com aumento das captações de recursos no exterior, resultaram na necessidade de reformulação da Lei nº 6.404/76. Esta reformulação objetiva adequar a parte contábil da lei para atender a exigência de maior transparência e qualidade das informações contábeis de forma a reduzir as dificuldades de interpretação da informação contábil e criar condições para a harmonização da lei com as melhores práticas contábeis internacionais.

Embora o projeto de lei 3.741/2000, decorridos quase sete anos de sua apresentação, esteja, ainda, tramitando, profissionais do setor de ciências contábeis, que acompanham o andamento dos trabalhos pelo *site* da Câmara, acreditam que a aprovação deverá acontecer no corrente ano. Não obstante, vale frisar que para as empresas de capital aberto, algumas mudanças já foram introduzidas pela CVM por meio da Deliberação 488, a exemplo da apresentação da estrutura do balanço.

A demora na aprovação se deve a pontos polêmicos, como, por exemplo, a obrigatoriedade de publicação de demonstrações contábeis e auditoria em empresas de grande porte, ainda que não sejam empresas constituídas sob a forma de sociedades por ações.

Essa questão está contemplada no seguinte artigo do projeto:

Art. 2o As disposições relativas à elaboração e publicação de demonstrações contábeis, inclusive demonstrações consolidadas, e a obrigatoriedade de auditoria independente, previstas na lei das sociedades por ações, relativamente às companhias abertas, aplicam-se também às sociedades de grande porte, mesmo quando não constituídas sob a forma de sociedades por ações.

§ 1o Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades que façam parte de um mesmo grupo ou estejam sob controle comum que possuam, no exercício social anterior, ativo acima de R\$ 120.000.000,00 (cento e vinte milhões de reais) ou receita bruta anual acima de R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais).

Sobre esse assunto, já há um substitutivo, com alterações, por exemplo, no caso das empresas de grande porte:

Texto do Substitutivo de 11 de dezembro de 2002.

§ 1o Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiverem, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões.

Além da possibilidade de acompanhamento pelo *site* da Câmara, os interessados têm acesso aos textos, tanto do anteprojeto de 1999, como do Projeto e Substitutivo, pelo *site* da CVM, que os publica integralmente.

Com relação às variações monetárias e aos Resultados Financeiros Líquidos, veja-se no quadro a seguir uma comparação entre a Lei nº 6.404/76 e o Projeto de Lei 3.741.

Quadro 2: Comparação entre a Lei nº 6.404 e o Projeto de Lei 3.741 dos artigos 184 e 187

A Lei 6.404 de 15 de Dezembro de 1976 - compilada	O projeto de Lei 3.741 de 2000
Variações Monetárias – Artigo 184.	
Art. 184. No balanço, os elementos do passivo serão avaliados de acordo com os seguintes critérios: I - as obrigações, encargos e riscos, conhecidos ou calculáveis, inclusive Imposto sobre a Renda a pagar com base no resultado do exercício, serão computados pelo valor atualizado até a data do balanço; II - as obrigações em moeda estrangeira, com	Art. 184. As obrigações, inclusive as decorrentes de operações de financiamento na forma de arrendamento mercantil, encargos e os riscos, conhecidos ou calculáveis, e os resultados não realizados serão atualizados e ajustados a valor presente, observando-se ainda o seguinte: I - os itens classificados no passivo circulante somente serão ajustados a valor presente quando houver efeitos relevantes; e

cláusula de paridade cambial, serão convertidas em moeda nacional à taxa de câmbio em vigor na data do balanço;	II - a atualização referida neste artigo compreende a indexação legal ou contratual aplicável, a paridade cambial, os juros e demais encargos proporcionais cabíveis".
Resultados Financeiros Líquidos – Artigo 187	
Art. 187. A demonstração do resultado do exercício discriminará: I - a receita bruta das vendas e serviços, as deduções das vendas, os abatimentos e os impostos; II - a receita líquida das vendas e serviços, o custo das mercadorias e serviços vendidos e o lucro bruto; III - as despesas com as vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais; IV - o lucro ou prejuízo operacional, as receitas e despesas não operacionais; (Redação dada pela Lei nº 9.249, de 1995) V - o resultado do exercício antes do Imposto sobre a Renda e a provisão para o imposto; VI - as participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias, e as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados; VII - o lucro ou prejuízo líquido do exercício e o seu montante por ação do capital social. § 1º Na determinação do resultado do exercício serão computados: a) as receitas e os rendimentos ganhos no período, independentemente da sua realização em moeda; e b) os custos, despesas, encargos e perdas, pagos ou incorridos, correspondentes a essas receitas e rendimentos. 2º O aumento do valor de elementos do ativo em virtude de novas avaliações, registrados como reserva de reavaliação (artigo 182, § 3º), somente depois de realizado poderá ser computado como lucro para efeito de distribuição de dividendos ou participações.	Art. 187. A demonstração do resultado do exercício discriminará, no mínimo: I - a receita bruta das atividades, conforme a sua natureza, as suas deduções e os tributos incidentes sobre a receita bruta; II - a receita líquida e o custo das atividades geradoras da receita bruta, conforme a sua natureza; III - o resultado das participações societárias avaliadas na forma do art. 248; IV - as despesas, divididas nos seguintes grupos: despesas com vendas, administrativas, financeiras e outras; V - as receitas financeiras e demais receitas e ganhos; VI - os ajustes a valor presente, quando não alocados diretamente às contas a que se referirem; VII - a provisão para imposto de renda e demais tributos sobre o lucro; VIII - os ganhos e perdas em operações descontinuadas, os itens extraordinários e os ajustes de exercícios anteriores, computados os encargos tributários; IX - o resultado do exercício antes das participações no lucro; X - as participações no lucro de debêntures, empregados, administradores, partes beneficiárias e de instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados que não se caracterizem como despesa; XI - o lucro líquido ou prejuízo do exercício e o seu montante por ação; XII - nas demonstrações consolidadas, as participações de acionistas não controladores e o lucro ou prejuízo consolidado. § 1º Como ajustes de exercícios anteriores serão considerados aqueles decorrentes de efeitos relevantes da mudança de critério contábil que não possa ser atribuída a fatos subseqüentes ou da retificação de erro imputável a determinado exercício anterior e que não reflitam simples diferenças entre estimativas e realidade. a) (Revogado); b) (Revogado). § 2º Na ocorrência de ajustes de exercícios anteriores decorrentes da retificação de erro, a companhia deverá divulgar nota explicativa às demonstrações contábeis, informando a natureza do erro e os itens do balanço e da demonstração do resultado referentes aos períodos afetados. § 3º Como itens extraordinários serão considerados aqueles relativos a eventos ou transações relevantes de natureza inusitada, claramente distintos das atividades operacionais da companhia."

Fontes: Elaborado pela autora com base nos dados disponibilizados no *site* abaixo mencionados.

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm/

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Projetos/PL/2000/msg1657-001107.htm

Como se pode observar, a principal alteração com relação às variações monetárias é a de que as obrigações em moeda estrangeira com cláusula de paridade cambial, serão atualizadas e ajustadas a valor presente, ao passo que na Lei 6.404 consta que serão atualizadas e convertidas em moeda nacional à taxa de câmbio em vigor na data do balanço.

Já com relação aos Resultados Financeiros Líquidos, a principal diferença é que, de acordo com o projeto de Lei 3.741, as despesas financeiras estão no mesmo grupo das despesas com vendas, administrativas e outras, enquanto que as receitas financeiras estão em item separado. Portanto, os resultados financeiros não serão mais apresentados pelo valor líquido, como previsto na legislação em vigor.

Vale frisar que, embora não aborde a questão da definição das despesas operacionais e também inclua as despesas financeiras como operacionais, questão controversa já abordada anteriormente, o projeto, ao colocar as receitas financeiras em item separado, suscita novas polêmicas sobre a mensuração do resultado operacional. Em outras palavras, fica por definir se seria ou não conveniente considerar as despesas financeiras como operacionais e as receitas financeiras como não operacionais, ou vice-versa.

2.2.2 Juros sobre Capital Próprio

Os Juros sobre o Capital Próprio foram introduzidos pela lei nº 9.249/95, a mesma que revogou a correção monetária de balanço das demonstrações financeiras. Essa lei, em seu artigo nº 9, estabeleceu os juros próprios calculados sobre o capital próprio, permitindo sua dedutibilidade para efeito de apuração do lucro real.

A lei nº 9.249/95, em seu artigo nº 9, posteriormente alterada pela Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996; Lei nº 10.684, de 30 de maio de 2003 e Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005, estabelece:

A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, "pro rata" dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP.

Parágrafo 1º - O efetivo pagamento ou crédito dos juros fica condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados. (Parágrafo alterado pela Lei nº 9.430/96).

Parágrafo 2º - Os juros ficarão sujeitos à incidência do Imposto sobre a Renda na fonte à alíquota de quinze por cento, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário.

Parágrafo 3º - O imposto retido na fonte será considerado:

I - Antecipação do devido na declaração de rendimentos, no caso de beneficiário pessoa jurídica tributado com base no lucro real;

II - Tributação definitiva, no caso de beneficiário pessoa física ou pessoa jurídica não-tributada com base no lucro real, inclusive isenta, ressalvado o disposto no Parágrafo 4º.

Parágrafo 4º - No caso de beneficiário pessoa jurídica tributado com base no lucro presumido ou arbitrado, os juros de que trata este artigo serão adicionados à base de cálculo de incidência do adicional previsto no Parágrafo 1º do artigo 3º. (Parágrafo revogado pela Lei nº 9.430/96).

Parágrafo 5º - No caso de beneficiário sociedade civil de prestação de serviços, submetido ao regime de tributação de que trata o artigo 1º do Decreto-Lei nº 2.397, de 21 de dezembro de 1987, o imposto poderá ser compensado com o retido por ocasião do pagamento dos rendimentos aos sócios beneficiários.

Parágrafo 6º - No caso de beneficiário pessoa jurídica tributado com base no lucro real, o imposto de que trata o Parágrafo 2º poderá ainda ser compensado com o retido por ocasião do pagamento ou crédito de juros, a título de remuneração de capital próprio, a seu titular, sócios ou acionistas.

Parágrafo 7º - O valor dos juros pagos ou creditados pela pessoa jurídica, a título de remuneração do capital próprio, poderá ser imputado ao valor dos dividendos de que trata o artigo 202 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sem prejuízo do disposto no Parágrafo 2º.

Parágrafo 8º - Para os fins de cálculo da remuneração prevista neste artigo, não será considerado o valor de reserva de reavaliação de bens ou direitos da pessoa jurídica, exceto se esta for adicionada na determinação da base de cálculo do Imposto sobre a Renda e da contribuição social sobre o lucro líquido.

Parágrafo 9º - À opção da pessoa jurídica, o valor dos juros a que se refere este artigo poderá ser incorporado ao capital social ou mantido em conta de reserva destinada a aumento de capital, garantida sua dedutibilidade, desde que o imposto de que trata o Parágrafo 2º, assumido pela pessoa jurídica, seja recolhido no prazo de 15 dias contados a partir da data do encerramento do período-base em que tenha ocorrido a dedução dos referidos juros, não sendo reajustável a base de cálculo nem dedutível o imposto pago para fins de apuração do lucro real e da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido. (Parágrafo revogado pela Lei nº 9.430/96).

Parágrafo 10 - O valor da remuneração deduzida, inclusive na forma do parágrafo anterior, deverá ser adicionado ao lucro líquido para determinação da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido. (Parágrafo revogado pela Lei nº 9.430/96).

Para muitos profissionais envolvidos no assunto, direta ou indiretamente, os Juros sobre o Capital Próprio são interpretados como uma substituição da correção monetária do balanço

e de sua precursora, a antiga Reserva para Manutenção do Capital de Giro Próprio⁸. De acordo com essa visão, quando houve a extinção da correção monetária, e objetivando compensar as perdas das empresas decorrentes desta extinção, instituiu-se a figura dos Juros sobre o Capital Próprio. Em sendo uma forma de remuneração de capital, são considerados como despesa financeira dedutível para efeitos fiscais e, portanto, diminuem o lucro tributável e o lucro final, evitando, por conseguinte, a descapitalização da empresa.

Higuchi *et al* (2006, p. 388) citam:

[...] Os juros sobre capital foram instituídos para dar isonomia entre o capital de terceiros e o capital próprio em termos de dedutibilidade da remuneração. Isso significa que ambos os juros têm a mesma natureza de despesas financeiras. Com a extinção da correção monetária das demonstrações financeiras, a desigualdade agravaria se não fosse constituída a dedutibilidade dos juros sobre o capital próprio.

Neste contexto vale citar também Silva (2004, p. 34):

A extinção da correção monetária do balanço, conforme entendimento de alguns parlamentares e articulistas, contribuiu para a criação dos dispositivos legais de que tratam o art. 9º da Lei nº 9.245/95, uma vez que os benefícios tributários extintos deveriam ser compensados de alguma forma e o que se encontrou, embora não fossem compatíveis, foi a introdução do conceito de juros sobre o capital próprio e suas respectivas vantagens tributárias.

Importante frisar que a constituição desses juros é facultativa, e os mesmos não são obrigatoriamente pagos aos sócios. Poderão ser capitalizados ou mantidos em conta de reserva destinada para futuro aumento de capital da empresa.

Adicionalmente, vale mencionar que não podem ser considerados como algo novo. O Decreto-Lei 2627 de 1940, em seu artigo 129, 1º inciso, item “e”, já determinava que, nas despesas de instalação, deveriam ser incluídos os juros pagos aos acionistas durante o período que antecedia o início das operações sociais. Nesse diploma legal, os estatutos fixariam não somente a taxa de juros, que não poderia exceder a 6 % (seis por cento) ao ano, mas também o prazo para a amortização. Esse artigo foi revogado pelo art. 179 da Lei

⁸ Procedimento contábil anterior à Lei 6.404/76, destinado a manter a integridade do capital social das empresas e que permitia excluir do lucro real importância correspondente à manutenção do capital de giro próprio. Considera-se capital de giro próprio o existente no início do período-base como representativo da soma dos valores do passivo não exigível, diminuído dos valores do ativo imobilizado líquido. O valor apurado era corrigido pelos índices oficiais de inflação e era dedutível do imposto de renda até o limite dos lucros realizados no exercício.

6.404/76 referente ao ativo diferido, lei esta que, entretanto, continuou a abordar a questão dos juros pagos aos acionistas. Assim, o art. 179 da Lei 6.404/76 cita que o diferido refere-se às aplicações de recursos em despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social, inclusive os juros pagos ou creditados aos acionistas durante o período que anteceder o início das operações sociais.

Como se pode notar, o tema não é recente, a novidade foi a sua dedutibilidade e suas implicações, principalmente devido ao fato do registro dos Juros sobre o Capital Próprio não ser obrigatório, portanto alterando para fins comparativos o valor das margens operacionais, razão inclusive para que a CVM determinasse a sua reclassificação. Outrossim, tem-se observado que algumas companhias de capital aberto optam, para fins de atendimento às normas tributárias federais e contábeis, por contabilizar os Juros sobre o Capital Próprio em contrapartida da conta “Despesas financeiras”, revertendo-os para a conta “Lucros acumulados” para fins de apresentação das demonstrações contábeis.

Segundo, Iudicibus *et al* (2003, p. 428):

O fisco, em mais uma de suas interferências na apuração do lucro contábil, bem como do lucro societário e sua evidênciação, dispõe, na regulamentação da lei nº 9.249/95, alterada pela lei nº 9.430/96, por meio das Instruções Normativas nº 11/96 e 93/97 da Secretaria da Receita federal, que, para efeito de dedutibilidade na determinação do lucro real, os Juros sobre o Capital Próprio, pagos ou creditados, ainda que imputados aos dividendos ou quando creditados à conta de reserva específica, deverão ser registrados em conta de despesa financeira.

A contabilização desses juros como despesa financeira, na forma determinada pela Lei, provoca prejuízos à comparabilidade das demonstrações contábeis, já que, em sendo sua constituição facultativa, algumas empresas optam por contabilizar os juros sobre capital, e outras não.

A CVM, mediante a Deliberação nº 207/96, procurou eliminar as distorções provocadas pelo uso facultativo da opção fiscal nos resultados operacionais das empresas. No item VIII deliberou que, caso a companhia opte, para fins de atendimento às disposições tributárias, por contabilizar os juros sobre o capital próprio pagos/creditados ou recebidos/auferidos como despesa ou receita financeira, deverá proceder à reversão desses valores nos registros mercantis, de forma a que o lucro líquido ou o prejuízo do exercício

seja apurado nos termos desta Deliberação. Esta, no item seguinte, cita que a reversão de que trata o item anterior poderá ser evidenciada na última linha da demonstração do resultado antes do saldo da conta do lucro líquido ou prejuízo do exercício. Além disso, o entendimento da CVM é de que, pelo conceito de lucro da legislação societária, a remuneração do capital próprio configura distribuição de resultado e não despesa.

Ultimamente, muitas Companhias vêm utilizando o procedimento mais correto (aceito pela CVM, é claro): mesmo tendo contabilizado os juros a débito do resultado, não os evidenciam na DRE publicada, fazendo-o apenas na Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido. (IUDICIBUS *et al*, 2003, p. 309).

Finalmente, vale citar que os Juros sobre o Capital próprio poderiam ser englobados no conceito econômico de custo de oportunidade⁹. Neste contexto, seria interessante verificar a ocorrência de juros remuneratórios do capital em outros países, evento apontado por Soares (2001).

De acordo com Rolim (1996a, p.110; 1996b, p.235, *apud* SOARES, 2001, p.46) não foi possível encontrar, por meio do Direito Comparado, remuneração idêntica à do art. 9º da Lei nº. 9.249/95 em outros países. Martins (1996b, p.438 *apud* SOARES, 2001 p.46), por sua vez, narra que a figura dos juros remuneratórios do capital próprio é antiga em termos acadêmicos e conceituais, mas mundialmente é novidade para empresas em operação. Ainda segundo Martins (1996a, p.431 *apud* SOARES, 2001, p.46), “[...] seria a primeira vez, que se saiba, que se introduziria, no mundo, a figura do Juro Sobre o Capital Próprio nas empresas em operação”.

Outrossim, de acordo com Girardi e Boschi (2000, *apud* SOARES, 2001, p.46), os juros sobre o capital próprio, na forma prevista na Lei nº 9.249/95, foram uma inovação brasileira.

⁹ O custo de oportunidade representa o custo associado a uma determinada escolha medido em termos da melhor oportunidade perdida, ou seja, o custo de algo em termos de uma oportunidade renunciada.

2.2.3 Notas Explicativas sobre Resultados Financeiros

A publicação de Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras está prevista no parágrafo 4º do artigo 176 da Lei 6404/76:

As demonstrações serão complementadas por Notas Explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício.

Por sua vez, o parágrafo 5º desse artigo 176, elenca o que deve constar em notas explicativas:

- a) os principais critérios de avaliação dos elementos patrimoniais, especialmente estoques, dos cálculos de depreciação, amortização e exaustão, de constituição de provisão para encargos ou riscos, e dos ajustes para atender a perdas prováveis na realização de elementos do ativo;
- b) os investimentos em outras sociedades, quando relevantes (art. 247, parágrafo único);
- c) o aumento de valor de elementos do ativo resultante de novas avaliações (art. 182, § 3.º);
- d) os ônus reais constituídos sobre elementos do ativo, as garantias prestadas a terceiros e outras responsabilidades eventuais ou contingentes;
- e) a taxa de juros, as datas de vencimento e as garantias das obrigações a longo prazo;
- f) o número, espécies e classes das ações do capital social;
- g) as opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício;
- h) os ajustes de exercícios anteriores (art. 186, § 1.º);
- i) os eventos subsequentes à data de encerramento do exercício que tenham, ou possam vir a ter, efeito relevante sobre a situação financeira e os resultados futuros da companhia.

Como se pode ver, não há na Lei das Sociedades por Ações a exigência específica de abertura dos resultados financeiros nas Notas Explicativas.

A CVM, por sua vez, na deliberação nº 488, de 3 de outubro de 2005, no tocante aos resultados financeiros, torna obrigatórias para as companhias abertas as seguintes medidas:

Item 35:

[...] as receitas e as despesas, bem como os ganhos e as perdas provenientes de um grupo de transações similares, serão apresentadas pelo seu valor líquido, mas com a evidencição dos valores de seus dois componentes (na própria demonstração ou em nota explicativa), como por exemplo, os ganhos e perdas provenientes de instrumentos financeiros com a mesma natureza,

tais como, títulos mantidos para negociação. Outro exemplo são os itens de balanço em moeda estrangeira, que geram ganhos e perdas decorrentes das variações nas taxas de câmbio. Os ganhos e perdas cambiais, também conhecidos como variações cambiais, devem ser registrados considerando a natureza dos itens que lhe deram origem. Ganhos e perdas cambiais referentes a itens classificados no ativo devem ser registrados em conta distinta dos ganhos e perdas cambiais gerados por itens classificados no passivo. Entretanto, na demonstração de resultado tais ganhos e perdas podem ser apresentados pelo líquido desde que seja feita a sua abertura em nota explicativa.

Item 78, letra f:

Despesas financeiras, segregadas das receitas financeiras;

[...] O valor das despesas financeiras deve ser indicado separadamente do valor da redução pelas receitas financeiras. As despesas financeiras devem ser normalmente as originadas dos passivos da entidade, ou seja, de contas tais como empréstimos e financiamentos e arrendamentos mercantis financeiros, enquanto as receitas financeiras devem, normalmente, corresponder aos ativos da entidade, ou seja, os das aplicações financeiras.

Uma entidade não deverá apresentar itens ou grupo de itens de receitas ou despesas em agrupamento específico de itens extraordinários (de natureza inusitada ou alto grau de anormalidade). Esses itens deverão ser apresentados no grupo de resultado operacional ou não operacional, de acordo com suas características ou origem e, se materiais, para o correto entendimento da demonstração do resultado, poderão ser apresentados em uma linha específica com o necessário detalhamento em nota explicativa.

Vale lembrar que, de modo geral, o objetivo da análise das demonstrações contábeis é o de formar uma idéia sobre o desempenho de uma companhia durante um certo período e especificamente, se resume em conhecer a liquidez e a rentabilidade das empresas. (MARTINS, 2005, p.1).

Entretanto, para se fazer uma boa avaliação é necessário conhecer a empresa e os seus critérios contábeis.

Para isso é importante que estejam bem divulgados, nas notas explicativas às suas demonstrações contábeis, o contexto operacional da empresa e as suas principais práticas contábeis. É uma pena que isso não seja, de fato, bem observado pela grande maioria das sociedades, e nada observado, aliás, pelas que não são sociedades anônimas. Apesar de a Lei e as normas estarem aí exigindo isso de todos. (MARTINS, 2005, p 8).

Um dos grandes desafios da Contabilidade, relativamente à evidenciação, tem sido o dimensionamento da qualidade e da quantidade de informações que atendem às necessidades dos usuários das demonstrações contábeis em determinado momento. Como parte do esforço desenvolvido nesse campo, surgiram as notas explicativas que são informações complementares às demonstrações contábeis, representando parte integrante das mesmas. (IUDICIBUS *et al*, 2003, p. 410).

Pelo exposto acima, não restam dúvidas sobre a importância da informação contábil e suas implicações e conseqüências econômicas. Se as demonstrações contábeis forem preparadas

com algum viés ou com lacunas de informações, os investidores, credores e outros usuários correm o risco de tomar decisões equivocadas. Assim, é vital a preocupação com a veracidade ou realidade do lucro contábil informado.

A informação contábil pode ser usada para a avaliação da qualidade dos ativos (análise de balanços, por exemplo), para a avaliação da *performance* de agentes investidos pelos acionistas (remuneração de executivos), para controle do comportamento dos gestores após a concessão de créditos (*debt covenants* em dívidas). No entanto, para que a contabilidade seja capaz de auxiliar nesse processo informacional, é necessário que ela guarde estreita relação com a realidade econômica. Se a informação contábil não estiver intimamente relacionada com a realidade econômica subjacente, ela perderá utilidade para os agentes. (LOPES; MARTINS, 2005, p.76).

Nesse contexto é que se encaixam as variações cambiais, em especial aquelas decorrentes de fortes oscilações cambiais que nem sempre se materializam, a exemplo do último trimestre de 2002, em que houve forte desvalorização do real devido à expectativa gerada pela proximidade da eleição presidencial. Essas variações cambiais foram lançadas em 2002 como despesas financeiras, mas já no início de 2003, quando houve o recuo do câmbio, foram revertidas, alterando os resultados econômicos das empresas. Martins *et al* (2003, p. 2) citam que “[...] o tratamento cego diretamente como despesa deforma, em algumas situações, o resultado do exercício de forma indevida”.

Passivos a descoberto (patrimônios líquidos negativos) podem aparecer sem que representem o que, à primeira vista, indicam: risco sério de descontinuidade. Avaliações de risco podem estar erradas se não disponibilizadas todas as informações e se não lidas as demonstrações contábeis por pessoal muito especializado e conhecedor do setor econômico, da empresa em particular e das próprias distorções mencionadas (MARTINS *et al*, 2003, p. 3).

Portanto, mais uma vez, cabe lembrar que como parte integrante das demonstrações contábeis, é fundamental que as notas explicativas contemplem adequadamente todas as informações necessárias para a correta e completa interpretação das informações contábeis.

2.3 Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos e Demonstração dos Fluxos de Caixa

A Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos tem por objetivo apresentar em um determinado período, normalmente um exercício social, de forma ordenada, as principais informações relativas às operações de financiamento e de investimento, ou seja, identificar

de onde vieram e onde foram investidos os recursos e, conseqüentemente, evidenciar as modificações que originaram as variações no capital circulante líquido em uma empresa. Conforme artigo 188 da Lei 6404/76, deve conter:

I - as origens dos recursos, agrupadas em:

- a) lucro do exercício, acrescido de depreciação, amortização ou exaustão e ajustado pela variação nos resultados de exercícios futuros;
- b) realização do capital social e contribuições para reservas de capital;
- c) recursos de terceiros, originários do aumento do passivo exigível a longo prazo, da redução do ativo realizável a longo prazo e da alienação de investimentos e direitos do ativo imobilizado.

II - as aplicações de recursos, agrupadas em:

- a) dividendos distribuídos;
- b) aquisição de direitos do ativo imobilizado;
- c) aumento do ativo realizável a longo prazo, dos investimentos e do ativo diferido;
- d) redução do passivo exigível a longo prazo;

III - o excesso ou insuficiência das origens de recursos em relação às aplicações, representando aumento ou redução do capital circulante líquido;

IV - os saldos, no início e no fim do exercício, do ativo e passivo circulante, o montante do capital circulante líquido e o seu aumento ou redução durante o exercício.

A Demonstração dos Fluxos de Caixa, por sua vez, visa mostrar informações sobre a movimentação de disponibilidades em um dado período de tempo, ou, em outras palavras, conforme Iudicibus *et al* (2003, p. 398), seu objetivo primário é prover informações relevantes sobre os pagamentos e recebimentos, em dinheiro, de uma empresa, ocorridos durante um determinado período.

Cumpre frisar que, a despeito da divulgação da DFC não ser, ainda, obrigatória, a CVM recomenda que a DFC seja elaborada. Ademais, no caso específico das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa - ver item “visão geral sobre o mercado de capitais brasileiro” nesta dissertação -, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), no regulamento de práticas diferenciadas de governança, determina que as demonstrações financeiras devem, obrigatoriamente, incluir Demonstração dos Fluxos de Caixa.

Em suma, na DOAR importa o conceito de capital circulante líquido, enquanto na DFC a ênfase está na disponibilidade; conseqüentemente, a DOAR segue o regime de competência, enquanto que a DFC, o regime de caixa.

No âmbito desta questão, que remete implicitamente a uma comparação entre as duas demonstrações, é interessante citar a opinião, certamente compartilhada por muitos profissionais, de Padoveze (2000, p. 72 e 73):

Em nossa opinião, são demonstrações complementares. Concordamos que o fluxo de caixa é mais fácil de ser assimilado pelos usuários não muito afeitos à técnica contábil, enquanto a demonstração das origens e aplicações de recursos tem uma apresentação mais próxima para os administradores com maior grau de conhecimento da ciência contábil.

Não obstante essa distinção, ressalte-se que o presente estudo não visa dissertar sobre as diferenças, vantagens ou desvantagens das referidas demonstrações, por sinal objeto de inúmeros trabalhos acadêmicos, mas sim verificar o enfoque dado, em cada uma, às variações monetárias. Desse modo, neste estudo, as peculiaridades de cada demonstração são importantes como pano de fundo, como reveladoras do ambiente amplo em que se insere o tema de interesse central.

2.3.1 Variações monetárias na DOAR e na DFC

Embora não haja, tanto na DOAR como na DFC, um padrão para a denominação das variações monetárias, na DOAR as variações monetárias comumente aparecem sob a denominação de variações monetárias de longo prazo (VMLP), sendo que o uso da expressão “de longo prazo” está praticamente generalizado. O essencial a observar é que essas despesas afetam o lucro, mas não alteram o Capital Circulante Líquido (CCL). Assim sendo, na DOAR, as VMLP não devem figurar como origem de recursos conjuntamente com novos empréstimos de longo prazo, mas sim como ajuste ao lucro líquido do exercício. Vale lembrar que as variações monetárias de curto prazo, independentemente ou não do desembolso financeiro, afetam o CCL.

Já na DFC, pelo menos conceitualmente, as variações monetárias constantes nessa demonstração deveriam referir-se ao montante não - caixa, independentemente de sua

natureza temporal. Colocando de outro modo, devem incorporar todas as variações monetárias advindas de operações de curto e de longo prazo, pois se referem aos montantes sem efeito caixa, ou seja, não pagas ou recebidas em geral, independentemente do período, já que não afetam as disponibilidades.

Cumprе frisar que devido ao fato da DFC ainda não ser obrigatória, e, por conseguinte, não haver requisitos padrões para sua elaboração, o que se observa na prática, fato evidente mais adiante na pesquisa, é que algumas DFCs apresentam também a expressão “variações monetárias de longo prazo” e, em alguns casos, os valores são idênticos tanto na DOAR como na DFC. Este fato, longe de se constituir em um caso isolado, vem avalizar a percepção da não existência de um padrão definido e disseminado de elaboração de DFCs no Brasil, tanto do ponto de vista conceitual como metodológico.

Neste contexto, vale destacar alguns aspectos reunidos no trabalho de Yamamoto (2004, p. 10):

Em busca de uma validação empírica do FCO¹⁰ derivado de ajustes contábeis, Bahnson, Miller e Budge (1996) desenvolveram uma extensa pesquisa com demonstrações contábeis de quatro anos (de 1987 a 1990) publicadas nos Estados Unidos. O estudo, segundo os autores, foi estimulado pela identificação em alguns balanços divulgados, de algumas variações de contas operacionais, como contas a receber, por exemplo, as quais não coincidiam com a variação divulgada na DFC. Com base nisso, algumas questões surgiram, como: qual é a extensão dessas diferenças? Que fatores as causam e quais as suas conseqüências?

Com base na citação, os autores acima citados fizeram uma ampla pesquisa em demonstrações contábeis publicadas e concluíram que havia uma expressiva discrepância entre os valores constantes na demonstração do fluxo de caixa e os valores constantes no balanço patrimonial.

2.4 Geração de recursos

Como já citado anteriormente, a apuração do fluxo de caixa gerado pelas operações é de difícil elaboração, uma vez que os dados exatos relativos às entradas e saídas efetivas de caixa não são perfeitamente identificáveis nas demonstrações contábeis. De qualquer modo, a geração de recursos, seja medida por meio do lucro operacional, seja do LAJIR,

¹⁰ O FCO mencionado na citação de Yamamoto tem o significado de Fluxo de Caixa Operacional.

lucro antes dos juros e imposto de renda, ou mesmo do LAJIRDA, lucros antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização, também conhecido como EBITDA, *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, é um dos mais importantes parâmetros utilizáveis na avaliação de desempenho e mensuração do valor de empresas.

A propósito da problemática que envolve a apuração do lucro, Famá (1980, p. 38), observa que:

A determinação do lucro é um campo de inúmeros trabalhos e pesquisas, onde os autores apresentam uma série de idéias. As principais contribuições existentes para a determinação do valor a ser considerado no numerador são: lucro operacional, lucro antes do imposto de renda, lucro depois do imposto de renda, lucro mais juros, lucro mais depreciação e lucro mais depreciação mais juros. [...] Os quatro primeiros conceitos podem ser entendidos como lucro em termos econômicos, enquanto que os dois últimos em termos de caixa.

O que se tem observado atualmente é que, embora também sujeito a críticas, o índice mais utilizado para avaliar o resultado das empresas é o EBITDA. Fácil de ser calculado, ilustra muito bem o resultado operacional e presta auxílio à análise comparativa, quer com períodos anteriores, quer com empresas localizadas em outros países, visto que as regras de depreciações, legislação tributária e taxas de juros somente são comparáveis dentro de um mesmo país. Evidentemente, como qualquer outro índice, não pode ser usado isoladamente.

Outrossim, Santos (2002, p.92), no artigo Para que serve o EBITDA?, menciona que “O EBITDA mostra o potencial de geração de caixa de um negócio, pois indica quanto dinheiro é gerado pelos ativos operacionais”, e completa: “O que vem sendo discutido é até que ponto o EBITDA é suficiente como regra de decisão sobre o futuro de uma companhia”.

Nesse contexto, vale lembrar que o EBITDA não considera os efeitos do endividamento, ou seja, as despesas financeiras, e, em uma análise, seja de crédito, seja de avaliação econômica, não há como não examinar detidamente outros fatores, tais como o endividamento, a estrutura de capital, a capacidade de pagar dívidas ou mesmo a capacidade de rolar o endividamento. Frise-se que todos estes aspectos necessitam ser considerados, e efetivamente o são, quando da contratação de empréstimos, estando devidamente contemplados em cláusulas contratuais específicas e na elaboração de *ratings*.

2.4.1 Índices e Cláusulas Contratuais

Contratos de financiamentos em moeda estrangeira normalmente possuem cláusulas restritivas, ou seja, indicadores a serem atingidos, os quais, não o sendo, podem fazer com que os vencimentos dos financiamentos sejam antecipados. Os indicadores financeiros mais comuns são: limitação de dívida líquida sobre patrimônio líquido, dívida líquida em relação à geração de caixa e despesas com juros em relação à geração de caixa. Este último, em especial, destaca a capacidade da empresa de gerar lucro suficiente para cobrir os pagamentos de juros devidos.

Como se pode constatar, o montante de despesas financeiras e, em particular, as despesas com juros, são informações relevantes. Todavia, como já exposto, as despesas financeiras, no Brasil, não se referem exclusivamente aos juros ou ao serviço da dívida, englobando também os juros sobre o capital próprio e as variações monetárias que eventualmente não se materializam, característica essa que provoca distorções na análise dos índices acima citados.

2.4.2 Ratings

Rating é um modelo de classificação, um indicador amplamente utilizado por instituições financeiras para medir a capacidade de uma empresa em honrar suas obrigações financeiras no prazo esperado. Também é muito utilizado no mercado de capitais para sinalizar a capacidade de um emissor pagar a remuneração prometida, ou ainda, contribuir para que os emissores tenham melhor acesso ao mercado de capitais.

Outrossim, apesar de há muito tempo serem utilizados pelos bancos internacionais, o uso de *ratings* tem crescido e estabeleceu-se definitivamente após a colocação em vigor da resolução 2682/99 do BACEN, que estabelece critérios para a classificação das operações de crédito em face do risco e regras para a constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa. O *rating* pode ser considerado uma evolução do modelo conhecido como “os cinco Cs do crédito”, pois abrange fatores quantitativos e qualitativos.

Na tabela a seguir, demonstra-se que as normas do BACEN alinham-se ao que preconiza o modelo tradicional denominado “os cinco Cs do crédito”.

Quadro 3: Os Cinco Cs do Crédito versus Resolução 2682/99 do BACEN

Cinco Cs do Crédito	segundo Ross, <i>et al</i> (2002, p.646).	segundo Securato (Silva, 1998 p.77-88, <i>apud</i> SECUTATO, 2002, p. 31)	Critérios para a classificação - Resolução 2682/99 do BACEN
Caráter	A disposição do cliente para cumprir suas obrigações de crédito.	[...] indica a intenção do devedor em cumprir obrigações assumidas. É identificado pelo credor através de informações cadastrais obtidas junto a outros credores do solicitante do crédito, tais como bancos e fornecedores, ou por informações cadastrais obtidas junto a empresas especializadas como SERASA, SPC - Serviços de Proteção ao Crédito e outras.	Art. 2. A classificação da operação no nível de risco correspondente e de responsabilidade da instituição detentora do crédito e deve ser efetuada com base em critérios consistentes e verificáveis, amparada por informações internas e externas, contemplando, pelo menos, os seguintes aspectos:
Capacidade	A capacidade do cliente para cumprir obrigações de crédito com base nos fluxos de caixa gerados pelas operações.	[...] é definida por Silva como habilidade vinculada à competência empresarial das pessoas que integram a empresa, bem como o potencial dessa em produzir e comercializar. Podemos também entendê-la no sentido de capacidade de “repagamento”, conceito que vincularemos à geração de caixa suficiente para fazer face aos compromissos assumidos [...].	I - <u>em relação ao devedor e seus garantidores</u> : a) situação econômico - financeiro; b) grau de endividamento; c) capacidade de geração de resultados; d) fluxo de caixa; e) administração e qualidade de controles; f) pontualidade e atrasos nos pagamentos; g) contingências; h) setor de atividade econômica; i) limite de crédito;
Capital	As reservas financeiras do cliente.	[...] é referido por Silva como os bens e recursos possuídos pela empresa para saldar seus débitos.	II - <u>em relação a operação</u> :
Colateral	Um ativo oferecido como garantia de pagamento.	[...] refere-se a garantias que o devedor pode apresentar para viabilizar a operação de crédito.	a) natureza e finalidade da transação; b) características das garantias, particularmente quanto a suficiência e liquidez; c) valor.
Condições	Condições econômicas gerais.	São apresentadas por Silva como fatores externos e macroeconômicos que exercem forte influência na atividade empresarial.	
Observação: Um sexto C	Não contempla	[...] Silva acresce o “conglomerado”, que expressa a necessidade de um exame conjunto do conglomerado de empresas com inter-relacionamento societário em que a solicitante de crédito se insere, visto que o problema em cada uma delas poderá refletir-se nas demais situações [...].	No artigo 3, da Resolução consta: A classificação das operações de crédito de um mesmo cliente ou grupo econômico deve ser definida considerando aquela que apresentar maior risco, admitindo-se excepcionalmente classificação diversa para determinada operação, observado o disposto no art. 2., inciso II.

Fonte: Elaborada pela pesquisadora

Nos *ratings*, de modo geral, os fatores quantitativos têm peso mais expressivo que os itens qualitativos. Assim sendo, a problemática da não padronização da informação a respeito das variações monetárias ganha relevância pelo viés que causa na determinação do *rating*. A disponibilidade da informação viria a permitir, portanto, o devido ajuste.

A parte quantitativa, composta por indicadores econômico-financeiros extraídos dos dados contábeis, está mais estreitamente relacionada aos fluxos de caixa do que com os lucros. Normalmente, abrange os seguintes aspectos: nível de endividamento geral, endividamento financeiro, níveis de intensidade do capital fixo ou de giro, liquidez, rentabilidade, cobertura de financiamentos - capacidade de repagamento do estoque da dívida com relação à geração de recursos -, e cobertura de juros - capacidade da empresa em cobrir suas obrigações de juros.

Já a parte qualitativa aborda aspectos como competitividade, participação no mercado, eficiência operacional, análise do ciclo de negócios, perspectivas de crescimento, profissionalismo da gerência em termos de organização e planejamento, vulnerabilidade às mudanças tecnológicas, questões trabalhistas e interferência regulatória.

Por último, vale ressaltar que a qualidade da contabilidade, medida por meio da avaliação das políticas contábeis adotadas na confecção das demonstrações contábeis e verificação do parecer dos auditores, também são componentes do *rating*.

Vale lembrar que, como qualquer indicador, sua importância deve ser relativizada, pois ao mesmo tempo em que leva em conta fatores quantitativos e qualitativos, aspecto positivo, também adiciona componentes subjetivos que, ao final, a título de homogeneização em sua aplicação prática no modelo matemático, acabam adotando padrões questionáveis. Um exemplo, a título de ilustração, é a incorporação do “risco-país”, como item componente do cálculo de um *rating* elaborado por instituições estrangeiras para uma empresa brasileira, eventualmente distorcendo a realidade específica desta corporação, inclusive porque a taxa cambial tem influência nas demonstrações contábeis e, sendo também um dos componentes do cálculo do risco- país, acaba sendo considerada em duplicidade.

No Brasil, atualmente, com o crescimento do mercado primário e secundário de títulos privados, e a maior demanda por parte de investidores, o uso de *ratings* vem se expandindo. As agências estrangeiras mais tradicionais são a Standard & Poor's, fundada em 1860, com escritório no Brasil desde 1998, a Moody's, fundada em 1900 e presente no Brasil desde 1999, e a Fitch, que estabeleceu uma subsidiária no Brasil em 1997 e, em abril de 2003, adquiriu a Atlantic Rating.

As principais agências brasileiras são a SR Rating, a LF Rating e a Austin Rating. Tal como a resolução 2682/99 do BACEN, todos os *ratings* confeccionados por essas agências possuem uma escala de graduação do risco.

A título ilustrativo, no quadro 4, a seguir, constam os parâmetros de duas das mais tradicionais e conceituadas agências de classificação de risco, postos em confronto com os percentuais de provisão para créditos de liquidação duvidosa – PDD, previstos na resolução 2682/99 do BACEN. Dividido em duas seções, o quadro mostra as diversas escalas dos graus de investimento e especulativo, ou seja, empresas classificadas no grau de investimento, ou seja, aquelas com *rating* igual ou superior a BBB- da Standard & Poors ou Baa3 da Moody's, têm características de segurança financeira que compensam quaisquer vulnerabilidades, sendo altamente provável que tenham capacidade para satisfazer os seus compromissos financeiros.

Já o grau especulativo reflete um risco de médio a alto, ou seja, as características de vulnerabilidade poderão sobrepor-se aos seus pontos fortes. Vale destacar que o nível BB+ da Standard & Poors ou Ba1 da Moody's é o piso inicial do grau de investimento. Em termos simples, isso significa, do ponto de vista do mercado financeiro, passar de um nível de desconfiança mínima, para um outro, desta vez de confiança mínima.

Quadro 4: Escala de graduação de risco

Standard & Poor's	Moody's	Grau de risco	Descrição	Nível de Risco e % de PDD -Res. 2682/99 do BACEN
Rating de Grau de Investimento				
AAA	Aaa	Mínimo	O mais alto grau de investimento. Capacidade para cumprir seus compromissos financeiros é extremamente forte	AA; PDD = 0%
AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	Modesto	Grau alto de investimento. Capacidade muito forte de pagamento de juros e principal. Difere pouco do <i>rating</i> mais alto.	A; PDD = 0,5%
A+ A A-	A1 A2 A3	Médio	Grau médio alto. Apresenta forte capacidade de pagamento de juros e principal, embora seja mais suscetível aos efeitos adversos causados por mudanças nas condições econômicas.	B; PDD = 1%
BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	Aceitável	Grau médio. Possui capacidade adequada de pagamento de juros e principal. Normalmente apresenta parâmetros de proteção adequados. Porém, condições econômicas adversas ou outras circunstâncias, provavelmente reduzirão sua capacidade de pagamento.	C; PDD = 3%
Rating de Grau Especulativo				
BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Aceitável com cautela	Grau especulativo. Provavelmente irá pagar juros e principal. Representa o menor grau de especulação. Possuem características de qualidade e proteção, porém estas podem ser suplantadas por grandes incertezas ou por uma maior exposição a condições adversas importantes.	D; PDD = 10%
B+ B B-	B1 B2 B3	Atenção	Carece de características de um investimento desejável. Enfrenta incertezas ou exposição a condições comerciais, financeiras ou econômicas adversas, que poderiam resultar em uma capacidade inadequada para honrar o pagamento pontual de juros e principal.	E; PDD = 30%
CCC	Caa	Menção especial	Fraca condição. Vulnerável à inadimplência, e depende de condições comerciais e financeiras favoráveis para que possa cumprir o pagamento de juros e principal. Na ocorrência de condições comerciais, financeiras ou econômicas adversas, o devedor provavelmente não apresentará capacidade de honrar o pagamento de juros e principal.	F; PDD = 50
CC	Ca	Abaixo do Padrão	Altamente especulativo; muito vulnerável.	
C	C	Duvidoso	Perspectivas extremamente fracas. Recebimento altamente improvável com forte probabilidade de inadimplência.	G; PDD = 70%
D	D	Prejuízo	Perda total esperada ou Inadimplente	H; PDD = 100%

Fonte: Elaborada pela pesquisadora com base nas informações das agências S&P e Moody's.

3 Metodologia da Pesquisa

Todos os trabalhos científicos a serem desenvolvidos necessitam de uma metodologia para que seja possível atingir-se os objetivos delineados. Assim, a formulação e o alcance dos objetivos da pesquisa propostos no presente trabalho estão fundamentados na literatura relacionada ao assunto e, também, na experiência profissional da autora ao longo de 30 anos de atuação em trabalhos envolvendo a análise de demonstrações contábeis.

3.1 Método

Quaisquer que sejam as distinções que se possam fazer para caracterizar as várias formas de trabalhos científicos, é preciso afirmar preliminarmente que todos eles têm em comum a necessária procedência de um trabalho de pesquisa e de reflexão que seja pessoal, autônomo, criativo e rigoroso. Trabalho pessoal no sentido em que a temática deve ser realmente uma problemática vivenciada pelo pesquisador, ela deve lhe dizer respeito (SEVERINO, 2004, p. 145).

No presente trabalho, a pesquisa visa identificar as discrepâncias na divulgação dos resultados financeiros, em especial das variações cambiais, demonstrar a importância desta informação, e verificar de que forma o registro destas variações monetárias sem efeito caixa na DOAR ou na DFC pode ocasionar um viés à exata avaliação da geração de recursos, inclusive pela freqüente omissão a elas nas Notas Explicativas.

Preliminarmente, uma pergunta se impõe: que tipo de pesquisa é apropriado para alcançar esses propósitos? A esse respeito, a literatura disponível apresenta alternativas e/ou concepções diferentes, que são descritas, em linhas gerais, a seguir.

Segundo Gil (1989, p.43): “Rigorosamente, todo procedimento de coleta de dados depende da formulação prévia de uma hipótese. Ocorre que em muitas pesquisas as hipóteses não são explícitas”. Neste contexto, vale frisar que na pesquisa exploratória, não há necessariamente hipóteses para serem confirmadas. É a linha de Oliveira (2005, p.72), que menciona: “Em regra geral, um *estudo exploratório* é realizado quando o tema escolhido é pouco explorado, sendo difícil a formulação e operacionalização de hipóteses.”

A pesquisa exploratória tem como objetivo principal o aprimoramento de idéias ou a descoberta de intuições. Seu planejamento é, portanto, bastante flexível, de modo que

possibilite a consideração dos mais variados aspectos relativos ao fato estudado. Na maioria dos casos, essas pesquisas envolvem: a) levantamento bibliográfico; b) entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado; e c) análise de exemplos que “estimulem a compreensão” (SELLTIZ ET AL, 1967, p 63 *apud* GIL, 1989, p. 45).

Outrossim, de acordo com Neves (1996, p.1), a pesquisa, que tradicionalmente se caracteriza por estudos que valorizam o emprego de métodos quantitativos, tem tido, nos últimos 30 anos, também uma abordagem qualitativa.

A pesquisa quantitativa baseia-se no pressuposto de que a teoria pode, ou não, ser verificada ou identificada, ao passo que a pesquisa qualitativa tem um enfoque indutivo, buscando uma possível explicação a partir do mundo real, não se atendo em enumerar ou medir eventos e, geralmente, não emprega instrumental estatístico para análise de dados. Para Santos (2003, p.179): “A indução ocorre como um processo em três fases: a observação dos fenômenos, a descoberta da relação e a generalização da relação”.

São muitas as interpretações que se tem dado à expressão *pesquisa qualitativa* e atualmente se dá preferência à expressão *abordagem qualitativa*. Entre os mais diversos significados, conceituamos *abordagem qualitativa* ou *pesquisa qualitativa* como sendo um processo de reflexão e análise da realidade através da utilização de métodos e técnicas para compreensão detalhada do objetivo de estudo em seu contexto histórico e/ou segundo sua estruturação. (OLIVEIRA, 2005, p.41).

Há “[...] três diferentes possibilidades oferecidas pela abordagem qualitativa: a pesquisa documental, o estudo de caso e a etnografia” (GODOY 1995b, p.21 *apud* NEVES, 1996, p.3).

Importante ressaltar que os métodos qualitativos e quantitativos não são excludentes, mas sim complementares. De acordo com Oliveira (2005, p.68): “A pesquisa qualitativa pode ser caracterizada como sendo um estudo detalhado de um determinado fato, objeto, grupo de pessoas ou ator social e fenômeno da realidade.”

Assim sendo, considerando o exposto acima, a metodologia de pesquisa utilizado no presente estudo está dividida em duas partes:

- a) Pesquisa exploratória por meio de levantamento bibliográfico, que tem por finalidade principal identificar trabalhos sobre as variações cambiais e, adicionalmente, verificar qual seria a melhor maneira de evidenciá-las, com

enfoque para o tratamento das variações monetárias sem efeito caixa, incluindo comparativo entre a DOAR e a DFC. Cumpre destacar que alguns trabalhos, tanto no Brasil como no exterior, têm analisado questões relacionadas ao comparativo entre a DOAR e a DFC, mas não abordam especificamente a questão das variações cambiais. Por outro lado, a questão do tratamento contábil do câmbio no Brasil, ou, mais especificamente, de seu impacto nas informações contábeis, já foi alvo de diversos estudos.

b) Pesquisa documental, cuja característica é que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, constituindo o que se denomina de fontes primárias. “Bastante semelhante à pesquisa bibliográfica, a documental caracteriza-se pela busca de informações em documentos que não receberam *nenhum tratamento científico*” (OLIVEIRA, 2005, p.76). Assim, a pesquisa dos dados foi feita mediante levantamento com base nas demonstrações contábeis de empresas de capital aberto com expressivos índices de imobilização de recursos. Para compor a amostra foram utilizadas empresas dos setores de papel e celulose, siderurgia e energia, abrangendo diferentes exercícios nos quais se observam oscilações cambiais expressivas e, por conseguinte, com reflexo nos índices de desempenho, destacando-se o comportamento das despesas financeiras advindas de variações cambiais, em especial aquelas sem efeito caixa. Especificamente, foram analisadas as demonstrações contábeis relativas aos períodos de 2001 a 2006 das empresas dos setores acima mencionados observando-se os seguintes itens:

- i) Forma da apresentação dos resultados financeiros - se pelo resultado líquido ou com abertura das contas de despesas e receitas financeiras.
- ii) Notas explicativas: informações adicionais sobre o resultado financeiro.
- iii) Abertura dos valores das variações monetárias e, especificamente, se há o valor das variações cambiais ativas e passivas na DRE.

iv) Montantes informados sobre variações monetárias na DOAR e na DFC.

v) Verificação de quais as empresas da amostra que disponibilizam demonstrações em U.S. GAAP e confronto entre o montante de despesas financeiras (não líquidas, ou seja, sem dedução das receitas financeiras) e o valor das despesas financeiras em BR. GAAP. Para tal procedimento o montante em Reais foi convertido pela taxa de fechamento, ou seja, câmbio oficial de venda, conforme Resolução - CFC nº 1.052 de 07.10.2005.

vi) Evolução no período de 2001 a 2006 da disponibilização também de demonstrações pelo U.S. GAAP por empresa do grupo da amostra.

vii) Cálculo do Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e índice de cobertura de juros, usando: a) o total das despesas financeiras, b) resultado financeiro líquido, c) as despesas financeiras deduzidas das variações monetárias e cambiais da DOAR, d) as despesas financeiras deduzidas das variações monetárias e cambiais da DFC, e) apenas as despesas com juros, quando esta informação estiver disponível e f) as despesas com juros, das demonstrações em U.S. GAAP convertida para Reais, quando esta informação estiver disponível.

viii) Confrontação dos resultados acima, principalmente os relacionados com o fornecimento de informações contábeis, verificando a representatividade das empresas dos setores escolhidos, nos setores de atuação e também nos diferentes níveis de governança corporativa.

3.2 Seleção da amostra

Considerando que os efeitos cambiais são mais expressivos em empresas com estrutura de capitais alavancada¹¹, visto que o grau de utilização de capital de terceiros, principalmente via empréstimos, é maior, normalmente de longo prazo e em moeda estrangeira, foram escolhidos para o presente estudo os setores elétrico, siderúrgico e de papel e celulose. Todos esses setores operam com expressivos montantes de recursos alocados no ativo permanente, notadamente ativo imobilizado, largamente financiado com recursos captados em moeda estrangeira com prazos superiores a um ano, portanto classificados no longo prazo.

3.2.1 Principais características dos setores selecionados

Estes setores industriais foram escolhidos por sua significativa participação no PIB, pela forte presença da iniciativa privada, bem como pelo fato de que as principais empresas atuantes nesses setores são de grande porte e, em sua maioria, de capital aberto. Além disso, cumpre frisar que o setor de papel e celulose caracteriza-se por direcionar parcela significativa de sua produção para o mercado externo; o de siderurgia, por estar voltado preponderantemente para a economia doméstica, e o setor elétrico, em especial o segmento de geração, por contar com receitas advindas basicamente do mercado interno. Portanto, o efeito da flutuação do câmbio poderá ser analisado em três cenários distintos em relação ao desempenho econômico, principalmente no tocante à geração de recursos.

Para o presente estudo, as empresas de capital aberto são as empresas listadas na Bovespa, que é uma associação civil sem fins lucrativos e pertence às Corretoras de Valores. Todavia, cumpre enfatizar que os dados da amostra são obtidos com base nas informações disponibilizadas pela CVM na *internet*, endereço eletrônico: <http://www.cvm.gov.br/port/CiasAbertas>.

¹¹ Mostra a relação entre capital próprio e de terceiros. A alavancagem está associada à intensidade com a qual a empresa utiliza recursos de terceiros, em lugar de recursos próprios. Quanto mais a empresa utiliza capitais de terceiros, maior sua alavancagem. Em princípio, quanto maior for a alavancagem, maior será o risco, todavia, cumpre ressaltar que há controvérsias quanto à estrutura de capital ideal para a maximização do valor de uma empresa.

Ressalte-se que os dados setoriais foram extraídos dos relatórios anuais das empresas da amostra, os quais geralmente apresentam uma visão atualizada do segmento em que as empresas atuam. Estas informações, por sua vez, foram confrontadas e complementadas com os dados setoriais disponíveis nos boletins e relatórios disponíveis nos *sites* das principais associações, institutos e agências setoriais existentes, cujos endereços constam nas referências bibliográficas.

3.2.1.1 Setor de Papel e Celulose

Há praticamente dois tipos de celulose de madeira que podem ser produzidos, e que se distinguem pela fibra: curta ou longa. A celulose de fibra curta, produzida usando eucalipto ou acácia, é usada para produzir o papel revestido e o não revestido, papéis sanitários e embalagens revestidas. Tem como característica boa uniformidade, brilho, coloração e maciez. Já a celulose de fibra longa, produzida principalmente com o pinus, é geralmente usada para a produção de papéis que requerem uma maior durabilidade e força, tais como o Kraft, e aqueles que pedem uma alta opacidade, tais como o papel- jornal.

O eucalipto, entre os muitos tipos de fibra curta presentes no mercado brasileiro de celulose, é o principal, representando 80% do total da celulose produzida em 2006. Importante ressaltar que a celulose de eucalipto brasileira conseguiu obter ampla aceitação por parte dos produtores de papéis de imprimir e escrever na Europa e, também, entre os produtores de papéis sanitários na América do Norte, devido à sua suavidade e capacidade de absorção.

Adicionalmente, cite-se que, além de dominar a técnica de clonagem de eucalipto, as grandes empresas brasileiras são bastante competitivas em relação às indústrias internacionais, tanto pela qualidade dos produtos como pelos baixos custos de produção. A maior vantagem comparativa está no início da cadeia produtiva, haja vista o reduzido custo da madeira. Principal matéria-prima utilizada na fabricação da celulose fibra curta do mercado brasileiro, a madeira de eucalipto possui ciclo de corte variando de seis a sete anos, enquanto que em vários importantes países produtores, que utilizam outros tipos de árvores, esse período varia de quinze a vinte anos, em alguns casos até mais, onerando sobremaneira o custo do produto.

Segundo dados Associação Nacional dos Fabricantes de Celulose e Papel (Bracelpa), o Brasil produziu 11,1 milhões de toneladas de celulose em 2006 figurando como sexto maior produtor no *ranking* mundial. Os líderes são os EUA, seguidos do Canadá, China, Finlândia e Suécia. Na produção de papel, ocupa a décima primeira posição com 8,7 milhões de toneladas produzidas em 2006. As exportações, por sua vez, alcançaram US\$ 4 bilhões, gerando um saldo na balança comercial de US\$ 2,9 bilhões.

O Brasil tem especial importância no mercado de celulose, já que é o maior exportador mundial de celulose fibra curta branqueada de eucalipto, utilizando exclusivamente madeira de florestas plantadas (1,7 milhão de hectares de florestas plantadas em 16 estados e 450 municípios), tendo a Europa como principal comprador. Todavia, o consumo *per capita* brasileiro de papel ainda é baixo comparado a outros países, ou seja, 41,1 kg/hab/ano em 2006 contra 300,6 kg/hab/ano nos EUA, 246,8 kg/hab/ano no Japão, e até mesmo em comparação com alguns países da América latina como o Chile, que consumiu 68,3 kg/hab/ano em 2006 ou a Argentina, cujo montante ficou em 50,5 kg/hab/ano. Desse modo, também no mercado doméstico as perspectivas são de crescimento da demanda e, por conseguinte, do setor.

Outrossim, quanto ao estilo de governança e concentração de mercado, a indústria brasileira de papel e celulose possui forte caráter familiar, estando representada por elevado número de pequenos produtores. Entretanto, apenas seis grupos respondem por mais da metade da produção brasileira. Dada a característica de integração do parque industrial, os maiores produtores de papel também integram a lista dos maiores produtores de celulose de mercado e são: Aracruz, Votorantin, Suzano Bahia Sul, Klabin e Cenibra. A sexta empresa é a International Paper do Brasil Ltda, que apenas produz papel.

3.2.1.2 Setor de Siderurgia

Segundo dados do Instituto Brasileiro de Siderurgia (IBS), o parque siderúrgico nacional, no início da década de 90, ou seja, antes do processo de privatização, contava com um total de 43 empresas entre estatais e privadas. Atualmente são apenas 11 empresas, sendo que nenhuma delas é estatal.

As usinas siderúrgicas, segundo o seu processo produtivo, podem ser classificadas em duas categorias distintas: as usinas integradas e as semi-integradas. As integradas operam em todas as fases do processo produtivo: redução - por meio do carvão mineral ou vegetal ou ainda gás natural -, refino e laminação. As semi-integradas, que operam apenas as duas últimas fases, utilizam, em seu processo de fabricação, matéria-prima já processada, como ferro-gusa, ferro esponja e sucata de aço para transformá-la em aço e sua posterior laminação.

A classificação dos produtos no setor siderúrgico se dá em função das secções dos produtos e da composição química dos mesmos. Assim, quanto à característica física, o setor de siderurgia está dividido em aços planos e longos e, quanto à sua característica química, em aços comuns e especiais.

No caso dos aços planos, os produtos siderúrgicos resultam de um processo de laminação cuja largura é extremamente superior à espessura e são comercializados na forma de chapas e bobinas de aços carbono e especiais, enquanto que os aços longos resultam de processo de laminação, cujas secções transversais têm formato poligonal e seu comprimento é extremamente superior à maior dimensão da seção, sendo ofertados em aços carbono e especiais. Em aço carbono os principais produtos são: perfis leves, médios e pesados; vergalhões; fio-máquina, principalmente para arames; barras, para qualidade construção civil; tubos sem costura e trefilados e em especiais; fio-máquina para parafusos; barras em aços construção mecânica e barras em aços ferramenta.

O que diferencia os aços especiais dos comuns é a exigência de um processamento mais refinado, no qual há a adição de elementos de liga, como, por exemplo, níquel, cromo e nióbio, entre outros. A utilização de materiais mais nobres confere aos aços especiais propriedades como alta dureza, maior resistência a elevadas temperaturas e proteção contra oxidação e corrosão, as quais se traduzem, do ponto de vista econômico, em preços diferenciados.

De acordo com o International Iron and Steel Institute (IISI), a produção mundial de aço bruto atingiu 1.239,5 milhões de toneladas em 2006, enquanto que, conforme o IBS, a produção brasileira desse item totalizou 30,9 milhões de toneladas naquele ano, ou seja,

2,5 % do total mundial. Com a queda na produção brasileira de 2,2% frente a 2005, o Brasil passou a ser o décimo colocado em 2006.

Sob o aspecto de faturamento, as vendas externas de produtos siderúrgicos em 2006 alcançaram a cifra de US\$ 6,4 bilhões, representando cerca de 30% do total faturado pelo setor.

3.2.1.3 Setor de energia

O Sistema Elétrico Brasileiro possui características próprias em face da sua grande dimensão, com forte predominância de usinas hidrelétricas. Importante mencionar que o Brasil dispõe da maior bacia hidrográfica do mundo, com grande potencial de geração de energia elétrica. Segundo dados do Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS), o potencial hidrelétrico do Brasil corresponde a 259 GW dos quais apenas cerca de 30% estão sendo explorados.

De acordo com dados Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), ao final de 2006 a capacidade instalada do Sistema era de 96,3 GW, sendo 77% de usinas hidroelétricas, incluindo 1,6% de pequenas centrais elétricas.

A transmissão, por sua vez, é um fator importante para a integração da produção elétrica e conta com um sistema de interligação sem similar mundial, conhecido por Sistema Interligado Nacional (SIN). É composto por empresas de transmissão das regiões Sul, Sudeste, Centro-Oeste, Nordeste e parte da região Norte. Conforme dados do ONS, a rede básica de transmissão atingiu, em dezembro de 2006, uma extensão de 87.490 km. Ressalte-se que cerca de apenas 3% da capacidade de produção de eletricidade encontra-se fora do SIN, em pequenos sistemas isolados, localizados principalmente na região amazônica, chamado de Sistema Norte Isolado.

O consumo, por sua vez, conforme dados da Empresa de Pesquisa de Energia (EPE) referentes a 2006, totalizou 347.371 GWh, dividido em clientes das classes: 44,5% industrial; 24,7% residencial; 15,9% comercial; 10,3% setor público e 4,6% rural.

Em termos de atividade econômica, o setor elétrico divide-se em três segmentos: geração, transmissão e distribuição. O segmento de geração, foco da presente pesquisa, abrange as usinas hidrelétricas, térmicas e fontes alternativas, a maior parte delas, mais de 65%, controladas pelo poder público, sendo que somente as empresas do grupo ELETROBRÁS respondem por 40% da capacidade geradora instalada no Brasil.

Já a transmissão e a distribuição possuem maior participação da iniciativa privada. Cumpre destacar que o setor privado aumentou sua participação no segmento de distribuição, que atualmente chega a 80%, a partir do programa de privatização do setor iniciado em 1995 com a privatização da ESCELSA e, em 1966, com a da LIGHT, as quais foram, por sinal, as primeiras concessionárias privatizadas do setor.

3.2.2 Visão Geral sobre o mercado de capitais brasileiro

As sociedades por ações foram instituídas, no Brasil, em 1º de janeiro de 1849, com a entrada em vigor do Decreto nº 575. Vários outros dispositivos legais se sucederam, até que em 1940 foi promulgado pelo então presidente da república, Getúlio Vargas, o Decreto-lei 2.627, que estabelecia características e regras de funcionamento das sociedades por ações. Entretanto, foi na década de 1960, com a reforma da legislação do mercado de capitais, conjugada aos incentivos fiscais concedidos pelo governo federal, que realmente houve um crescimento importante do mercado acionário brasileiro (LAMEIRA, 2002, p.7).

Essa fase de expansão foi importante, mas como sua estruturação deixou a desejar, observou-se um crescimento desordenado, que culminou com o chamado “Boom da Bolsa”, em 1971. Esse fenômeno, que ocasionou elevados prejuízos aos pequenos poupadores que haviam se entusiasmado com os altos ganhos de curto prazo, levou o mercado de ações ao descrédito popular.

Mais adiante, devido à necessidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, foi criada, pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que é um dos órgãos normativos do Sistema Financeiro Nacional.

O mercado de valores mobiliários negocia, predominantemente, ações, debêntures e quotas de fundos de investimento em renda variável. Entretanto, pode negociar quaisquer outros títulos criados ou emitidos por sociedades anônimas, desde que inseridos no conceito de valor mobiliário e devidamente registrados na CVM. Todavia, estão expressamente excluídos do mercado de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

A nova regulamentação, mais eficiente, levou a uma lenta e gradual, mas segura consolidação do mercado de capitais, em especial do acionário.

No Brasil, mais recentemente, a idéia de tornar a compra de ações mais acessível começou a ganhar força, embora de forma ainda incipiente. Um dos passos importantes para a popularização de investimentos no mercado de ações foi dado pelo governo federal quando autorizou a utilização dos recursos do FGTS dos trabalhadores para aplicação no mercado de capitais, ou seja, na compra de ações das companhias Petrobrás e Vale do Rio Doce, bem como a instauração do programa “Bovespa Vai Até Você”.

Em consequência, houve crescimento do volume médio negociado e aumento da participação de pessoas físicas no mercado de capitais, que evoluiu de 9,8% em 1994 para cerca de 30% atualmente. Esse crescimento, aliás, tem sido impulsionado pela facilidade cada vez maior de acesso, com a possibilidade das pessoas físicas fazerem investimentos de sua residência ou escritório, via *internet*.

Merece ser destacada, também, a criação, no final de 2000, do “Novo Mercado”, inspirado na *Nasdaq* americana e no “*Neuer Market*” alemão, que é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação (SILVEIRA, 2002, p.24). Essas regras ampliam os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, entre outros benefícios.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado significa a adesão a um conjunto de regras societárias genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias. Adicionalmente, de forma resumida, companhia aberta participante do Novo Mercado tem as seguintes obrigações adicionais:

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do U.S. GAAP ou IAS;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Informação de negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Apresentação das demonstrações de fluxo de caixa;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Juntamente com a implantação do Novo Mercado, a Bovespa implantou os chamados “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”. A adesão a essas práticas de governança distingue a companhia como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa:

Nível 1: práticas diferenciadas de governança corporativa, que contemplam basicamente regras de transparência e dispersão acionária;

Nível 2: além das regras de transparência e dispersão acionária, exigidas no Nível 1, contempla também as de equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários, ou seja, textualmente de acordo com a regulamentação: “Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*)”.

Importante mencionar que a Lei 6404 de 1976 já havia instituído o *tag along*, quando no artigo 254 mencionava que a alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários. Vale citar, ainda, nessa regulamentação, os seguintes pontos:

Parágrafo 1º - A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.

Parágrafo 2º - Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.

Parágrafo 3º - Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta.

Contudo, em 1997, a Lei 9457 revogou o artigo 254 da Lei 6404, extinguindo o mecanismo, com o intuito de facilitar a venda de companhias sob controle estatal.

Mais à frente, com a entrada em vigor da Lei 10303 em março de 2002, houve a volta do *tag along*, conforme artigo 254 A, muito semelhante ao anterior 254, porém limitado a 80% do preço pago aos controladores. Veja-se a seguir, a íntegra do artigo 254A da lei 10303:

A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Em resumo, a grande diferença do Novo Mercado para os Níveis 1 e 2 é a proibição de emissão de ações preferenciais: no Novo Mercado, as empresas devem ter somente ações ordinárias.

Importante mencionar que, no mercado brasileiro, prevalece a cultura das empresas familiares, com controle definido, bastante diferente do controle compartilhado, amplamente difundido no mercado dos Estados Unidos e Europa. Todavia, este quadro tende a mudar com a entrada de empresas no Novo Mercado.

Para alguns especialistas do mercado de capitais, a estrutura de capital pulverizada estimula mais a eficiência e a geração de valor numa empresa. O modelo, porém, apresenta prós e contras, assim como as empresas familiares. Assim, uma das grandes vantagens do capital pulverizado é a chance que qualquer investidor tem de comprar o controle da empresa na bolsa, mas isso significa também que a gestão da empresa pode mudar com muito mais facilidade. Além disso, há a possibilidade de ocorrer um *take over*¹² hostil.

¹² *Take-over* é um termo da língua inglesa que, no mercado financeiro, significa o processo de mudança do controle societário de uma empresa por meio da compra de ações. O *take-over* pode ser amigável, quando há acordo entre as partes, ou hostil, que é uma oferta pública de compra de ações à revelia da administração/diretoria da empresa. Essa manobra é conhecida no mercado de ações como compra hostil. O risco de um *take-over* hostil é maior no caso de empresas com ações pulverizadas.

4 Pesquisa

Como mencionado anteriormente, os dados utilizados são oriundos das demonstrações contábeis relativas aos períodos de 2001 a 2006 referentes às empresas de capital aberto, listadas na Bovespa, que estão disponibilizados no *site* da CVM. Cumpre frisar que os dados utilizados foram sempre os originalmente contabilizados e/ou informados, ou seja, reclassificações e alterações em exercícios posteriores não foram consideradas retroativamente.

Os dados utilizados para o cálculo dos índices estão demonstrados nos apêndices 1 a 22. Os itens (a) e (b) de cada apêndice demonstram as duas formas usuais de cálculo do EBITDA, ou seja, a partir do lucro operacional ou pelo lucro bruto, lembrando que uma pesquisa da Apimec junto a seus associados elegeu a fórmula descrita no item (a), considerada como sendo mais detalhada. Cumpre frisar que a principal diferença refere-se ao grupo das outras receitas e despesas operacionais. Para o presente estudo, os índices foram calculados com base no item (a).

4.1 Resultados da Pesquisa - Setor de Papel e Celulose

Segundo dados da Bracelpa, o setor brasileiro de papel e celulose é composto por cerca de 220 empresas. Deste total apenas 44 empresas, ou seja, aproximadamente 20% são associadas da Bracelpa, entidade fundada em 1932, principal representação institucional do setor de papel e celulose no país e no exterior.

Das empresas do setor de papel e celulose brasileiro, somente 11 empresas, listadas abaixo, são registradas na CVM, das quais 9 são associadas da Bracelpa. As empresas Cia Nordestina Papel (Conpel) e Produtos de Papel S/A (Propasa) não são associadas àquela entidade.

ARACRUZ CELULOSE S/A

CELULOSE IRANI S/A

COMPANHIA MELHORAMENTOS DE SÃO PAULO

KLABIN S/A

MELPAPER S/A

SUZANO PAPEL E CELULOSE S/A

VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S/A

IGUAÇU CELULOSE PAPEL S/A

CONPEL CIA NORDESTINA PAPEL

PROPASA PRODS DE PAPEL S/A

SANTHER FAB.DE PAPEL SANTA THEREZINHA S/A

Do universo acima, sete empresas, ou seja, Aracruz, Celulose Irani, Companhia Melhoramentos de São Paulo, Klabin, Melpaper, Suzano e VCP, representando apenas 15,9% das empresas associadas à Bracelpa, são listadas na Bovespa . Entre elas, somente 4 são companhias listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa e todas elas no Nível I: Aracruz, Klabin, Suzano e VCP.

Com base na análise do levantamento de dados das demonstrações contábeis relativas aos períodos de 2001 a 2006 das empresas listadas na Bovespa retro mencionadas, observou-se o seguinte, lembrando-se que, quando disponíveis, foram utilizados os dados consolidados:

- i) Forma da apresentação dos resultados financeiros - se pelo resultado líquido ou com abertura das contas de despesas e receitas financeiras.

Todas as empresas apresentaram os grupos de receitas e despesas financeiras.

- ii) Notas explicativas: informações adicionais sobre o resultado financeiro.

Quadro 5: Notas explicativas sobre o Resultado Financeiro

<u>Empresas</u>	Notas explicativas sobre o Resultado Financeiro					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Aracruz	não	não	não	não	não	sim
Celulose Irani	não	não	não	não	não	não
Cia Melhoramentos	não	não	não	não	não	não
Klabin	não	não	não	não	não	não
Melpaper	não	não	não	não	não	não
Suzano	não	não	sim	sim	sim	sim
VCP	não	sim	não	não	não	não

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM.

Como se pode observar no quadro retro, apenas a Suzano apresentou nos quatro últimos exercícios, ou seja, de 2003 a 2006, informações sobre o resultado financeiro em suas notas explicativas e a Aracruz somente a partir de 2006.

A VCP, que em 2002 apresentou detalhes sobre o resultado financeiro nas notas explicativas com comparativo 2001, nos anos seguintes passou a informar sobre a receita financeira e a despesa financeira somente no Relatório da Administração, contudo, sem abertura das contas dos grupos de receitas e despesas e, tampouco, das variações cambiais e variações monetárias. Além disso, as informações no Relatório da Administração, embora se refiram às demonstrações financeiras consolidadas da VCP, não incluem a participação proporcional de 12,4% na Aracruz Celulose S.A., e de 23% na Ripasa Celulose e Papel S.A., enquanto que os números do Balanço Patrimonial, DRE, DOAR e DFC foram elaborados consolidando de forma proporcional às referidas participações na Aracruz e na Ripasa.

- iii) Abertura dos valores das variações monetárias e, especificamente, se há o valor das variações cambiais ativas e passivas na DRE.

Quadro 6: Abertura da Variação Monetária ou Cambial na DRE

<u>Empresas</u>	Abertura da Variação Monetária ou Variação Cambial na DRE					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Aracruz	não	não	não	não	não	não
Celulose Irani	não	não	não	não	não	não
Cia Melhoramentos	não	não	não	não	não	não
Klabin	não	não	não	não	não	não
Melpaper	não	não	não	não	não	não
Suzano	não	não	sim	não	não	não
VCP	não	não	sim	sim	sim	sim

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM.

Neste item observa-se que também há pouca informação disponível. Apenas a VCP, a partir do exercício de 2003, começou a apresentar na DRE a abertura dos valores das variações monetárias e cambiais relativas às despesas financeiras e receitas financeiras. Curioso observar que a Suzano apresentou esta informação apenas em 2003. Todavia, vale ressaltar que a Suzano apresenta essas informações sobre variações monetárias e cambiais, tanto ativas como passivas, em notas explicativas, como demonstrado no item “ii”, anterior.

Somente a análise destes dois itens já demonstra que a informação sobre variações monetárias e cambiais é encontrada em diferentes peças ou grupos de informações, não havendo uma padronização da informação e, tampouco, do local de sua inserção nas demonstrações contábeis.

- iv) Montantes informados sobre variações monetárias na DOAR e na DFC.

Quadro 7: Variações Monetárias e Cambiais na DFC e na DOAR

<u>Empresas</u>	Variações Monetárias e Cambiais na DFC						Variações Monetárias e Cambiais na DOAR					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Aracruz	sim	sim	sim	sim	sim	sim	não	não	não	não	não	não
Celulose Irani	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não	não
Cia Melhoramentos	não	não	não	não	não	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Klabin	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Melpaper	não	não	não	não	não	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Suzano	não	não*	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
VCP	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM.

* somente dados nas demonstrações não consolidadas

Neste item é interessante observar que somente as companhias Listadas no Nível 1 de Governança Corporativa, ou seja, Aracruz, Klabin, Suzano e VCP, apresentaram a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC). Importante ressaltar que a Demonstração do Fluxo de Caixa não é exigida pela Lei 6.404/76, entretanto, a CVM orienta que a DFC seja elaborada e, no caso específico das empresas listadas no nível 1, a Bovespa, no regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa nível 1, seção IV, Informações Periódicas e Eventuais que Devem Ser Prestadas, cita que as demonstrações financeiras das Companhias devem, obrigatoriamente, incluir Demonstração dos Fluxos de Caixa.

Outrossim, conforme mencionado no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP Nº 01/2005, o que se tem observado é que as companhias abertas vêm divulgando a DFC de forma suplementar às suas demonstrações contábeis, dando uma conotação de informação de natureza voluntária. Cumpre lembrar, no entanto, que as companhias que divulgarem essa informação no exterior são obrigadas a também divulgá-la no Brasil, para que não se configure a prática de divulgação de informações de forma privilegiada e assimétrica entre os diferentes mercados. As companhias devem atentar, também, para que a Demonstração dos Fluxos de Caixa publicada no Brasil seja a mesma do exterior, ou seja, tenha o mesmo formato e estrutura, para que não haja prejuízo ao entendimento do investidor.

No tocante especificamente às variações monetárias e cambiais, o que se observou é que esta informação é bem mais comum na DOAR, embora tenha havido uma evolução positiva na abertura de tais montantes na DFC. Ressalte-se que, na DOAR, esta informação, dentro do universo pesquisado, não foi disponibilizada pela Celulose Irani e, surpreendentemente, também pela Aracruz, a qual tratou das variações monetárias apenas no Relatório da Administração, porém disponibilizou no *site* da empresa demonstrações financeiras com a DOAR contemplando mais detalhes, inclusive “Juros e variações monetárias e cambiais sobre o realizável e o exigível a longo prazo, líquido”.

- v) Verificação de quais as empresas da amostra que disponibilizam demonstrações em U.S. GAAP e confronto entre o montante de despesas financeiras (não líquidas, ou seja, sem dedução das receitas financeiras) e o valor das despesas financeiras em BR. GAAP. Para tal procedimento o

montante em Reais será convertido pela taxa de fechamento, ou seja, câmbio oficial de venda, conforme Resolução - CFC nº 1.052 de 07.10.2005.

Quadro 8: Demonstrações Contábeis elaboradas pelo U.S. GAAP.

<u>Empresas</u>	USGAAP					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Aracruz	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Celulose Irani	não	não	não	não	não	não
Cia Melhoramentos	não	não	não	não	não	não
Klabin	não	não	não	não	não	não
Melpaper	não	não	não	não	não	não
Suzano	não	não	não	não	não	não
VCP	sim	sim	sim	sim	sim	sim

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nos dados disponibilizados nos *sites* das empresas.

Neste item observou-se que apenas 2 empresas, VCP e Aracruz, dispõem de demonstrações contábeis elaborados pelo U.S. GAAP.

O confronto das despesas financeiras em BR. GAAP e U.S. GAAP, mostra que há uma expressiva diferença no montante das despesas financeiras entre as duas práticas contábeis adotadas, evidenciando que um dos fatores é a influência das variações monetárias e cambiais nas demonstrações elaboradas em BR. GAAP.

Tabela 1: Confronto das despesas financeiras em BR. GAAP e U.S. GAAP

Aracruz - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Receitas financeiras	313.564	410.048	21.683	146.682	235.548	349.825
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-409.934	-1.095.440	160.590	-84.260	35.665	-166.075
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	-162.871	-289.714	-312.551	-318.368	-321.212	-319.979
Financial expenses USGAAP em USD	-70.215	-82.014	-108.209	-119.976	-137.276	-149.719
taxa	2,3196	3,5325	2,8884	2,6536	2,3399	2,1372
VCP - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Receitas financeiras	378.979	1.302.495	178.231	281.841	277.972	678.062
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-350.382	-1.399.710	-254.099	-417.379	-364.195	-674.695
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	-90.464	-208.418	-205.076	-183.098	-278.448	-316.306
Financial expenses USGAAP em USD	-39.000	-59.000	-71.000	-69.000	-119.000	-148.000
taxa	2,3196	3,5325	2,8884	2,6536	2,3399	2,1372

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM e nos *sites* das empresas

- vi) Evolução no período de 2001 a 2006 da disponibilização também de demonstrações pelo U.S. GAAP por empresa do grupo de amostra.

No período analisado não houve alteração no número de empresas com demonstrações pelo U.S. GAAP.

- vii) Cálculo do FCO e índice de cobertura de juros, usando: a) o total das despesas financeiras, b) resultado financeiro líquido, c) as despesas financeiras deduzidas das variações monetárias e cambiais da DOAR, d) as despesas financeiras deduzidas das variações monetárias e cambiais da DFC, e) apenas as despesas com juros, quando esta informação estiver disponível e f) as despesas com juros, das demonstrações em U.S. GAAP convertidas para Reais, quando esta informação estiver disponível.

Tabela 2: Índices de cobertura de juros (menor que 1: parcial; igual a 1: integral, maior que 1: excedente)

Aracruz	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	1,53	0,80	desp.financ.pos.	19,89	desp.financ.pos.	10,36
FCO / resultado financeiro líquido	6,53	1,28	RFL posit.	RFL posit.	RFL posit.	RFL posit.
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	3,83	2,47	8,57	5,04	5,88	5,00
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	3,86	3,02	4,98	5,27	5,00	5,38
Celulose Irani	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	0,69	0,80	desp.financ.pos.	3,04	1,51	1,37
FCO / resultado financeiro líquido	0,90	1,24	4,00	4,38	2,17	1,88
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Cia Melhoramentos	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	0,49	1,07	1,32	1,50	0,36	1,27
FCO / resultado financeiro líquido	0,52	1,14	1,41	1,65	0,39	1,40
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	0,59	1,57	1,39	1,67	0,39	1,37
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Klabin	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	6,99	0,94	1,95	4,22	2,42	3,15
FCO / resultado financeiro líquido	6,64	1,00	2,11	6,26	4,81	RFL posit.
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	6,63	1,09	2,56	5,78	3,29	2,34
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	5,47	2,73	12,96	7,91	23,03
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Melpaper	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	0,94	1,53	1,56	1,67	0,59	1,67
FCO / resultado financeiro líquido	1,00	1,61	1,66	1,84	0,65	1,84
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,12	1,64	1,60	1,83	0,64	1,78
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Suzano	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	1,28	0,55	2,83	7,34	18,35	5,82
FCO / resultado financeiro líquido	3,15	1,09	RFL posit.	15,38	RFL posit.	19,69
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,63	0,95	2,27	2,31	4,04	3,41
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	1,55	5,55	3,29	saldo posit.
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	4,84	5,68	3,93	3,83
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
VCP	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	1,92	0,62	5,14	3,54	3,36	2,21
FCO / resultado financeiro líquido	RFL posit.	8,96	17,21	10,91	14,18	saldo posit
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,99	1,09	2,98	2,77	1,92	1,10
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	1,84	0,72	saldo posit	2,60	2,54	3,91
FCO / Despesas com juros	n.c	8,18	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	7,42	4,18	6,37	8,08	4,39	4,72

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM e nos sites das empresas

As empresas da amostra do setor de papel e celulose, com destaque para aquelas listadas no Nível 1 de Governança Corporativa, ou seja, Aracruz, Klabin, Suzano e VCP, operam internacionalmente e estão expostas, entre outros riscos, ao risco de mercado, advindo de mudanças de cotações de moedas estrangeiras. Todavia, a exposição a passivos denominados em moeda estrangeira não representa necessariamente risco do ponto de vista econômico e financeiro, pois as obrigações futuras de pagamentos dos passivos atrelados ao câmbio são compensadas, em grande parte, pelas receitas operacionais em moeda estrangeira, uma vez que a maioria das empresas deste setor possui parcela significativa das vendas oriunda de exportações.

Adicionalmente, é normal a utilização de alguns instrumentos financeiros derivativos no gerenciamento dos riscos de câmbio. Isto está refletido no índice “FCO / resultado financeiro líquido”, da tabela 2, bastante elevado; note-se que, em alguns casos, não há índice, devido ao fato do resultado financeiro líquido ser positivo, ou seja, as receitas financeiras superam as despesas financeiras.

Na Aracruz, que apresenta a informação sobre variações monetárias na DFC e no Relatório da Administração, excluindo-se estas variações monetárias informadas na DFC do total das despesas financeiras, o índice de cobertura “FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC” fica bastante próximo do índice “FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais”, exceção apenas do exercício de 2003, ano em que houve expressiva valorização do real, após forte desvalorização em 2002. Assim sendo, vale ressaltar a influência das variações monetárias no resultado financeiro da Aracruz, em especial nos anos de 2003 e 2005, nos quais o saldo de despesas financeiras na DRE, em razão do endividamento em moeda estrangeira da empresa, é positivo, devido ao efeito das variações monetárias decorrentes da valorização do real frente ao dólar.

Já na VCP, a outra empresa da amostra que também apresenta demonstrações em U.S. GAAP, os índices divergem bastante entre si, com grandes oscilações entre os exercícios analisados. Importante destacar que em 2004 e 2005 houve expressivos montantes de variações monetárias líquidas negativas, tanto na DOAR como na DFC, valores estes que na DRE estão representados por um aumento no resultado financeiro líquido, porém sem

efeito caixa, fato claramente evidenciado na significativa discrepância entre o índice “FCO/ resultado financeiro líquido” e os demais índices de cobertura calculados.

Na Suzano, única empresa da amostra que disponibiliza em Notas Explicativas o montante de “Despesas de juros” dentro do grupo das despesas financeiras nos dados sobre o “Resultado financeiro líquido”, o índice “FCO / Despesas com juros” se aproxima dos índices “FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR” e do “FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC”, este último exceto no exercício de 2006, evidenciando, mais uma vez, a influência das variações monetárias nestes índices.

A Klabin, de modo semelhante à VCP, porém sem demonstrações em U.S.GAAP, também apresenta índices com grandes variações e oscilações entre os exercícios analisados.

As empresas Celulose Irani, Cia Melhoramentos e Melpaper, não pertencem ao grupo das companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa e, conseqüentemente, são bem menos transparentes. Nenhuma delas apresentou DFC e tampouco Notas explicativas sobre o “Resultado Financeiro”.

Em resumo, há forte discrepância na divulgação das demonstrações contábeis das empresas, em especial os dados relativos ao “Resultado Financeiro”, com destaque para as variações monetárias, dificultando a correta mensuração de índices que envolvem as despesas e ou receitas financeiras, sobretudo aquelas sem efeito imediato de caixa, como é o caso das informações contidas na DFC e na DOAR relativas às variações monetárias.

- viii) Confrontação dos resultados acima, principalmente os relacionados com o fornecimento de informações contábeis, verificando a representatividade das empresas da amostra nos setores de atuação e, também, nos diferentes níveis de governança corporativa.

Como já citado anteriormente, mais da metade da produção brasileira de papel e celulose é produzida por apenas seis empresas. Dada a característica de integração do parque industrial, os maiores produtores de papel também integram a lista de maiores produtores

de celulose e são: Aracruz, Votorantin, Suzano Bahia Sul, Klabin e Cenibra, esta última não integrante do universo pesquisado por ser uma empresa de capital fechado, pertencente a um grupo japonês.

Para 2007, a expectativa de aumento na produção para o segmento de celulose é de 5,9% enquanto que no segmento de papel, a previsão é de um crescimento de 2,9%, graças à entrada em operação de projetos de expansão das principais empresas do Setor; VCP, Aracruz, Suzano.

4.2 Resultado da Pesquisa - Setor Siderúrgico

Segundo dados do IBS, entidade fundada em 1963 e principal representação institucional do setor no país, o setor brasileiro de siderurgia atualmente é composto por 11 empresas, das quais apenas três não são empresas de capital aberto: a Siderúrgica Barra Mansa, pertencente ao grupo Votorantim; a V&M do Brasil, joint venture entre a francesa Vallourec e a alemã Mannesmann, e a Cia Siderúrgica Tubarão, cujo registro na CVM foi cancelado em 06/03/2006, que é 100% controlada pela Arcelor Brasil S/A e tem suas atividades consolidadas na controladora.

Com exceção da Ferbasa, classificada na Bovespa no setor de siderurgia, mas que na realidade atua como supridora de matéria-prima e ferro ligas para o parque siderúrgico nacional, não sendo, portanto, associada ao IBS, as demais empresas - Acesita, Aços Villares, Arcelor, Companhia Siderúrgica Nacional, Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Usiminas e Vicunha -, são listadas na Bovespa. Todavia, deste total, somente 3 são companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa: Arcelor, Gerdau e Metalúrgica Gerdau, as duas últimas pertencentes ao mesmo grupo.

Com base na análise do levantamento de dados das demonstrações contábeis relativas aos períodos de 2001 a 2006 das empresas listadas na Bovespa retro mencionadas, observou-se o seguinte, lembrando-se que, quando disponíveis, foram utilizados os dados consolidados:

- i) Forma da apresentação dos resultados financeiros - se pelo resultado líquido ou com abertura das contas de despesas e receitas financeiras.

Como se pode observar no quadro a seguir, com exceção apenas das empresas do grupo Gerdau, a Gerdau e a Metalúrgica Gerdau, que em 2003 apresentaram os resultados financeiros pelo saldo líquido, todas as demais empresas apresentaram os grupos de receitas e despesas financeiras.

Quadro 9: Forma de apresentação dos Resultados Financeiros

<u>Empresas</u>	Resultado Financeiro					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ACESITA	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
ACOS VILLARES	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
ARCELOR BR	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
FERBASA	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
GERDAU	R e D	R e D	Saldo Liq	R e D	R e D	R e D
GERDAU MET	R e D	R e D	Saldo Liq	R e D	R e D	R e D
SID NACIONAL - CSN	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
USIMINAS	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
VICUNHA SID	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizados na CVM.
Legenda: R= Receita; D= Despesa.

- ii) Notas explicativas: informações adicionais sobre o resultado financeiro.

Quadro 10: Notas explicativas sobre o Resultado Financeiro

<u>Empresas</u>	Notas explicativas sobre o Resultado Financeiro					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ACESITA	não	não	não	não	não	não
ACOS VILLARES	não	não	não	não	não	não
ARCELOR BR	não	sim	sim	sim	sim	sim
FERBASA	não	não	não	não	não	não
GERDAU	não (só no RA)	não (só no RA)	sim	sim	sim	sim
GERDAU MET	não (só no RA)	não (só no RA)	sim	sim	sim	sim
SID NACIONAL - CSN	sim	sim	sim	sim	sim	sim
USIMINAS	sim	sim	sim	sim	sim	sim
VICUNHA SID	não	não	não	sim	sim	sim

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizados na CVM.
Legenda: RA= Relatório da Administração

Observa-se que, diferentemente do setor de papel e celulose, onde apenas a Suzano apresentou nos três últimos exercícios informações sobre o resultado financeiro em suas notas explicativas, a maioria das empresas do setor siderúrgico, 6 no universo de 9,

apresentaram informações adicionais sobre o resultado financeiro em suas notas explicativas, não o fazendo apenas Acesita, Aços Villares e Ferbasa.

- iii) Abertura dos valores das variações monetárias e, especificamente, se há o valor das variações cambiais ativas e passivas na DRE.

Quadro 11: Abertura da Variação Monetária ou Cambial na DRE

<u>Empresas</u>	<u>Abertura da Variação Monetária ou Variação Cambial na DRE</u>					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ACESITA	sim	sim	sim	sim	sim	sim
ACOS VILLARES	sim	sim	sim	sim	sim	sim
ARCELOR BR	não	não	não	não	não	não
FERBASA	não	não	não	não	não	não
GERDAU	não	não	não	não	não	não
GERDAU MET	não	não	não	não	não	não
SID NACIONAL - CSN	sim	sim	sim	sim	sim	sim
USIMINAS	não	não	não	não	não	não
VICUNHA SID	não	sim	sim	sim	sim	sim

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM.

Neste item nota-se que mais da metade das empresas pesquisadas não apresentam na DRE a abertura dos valores das variações monetárias e cambiais relativas às despesas financeiras e receitas financeiras. Cabe ressaltar, entretanto, que a Acesita e a Aços Villares, que não apresentaram informações adicionais sobre o resultado financeiro em notas explicativas como demonstrado no item “ii” anterior, na DRE apresentaram informações sobre as variações monetárias e cambiais líquidas e ativas e passivas, respectivamente.

No estudo da amostra do setor siderúrgico, também vale a observação de que somente a análise destes dois itens já demonstra que a informação sobre variações monetárias e cambiais é encontrada em diferentes peças ou grupos de informações, não havendo uma padronização da informação e, tampouco, do local de sua inserção nas demonstrações contábeis.

É importante destacar que a Acesita, nas demonstrações contábeis disponibilizadas na CVM, e em todos os exercícios analisados, classificou as variações monetárias e cambiais no grupo de outras receitas/despesas operacionais ao invés de classificá-las no grupo do resultado financeiro. Ressalte-se que nas demonstrações disponibilizadas no *site* da empresa foram classificadas como despesas/receitas financeiras. Para o cálculo dos índices,

comentados adiante, foram consideradas dentro do grupo resultado financeiro. O mesmo foi constatado no caso da Cia Siderúrgica Nacional, porém apenas para os exercícios de 2001 e 2002.

- iv) Montantes informados sobre variações monetárias na DOAR e na DFC.

Quadro 12: Variações Monetárias e Cambiais na DFC e na DOAR

<u>Empresas</u>	Variações Monetárias e Cambiais na DFC						Variações Monetárias e Cambiais na DOAR					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ACESITA	não	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
ACOS VILLARES	não	não	não	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
ARCELOR BR	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
FERBASA	não	não	não	não	não	não	não	sim	não	não	não	não
GERDAU	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
GERDAU MET	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
SID NACIONAL - CSN	sim	sim	sim	sim	sim	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim
USIMINAS	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
VICUNHA SID	não	não	não	não	não	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM.

No setor de siderurgia, seis das nove empresas apresentaram DFC, sendo que, pelo menos no último exercício analisado, em todas as DFC consta o montante relativo às variações monetárias, mostrando que houve uma evolução positiva na abertura de tais valores nessa demonstração. Note-se que tal não ocorreu no setor de papel e celulose, onde somente as companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa, ou seja, Aracruz, Klabin, Suzano e VCP, apresentaram a DFC, a qual, como já citado anteriormente, embora não sendo exigida pela Lei 6.404/76, tem sua elaboração recomendada pela CVM. Cite-se que, no caso específico das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, a Bovespa, no regulamento de práticas diferenciadas de governança, determina que as demonstrações financeiras das Companhias devem, obrigatoriamente, incluir Demonstração dos Fluxos de Caixa.

Como também já observado no setor de papel e celulose, no tocante especificamente às variações monetárias e cambiais, esta informação é bem mais comum na DOAR. Dentro do universo pesquisado, somente não foi disponibilizada pela Ferbasa.

- v) Verificação de quais as empresas da amostra que disponibilizam demonstrações em U.S. GAAP e confronto entre o montante de despesas financeiras (não líquidas, ou seja, sem dedução das receitas financeiras) e o

valor das despesas financeiras em BR. GAAP. Para tal procedimento o montante em reais será convertido pela taxa de fechamento, ou seja, câmbio oficial de venda, conforme Resolução - CFC nº 1.052 de 07.10.2005.

Quadro 13: Demonstrações Contábeis elaboradas pelo U.S. GAAP.

<u>Empresas</u>	USGAAP					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ACESITA	não	não	não	não	não	não
ACOS VILLARES	não	não	não	não	não	não
ARCELOR BR	não	sim	sim	sim	não	sim
FERBASA	não	não	não	não	não	não
GERDAU	não	não	não	não	não	não
GERDAU MET	não	não	não	não	não	não
SID NACIONAL - CSN	não	não	sim	sim	sim	não
USIMINAS	não	não	não	não	não	não
VICUNHA SID	não	não	não	não	não	não

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nos dados disponibilizados nos *sites* das empresas.

Neste item observou-se que apenas 2 empresas, Arcelor e Companhia Siderúrgica Nacional, dispõem de demonstrações contábeis elaboradas pelo U.S. GAAP. Contudo, ressalte-se que a Arcelor, que inclusive apresentava adicionalmente demonstrações pelas Normas Internacionais de Contabilidade - IFRS, em 2005 passou a apresentar exclusivamente demonstrações em BR. GAAP. No formulário F-20¹³ relativo a 2005, existe apenas uma nota de reconciliação das diferenças entre o BR. GAAP e o U.S. GAAP. Em 2006 voltou a apresentar demonstrações em U.S. GAAP. Já a Companhia Siderúrgica Nacional somente divulgou demonstrações em U.S. GAAP nos exercícios de 2003, 2004 e 2005.

¹³ Formulário F-20 é um formulário próprio para registro de investidor estrangeiro denominado *Registration of Securities of Foreign Private Issuers Pursuant*, obrigatório para as empresas brasileiras que mantêm títulos negociados no mercado americano e que, portanto, devem submeter informações à *Securities and Exchange Commission - SEC*. Este formulário deve ser preenchido anualmente com informações contábeis e de mercado e é semelhante ao IAN – Informações Anuais, disponibilizado pelas empresas na CVM.

Tabela 3: Confronto das despesas financeiras em BR. GAAP e U.S. GAAP

Arcelor - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Receitas financeiras	194.537	311.613	-38.529	79.415	41.705	343.372
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-326.295	-533.155	10.622	-163.632	-262.393	-385.344
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	-119.851	-115.074	-135.546	n.c	453.512
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	-33.928	-39.840	-51.080	n.c	212.199
taxa		3,5325	2,8884	2,6536		2,1372
Cia Siderurgica Nacional - dados consolidados - demonstrativos c	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Receitas financeiras	117.070	1.333.312	-785.579	-38.014	523.876	-14.402
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-481.569	-667.175	-250.078	-883.900	-1.285.050	-885.123
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	-710.546	-743.008	-952.339	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	-246.000	-280.000	-407.000	n.c
taxa			2,8884	2,6536	2,3399	

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM e nos sites das empresas/ Legenda: DF credor= Despesa Financeira com saldo credor

Tal como na análise setorial anterior, o confronto das despesas financeiras em BR. GAAP e U.S. GAAP, mostra que há uma expressiva diferença no montante das despesas financeiras entre as duas práticas contábeis adotadas, evidenciando que um dos fatores é a influência das variações monetárias e cambiais nas demonstrações elaborados em BR. GAAP.

- vi) Evolução no período de 2001 a 2006 da disponibilização também de demonstrações pelo U.S. GAAP por empresa do grupo de amostra.

No período analisado não houve alteração no número de empresas com demonstrações pelo U.S. GAAP.

- vii) Cálculo do FCO e índice de cobertura de juros, usando: a) o total das despesas financeiras; b) resultado financeiro líquido; c) as despesas financeiras deduzidas das variações monetárias e cambiais da DOAR ; d) as despesas financeiras deduzidas das variações monetárias e cambiais da DFC ; e) apenas as despesas com juros, quando esta informação estiver disponível, e f) as despesas com juros, das demonstrações em USGAAP convertidas para reais, quando esta informação estiver disponível.

Tabela 4: Índices de cobertura de juros (menor que 1: parcial; igual a 1: integral; maior que 1: excedente)

Acesita	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	0,85	0,67	1,69	5,23	24,06	20,78
FCO / resultado financeiro liquido	0,99	0,71	2,02	9,53	RFL posit	RFL posit
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,42	0,85	1,54	4,05	6,43	12,15
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	6,80	5,03	9,16	37,80
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Aços Villares	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	0,89	0,70	6,57	4,58	5,62	4,43
FCO / resultado financeiro liquido	1,29	1,02	11,47	7,09	6,50	12,66
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,86	1,59	9,97	5,80	11,01	5,38
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	11,17	5,44
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Arcelor	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	2,38	1,87	DF saldo credor	13,61	12,41	10,66
FCO / resultado financeiro liquido	5,89	4,49	41,79	26,44	14,75	97,85
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,76	2,44	DF saldo credor	7,46	10,67	8,13
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	6,04	DF saldo credor	22,96	37,36	13,96
FCO / Despesas com juros	n.c	6,93	10,18	22,73	22,21	25,63
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	8,30	10,14	16,43	n.c	n.c
Ferbasa	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	21,27	52,47	41,52	31,38	9,79	4,86
FCO / resultado financeiro liquido	RFL posit	RFL posit	RFL posit	RFL posit	RFL posit	RFL posit
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	n.c	51,06	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Gerdau	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	2,06	1,58	so há RFL	14,87	10,44	9,52
FCO / resultado financeiro liquido	2,61	1,98	4,17	32,60	168,51	RFL posit
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,43	2,32	so há RFL	10,95	20,87	6,64
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	3,11	3,51	so há RFL	11,83	8,92	6,43
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	4,60	13,95	9,95	7,65
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Metalurgica Gerdau	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	2,01	1,55	so há RFL	14,33	11,39	9,28
FCO / resultado financeiro liquido	2,65	1,99	4,28	38,39	RFL posit	RFL posit
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,39	2,30	so há RFL	10,76	25,15	6,52
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	3,17	3,51	so há RFL	11,59	9,69	6,34
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	4,48	13,66	10,92	7,64
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Cia Siderurgica Nacional	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	1,76	0,57	11,09	5,22	3,60	4,09
FCO / resultado financeiro liquido	2,03	0,91	2,68	5,00	6,07	4,02
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,69	1,00	3,91	3,81	2,43	3,49
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	2,02	7,93	2,46	3,32	2,11	n.c
FCO / Despesas com juros	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c.	n.c.	3,90	6,21	4,85	n.c
Usiminas	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	1,02	0,75	3,67	6,12	6,97	8,26
FCO / resultado financeiro liquido	1,20	0,90	3,60	7,16	8,17	12,80
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,81	1,21	4,48	6,23	6,49	7,17
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c.	3,53	9,71	30,89	27,69	35,91
FCO / Despesas com juros	n.c.	n.c.	4,66	11,07	15,95	15,10
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Vicunha	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	1,48	0,53	4,75	3,52	2,95	3,83
FCO / resultado financeiro liquido	1,67	0,81	2,03	3,44	4,44	3,81
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,43	0,98	3,44	3,10	2,13	3,30
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM e nos sites das empresas

Embora, na amostra do setor de siderurgia, apenas as empresas Arcelor, Gerdau e Metalúrgica Gerdau estejam listadas no Nível 1 de Governança Corporativa, todas as demais empresas da amostra, com exceção da Ferbasa e Vicunha, apresentaram DFC e alguma informação sobre variações monetárias e cambiais, seja em Notas Explicativas, seja na própria DRE. As empresas Ferbasa e Vicunha, além de não apresentarem DFC, tampouco apresentaram Notas Explicativas sobre o “Resultado Financeiro”. Cumpre destacar que os dados da Vicunha, que atua basicamente como holding, consolidam os dados da Cia Siderúrgica Nacional.

Assim como no setor de papel e celulose, observou-se na maioria das empresas analisadas a utilização de alguns instrumentos financeiros derivativos no gerenciamento dos riscos de câmbio, notadamente no período pós-recorde de desvalorização do real. Isto está refletido no índice “FCO / resultado financeiro líquido”, da tabela 4, bastante elevado, inclusive nele se nota que, em alguns casos, não há índice, devido ao fato do resultado financeiro líquido ser positivo, ou seja, as receitas financeiras superam as despesas financeiras.

Vale lembrar, mais uma vez, que em 2004, 2005 e 2006 houve expressivos montantes de variações monetárias líquidas negativas, tanto na DOAR como na DFC, valores estes que na DRE representaram um aumento no resultado financeiro líquido, porém sem efeito caixa, fato claramente evidenciado na significativa discrepância entre o índice “FCO/ resultado financeiro líquido” e os demais índices de cobertura calculados.

Cite-se que a Arcelor foi a única empresa da amostra que, além de apresentar demonstrações em U.S. GAAP, também disponibilizou em Notas Explicativas o montante de “Despesas de juros” dentro do grupo de despesas financeiras nos dados sobre o “Resultado financeiro líquido”. Nos dados da tabela 4 relativos a esta empresa, o índice “FCO / Despesas com juros” se aproxima do índice “FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais”, evidenciando, mais uma vez, a influência das variações monetárias no resultado financeiro e, por conseguinte, nos demais índices de cobertura calculados.

Em resumo, também no setor de siderurgia há forte discrepância na divulgação das demonstrações contábeis das empresas, em especial dos dados relativos ao Resultado

Financeiro, com destaque para as variações monetárias, dificultando a correta mensuração de índices que envolvem as despesas e ou receitas financeiras, sobretudo aquelas sem efeito imediato de caixa, como é o caso das informações contidas na DFC e na DOAR relativas às variações monetárias.

Curioso observar-se que a empresa Gerdau apresentou Juros sobre Capital em todos os exercícios analisados, com exceção de 2005, porém não há nenhum comentário em Notas Explicativas que indique a política da empresa e a razão deste procedimento, uma vez que houve lucro em 2005 como nos demais exercícios, quando houve o pagamento dos juros sobre o capital.

- viii) Confrontação dos resultados acima, principalmente os relacionados com o fornecimento de informações contábeis, verificando a representatividade das empresas da amostra nos setores de atuação e, também, nos diferentes níveis de governança corporativa.

Como já citado anteriormente, segundo dados do IBS, o setor brasileiro de siderurgia atualmente é composto por 11 empresas, que, em 2006, produziram 30,9 milhões de toneladas de aço bruto. Juntas, Acesita, Aços Villares, Arcelor, Companhia Siderúrgica Nacional, Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Usiminas e Vicunha produziram, nesse ano, 30 milhões de toneladas, representando 96% do total da produção brasileira de aço bruto em 2006.

As companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa - Arcelor, que consolida a Cia Siderúrgica de Tubarão, Gerdau e Metalúrgica Gerdau, estas duas últimas pertencentes ao mesmo grupo, produziram, em 2006, metade da produção brasileira desse ano.

Segundo estudos do IBS, o crescimento da demanda interna nos próximos 5 anos é estimado em cerca de um milhão de toneladas por ano. Isto, aliado ao crescimento das exportações, exigirá investimentos para o aumento da capacidade de produção na ordem de US\$ 12,5 bilhões, prevendo-se a ampliação gradativa da capacidade instalada para até 49,7 milhões de toneladas/ano em 2010. Grupos produtores do exterior estudam a possibilidade

de investir na construção de novas usinas no Brasil, sobretudo no Norte e no Nordeste, voltadas para a exportação de produtos semi-acabados.

4.3 Resultados da Pesquisa - Setor Elétrico

Segundo dados do ONS, entidade criada em 1998 e responsável pela coordenação e controle da operação das instalações de geração e transmissão de energia elétrica no SIN , sob a fiscalização e regulação da ANEEL, o setor elétrico brasileiro é composto por 143 empresas, sendo 70 denominadas agentes de geração, 36 de transmissão e 37 de distribuição. Desse total, 48 são de capital aberto, listadas na Bovespa.

Como citado anteriormente, para o presente estudo foram consideradas as empresas listadas na Bovespa atuantes predominantemente no segmento de geração, que são: AES Tietê, CEMIG, CESP, COPEL, ELETROBRÁS e TRACTEBEL. Deste universo, 3 são companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa: CEMIG, CESP e ELETROBRÁS. Importante destacar que há muitas distribuidoras com parcela de suas receitas advinda de geração de energia, porém de valor inexpressivo quando comparado à receita de distribuição.

Com base na análise do levantamento de dados das demonstrações contábeis relativas aos períodos de 2001 a 2006 das empresas listadas na Bovespa retro mencionadas, observou-se o seguinte, lembrando-se que, quando disponíveis, foram utilizados os dados consolidados:

- i) Forma da apresentação dos resultados financeiros - se pelo resultado líquido ou com abertura das contas de despesas e receitas financeiras.

Como se pode observar no quadro a seguir, com exceção apenas da ELETROBRÁS, que apenas em 2001 apresentou os resultados financeiros pelo saldo líquido, todas as demais empresas apresentaram os grupos de receitas e despesas financeiras.

Quadro 14: Forma da apresentação dos Resultados Financeiros

<u>Empresas</u>	Resultado Financeiro					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
AES TIETÊ	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
CEMIG	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
CESP	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
COPEL	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
ELETROBRÁS	Saldo Liq	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D
TRACTEBEL	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D	R e D

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM

Legenda: R = Receita/ D = Despesa

- ii) Notas explicativas: informações adicionais sobre o resultado financeiro.

Quadro 15: Notas explicativas sobre o Resultado Financeiro

<u>Empresas</u>	Notas explicativas sobre o Resultado Financeiro					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
AES TIETÊ	não	não	não	não	não	sim
CEMIG	sim	sim	sim	sim	sim	sim
CESP	sim	sim	sim	sim	sim	sim
COPEL	não	sim	sim	sim	sim	sim
ELETROBRÁS	não	não	não	não	não	não
TRACTEBEL	não	não	não	não	não	sim

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM

No setor de energia, 5 das empresas da amostra apresentaram informações adicionais sobre o resultado financeiro em suas notas explicativas, enquanto no setor de papel e celulose, apenas duas empresas. Já no setor siderúrgico, a maioria das empresas apresentou informações adicionais sobre o resultado financeiro em suas notas explicativas.

- iii) Abertura dos valores das variações monetárias e, especificamente, se há o valor das variações cambiais ativas e passivas na DRE.

Neste item, diferentemente dos setores de papel e celulose e siderurgia, onde houve pouca abertura desta informação, no setor de energia observa-se que mais da metade das empresas pesquisadas apresentaram na DRE a abertura dos valores das variações monetárias e cambiais relativas às despesas financeiras e receitas financeiras, corroborando a constatação nas pesquisas anteriores de que a informação sobre variações monetárias e cambiais é encontrada em diferentes peças ou grupos de dados, não havendo uma

padronização nem do informe, nem, tampouco, do local de sua inserção nas demonstrações contábeis.

Quadro 16: Abertura da Variação Monetária ou Variação Cambial na DRE

<u>Empresas</u>	Abertura da Variação Monetária ou Variação Cambial na DRE					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
AES TIETÊ	sim	sim	sim	sim	sim	sim
CEMIG	não	não	não	não	não	não
CESP	sim	sim	sim	sim	sim	sim
COPEL	sim	não	não	não	não	não
ELETROBRÁS	sim	sim	sim	sim	sim	sim
TRACTEBEL	sim	sim	sim	sim	sim	sim

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM.

- iv) Montantes informados sobre variações monetárias na DOAR e na DFC.

Quadro 17: Variações Monetárias e Cambiais na DFC e na DOAR

<u>Empresas</u>	Variações Monetárias e Cambiais na DFC						Variações Monetárias e Cambiais na DOAR					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2001	2002	2003	2004	2005	2006
AES TIETÊ	não	não	não	não	não	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim
CEMIG	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
CESP	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
COPEL	não	não	não	não	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
ELETROBRÁS	não	não	não	não	não	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim
TRACTEBEL	não	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM.

Como também já verificado nos outros dois setores pesquisados, no tocante especificamente às variações monetárias e cambiais, esta informação é bem mais comum na DOAR. Dentro do universo do setor de energia pesquisado, esta informação foi disponibilizada por todas as empresas.

Além disso, as empresas que disponibilizaram a DFC apresentaram a informação relativa às variações monetárias e cambiais; contudo, é importante ressaltar que das companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa, ou seja, CEMIG, CESP e ELETROBRÁS, esta última apresenta a DFC somente nas demonstrações contábeis disponibilizadas na *internet* ou nas demonstrações publicadas na imprensa. Nas demonstrações disponibilizadas pela CVM, base para a presente pesquisa, não há a DFC. Por último, vale destacar que a AES Tietê apresentou a DFC somente para os dados da controladora, não fornecendo os dados consolidados.

No setor de energia, o que mais chama a atenção na análise dos dados relativos aos montantes informados sobre variações monetárias na DOAR e na DFC é que, nas empresas nas quais o valor das variações monetárias foi disponibilizado em ambas as demonstrações, os valores são idênticos, ou seja, as variações monetárias na DOAR e na DFC são iguais, com exceção para o exercício de 2005 e 2006. Nos casos da CESP e TRACTEBEL, a nomenclatura, nos exercícios de 2001 a 2004, tanto na DOAR como na DFC, era “Variação monetária e cambial de longo prazo”. Em 2005, na DFC, passou a ser denominada “Variação monetária e cambial de empréstimos e financiamentos” e de “Variação monetária Líquida“, respectivamente. Já na CEMIG a nomenclatura permaneceu idêntica para todos os exercícios, tanto na DOAR como na DFC, sob a denominação de “Juros e variações Monetárias de Longo Prazo”.

Por sua vez, na ELETROBRÁS e COPEL, os valores constantes da DFC nas demonstrações contábeis disponibilizadas no *site* ou nas demonstrações publicadas na imprensa, são idênticos também para 2005 e 2006 aos valores das variações monetárias e cambiais da DOAR.

Este fato, longe de se constituir em um caso isolado, vem avaliar a percepção da não existência de um padrão definido e disseminado de elaboração de DFCs no Brasil, tanto do ponto de vista conceitual como metodológico.

- v) Verificação de quais as empresas da amostra que disponibilizam demonstrações em U.S. GAAP e confronto entre o montante de despesas financeiras (não líquidas, ou seja, sem dedução das receitas financeiras) e o valor das despesas financeiras em BR. GAAP. Para tal procedimento o montante em Reais será convertido pela taxa de fechamento, ou seja, câmbio oficial de venda, conforme Resolução - CFC nº 1.052 de 07.10.2005.

Neste item observou-se que nenhuma das empresas do setor de energia pesquisadas dispõe de demonstrações contábeis elaboradas pelo U.S. GAAP. Apenas a CEMIG, no formulário F-20 relativo a 2005 e 2006, apresenta demonstrações pelo U.S. GAAP, porém sem nota de abertura de despesas com juros e, conseqüentemente, inviabilizando o confronto entre despesas com juros em U.S. GAAP e o montante de despesas financeiras em BR. GAAP.

Quadro 18: Demonstrações Contábeis elaborados pelo U.S. GAAP.

<u>Empresas</u>	USGAAP					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
AES TIETÊ	não	não	não	não	não	não
CEMIG	não	não	não	não	sim so 20-F	sim so 20-F
CESP	não	não	não	não	não	não
COPEL	não	não	não	não	não	não
ELETROBRÁS	não	não	não	não	não	não
TRACTEBEL	não	não	não	não	não	não

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nos dados disponibilizados nos *sites* das empresas.

- vi) Evolução no período de 2001 a 2006 da disponibilização também de demonstrações pelo U.S. GAAP por empresa do grupo de amostra.

Como citado acima, apenas a CEMIG, em seu *site*, disponibilizou para 2005 e 2006 no formulário 20-F demonstrações pelo U.S. GAAP.

- vii) Cálculo do Fluxo de Caixa Operacional - FCO e índice de cobertura de juros, usando: a) o total das despesas financeiras; b) resultado financeiro líquido; c) as despesas financeiras deduzidas das variações monetárias e cambiais da DOAR ; d) as despesas financeiras deduzidas das variações monetárias e cambiais da DFC , e) apenas as despesas com juros, quando esta informação estiver disponível e f) as despesas com juros, das demonstrações em U.S. GAAP convertidas para Reais, quando esta informação estiver disponível.

Tabela 5: Índices de cobertura de juros (menor que 1: parcial; igual a 1: integral; maior que 1: excedente)

AES TIETÊ	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	1,32	1,03	2,29	2,36	5,65	5,50
FCO / resultado financeiro líquido	1,48	1,16	2,44	2,65	14,62	9,92
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,47	3,31	3,88	4,82	5,51	6,82
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	2,42	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
CEMIG	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	2,40	0,85	3,39	2,67	2,32	2,09
FCO / resultado financeiro líquido	15,71	2,72	RFL posit	RFL posit	RFL posit	60,63
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,96	1,03	1,24	1,31	1,21	1,64
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	1,96	1,03	1,24	1,31	1,21	1,64
FCO / Despesas com juros	5,45	3,85	4,62	5,35	3,94	3,16
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
CESP	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	0,51	0,30	desp.financ.pos	1,59	1,22	1,25
FCO / resultado financeiro líquido	0,56	0,31	RFL posit	1,82	1,42	1,46
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,00	1,02	1,88	1,30	0,92	1,78
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	1,00	1,02	1,88	1,30	0,89	1,83
FCO / Despesas com juros	1,71	1,99	1,70	2,01	1,51	2,04
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
COPEL	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	3,32	0,51	2,21	2,17	2,42	4,04
FCO / resultado financeiro líquido	13,33	0,94	RFL posit	324,38	14,63	RFL posit
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	3,89	0,77	0,96	2,23	2,24	3,92
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	3,92
FCO / Despesas com juros	n.c	2,08	1,85	5,89	5,27	6,83
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
ELETROBRÁS	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	45,30	desp.financ.pos	0,99	1,16	0,94	1,09
FCO / resultado financeiro líquido	45,30	RFL posit	1,36	2,26	1,91	2,03
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	4,76	3,00	1,16	1,11	1,07	1,54
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	1,11	1,07	1,54
FCO / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
TRACTEBEL	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FCO / total das despesas financeiras	3,76	0,76	7,90	5,05	5,84	6,04
FCO / resultado financeiro líquido	4,02	0,79	25,22	7,16	13,78	10,21
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	5,24	2,07	3,27	4,47	3,98	5,72
FCO / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	2,07	3,27	4,47	5,09	6,27
FCO / Despesas com juros	7,72	2,94	3,97	6,72	8,73	10,79
FCO / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Fonte: elaborado pela pesquisadora, com base nas Demonstrações Contábeis disponibilizadas na CVM e nos sites das empresas.

Também no setor de energia há forte discrepância na divulgação das demonstrações contábeis das empresas, em especial dos dados relativos ao “Resultado Financeiro”, evidenciando, mais uma vez, a influência das variações monetárias no resultado financeiro e, por conseguinte, nos demais índices de cobertura calculados, com destaque para as variações monetárias, dificultando a correta mensuração de índices que envolvem as despesas e ou receitas financeiras, sobretudo aquelas sem efeito imediato de caixa, como é o caso das informações contidas na DFC e na DOAR relativas às variações monetárias.

Cumprе destacar que a CESP, nas demonstrações contábeis disponibilizadas na CVM relativas aos exercícios de 2001 a 2005, classificou as variações monetárias e cambiais no

grupo de outras receitas/despesas operacionais ao invés de classificá-las no grupo do resultado financeiro. O mesmo procedimento foi adotado pela ELETROBRÁS, porém somente nos exercícios de 2001 e 2002. Em ambos os casos, para o cálculo dos índices, comentados adiante, foram consideradas como resultado financeiro.

- viii) Confrontação dos resultados acima, principalmente os relacionados com o fornecimento de informações contábeis, verificando a representatividade das empresas da amostra nos setores de atuação e, também, nos diferentes níveis de governança corporativa.

De acordo com dados da ANEEL, ao final de 2006 a capacidade instalada do Sistema era de 96,3 GW, sendo 77% de usinas hidroelétricas, incluindo 1,6% de pequenas centrais elétricas. Juntas, AES Tietê, CEMIG, CESP, COPEL, ELETROBRÁS e TRACTEBEL possuíam nesta data 76% da capacidade geradora nominal instalada, e, incluindo-se a multinacional Duke Energy, empresa de capital fechado, este percentual sobe para 79%. Cumpre frisar que os restantes 21% estão distribuídos entre 60 empresas, que em muitos casos são também grandes distribuidoras.

As companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa, CEMIG, CESP e ELETROBRÁS, possuíam, no final de 2006, 60% do total da capacidade geradora nominal instalada. Lembre-se que a ELETROBRÁS consolida as atividades da CHESF - Companhia Hidroelétrica do São Francisco, ELETRONORTE - Centrais Elétricas do Norte do Brasil S/A, ELETRONUCLEAR - Eletrobrás Termonuclear S/A, FURNAS Centrais Elétricas S/A e 50% da capacidade instalada de Itaipu.

Importante ressaltar que a usina hidroelétrica tem como principal vantagem a transformação limpa do recurso energético natural, sem resíduos poluentes e com baixo custo de geração.

4.4 Considerações finais sobre a Pesquisa

No que diz respeito ao parâmetro primário de definição da amostragem, isto é, a estrutura alavancada do imobilizado, a pesquisa revelou-se produtiva. Já sua composição tendo por base cenários distintos quanto à geração de recursos – produção voltada basicamente ao mercado interno; exportação de parcela significativa da produção, e receita vinculada ao comportamento da economia doméstica – a pesquisa apontou para desempenhos econômicos setoriais em linha com o do total da amostra. A explicação para esse comportamento parece estar na representatividade das empresas da amostra em suas respectivas áreas de atuação, que lhes permite serem mais ágeis na reação às adversidades, e também por utilizarem mecanismos financeiros de proteção de seus ativos e passivos.

Em seus resultados mais significativos, a pesquisa identificou que a flutuação cambial implicou, de fato, em consideráveis alterações nos resultados financeiros das empresas e, por conseguinte, nos índices de cobertura de juros calculados.

Assim, quando a moeda brasileira, o real, está desvalorizada em relação às outras moedas, há um expressivo aumento de despesas financeiras advindas da atualização cambial, despesas estas que eventualmente não se realizarão, mas que, no exercício em que ocorrem, podem gerar custos financeiros adicionais por conta de quebra de cláusulas contratuais em face do não cumprimento dos índices previamente estabelecidos, entre eles o mais comum o índice de cobertura de juros.

No caso do movimento inverso, ou seja, valorização do real em relação às demais moedas, muitas vezes não é possível identificar o montante correto das despesas de juros advindas da utilização de financiamentos, visto que o montante de variações monetárias positivas supera as despesas financeiras, gerando um saldo positivo. Este fato fica claramente evidenciado em diversas demonstrações contábeis, principalmente a partir de 2003, em que muitas apresentaram resultados financeiros líquidos positivos, em alguns casos inclusive despesas financeiras positivas.

Nas demonstrações contábeis elaboradas em U.S.GAAP ou IFRS GAAP os efeitos das variações cambiais são minimizados. Entretanto, ainda são poucas as empresas que apresentam adicionalmente suas demonstrações contábeis também nesses padrões. Some-se a isto, o fato de que no caso brasileiro incluem -se nas despesas financeiras os Juros Sobre o Capital Próprio, com a agravante de que também com relação a este item não há padronização de apresentação. Desse modo, permanece a discrepância na comparação direta das despesas financeiras nos diferentes padrões contábeis.

Para os exercícios com câmbio desvalorizado, nas empresas que apresentaram demonstrações em U.S. GAAP, notou-se de modo geral, porém sem unanimidade, que excluindo-se das despesas financeiras em BR GAAP os valores das variações monetárias e cambiais informadas na DOAR ou DFC, o valor apurado se aproxima do montante de despesas financeiras em U.S. GAAP, evidenciando, por conseguinte, a influência das variações monetárias no resultado financeiro em BR GAAP e mostrando-se como alternativa para cálculo de índice de cobertura de juros. Em outras palavras, na ausência de um modelo, como o proposto por Szuster, a dedução das variações monetárias informadas na DOAR ou DFC poderiam servir de base para a apuração das despesas financeiras com efeito caixa, as quais de certa forma se aproximam das despesas financeiras em U.S.GAAP.

Verificou-se, ainda, que as variações monetárias apresentadas na DOAR e na DFC foram freqüentemente alteradas e/ou reclassificadas em exercícios seguintes, sem nenhum esclarecimento em notas explicativas. Aliás, muitas vezes houve omissão a elas nas notas explicativas das demonstrações contábeis.

5 Considerações Finais

Esta dissertação foi motivada pelas discrepâncias verificadas na divulgação dos resultados financeiros, especificamente em relação às despesas financeiras e, nestas, centralizando a atenção na questão das variações cambiais.

Ultimamente, no Brasil, vivencia-se uma situação de excesso de liquidez e baixo índice risco-país, o qual está na casa dos 140 pontos, nível mais baixo da história, ante um índice acima de 2000 pontos em outubro de 2002. Com isto, houve uma baixa das taxas de juros, inclusive das taxas de longo prazo, e uma valorização do real, tornando o capital mais abundante e barato. Portanto, a questão do câmbio, na atualidade, é bastante favorável para a saúde econômico-financeira das empresas, embora muitos empresários se queixem da valorização da moeda, que reduz o faturamento advindo de exportações e, segundo os mesmos, faz com que o Brasil perca competitividade em face da elevação dos preços de seus produtos em moeda estrangeira.

Apesar dessas alegações, o que se pode verificar nas demonstrações contábeis, principalmente nos exercícios de 2005 e 2006, é que houve melhora da rentabilidade, medida por meio da positiva evolução do LAJIRDA, e melhores índices de cobertura.

Esse fato também está refletido na percepção de risco feito pelas agências de *rating* Moody's e Standard & Poor's. Assim, em 2003, base exercício 2002, entre as 22 empresas que compõem a amostra deste trabalho, sendo 7 do setor de papel e celulose, 9 do setor de siderurgia e 6 do setor de geração de energia, essas agências analisaram 6 delas, classificando-as, todas, no grau de risco especulativo. Atualmente, o número de empresas da amostra classificadas aumentou para 9, sendo que destas, apenas duas permaneceram no grau de risco especulativo, enquanto as demais obtiveram grau de investimento, nível inclusive superior ao risco do Brasil, que pela S&P é BB+, ou seja, ainda grau especulativo, como risco aceitável com cautela.

Não obstante a positiva evolução retro mencionada, cumpre frisar que nem sempre foi assim, e já se viu, no passado e em diferentes ocasiões, oferta abundante de capital estrangeiro, nas quais muitas empresas se alavancaram por conta do câmbio favorável e,

depois, com as desvalorizações ocorridas, algumas vezes abruptas, sofreram significativos prejuízos e, em muitos casos, inclusive tendo que pagar multas contratuais por conta de quebra de *covenants* financeiros que eventualmente poderiam ser evitados. Um caso exemplar é o do ano de 2002, no qual, em curto espaço de tempo, houve movimento contrário do câmbio, revertendo a situação, fato perceptível na expressiva alteração nos índices em 2003.

Adicionalmente, é preciso mencionar que, quando há depreciação da moeda, os ativos de longo prazo em moeda estrangeira geram receitas financeiras e, por conseguinte, aumentam os lucros, ampliando assim a base de cálculo de dividendos quando estas receitas não são constituídas com reservas de lucro a realizar. Tal fato, não pesquisado neste trabalho por fugir do seu escopo, é relevante e merece um estudo mais aprofundado, visto que pode levar a uma descapitalização da empresa por conta de distribuição de lucro não realizado.

Resumindo, a situação contemporânea do mercado cambial brasileiro, de pouca volatilidade das taxas cambiais, esconde a deficiência, não do modelo contábil em si, mas da forma de registro não padronizado dos efeitos relativos às variações monetárias. Em outras palavras, a inadequação está mais na falta de um modo uniforme de registro, do que no modelo propriamente dito. Ao revés, uma situação conjuntural de instabilidade cambial torna tal deficiência evidente, distorcendo resultados e comprometendo análises menos acuradas, como tem sido demonstrado ao longo deste estudo.

Já quanto ao detalhamento das informações contábeis com relação às questões envolvendo as variações cambiais, o que se observa é que, apesar do legislador e os órgãos de regulamentação terem empreendido esforços no sentido de definir as informações que devem ser apresentadas nas demonstrações contábeis, ainda há grande discrepância na apresentação dos Resultados Financeiros na Demonstração do Resultado do Exercício e nas Notas Explicativas, evidenciando que há necessidade de mais transparência e uniformização contábil nas demonstrações financeiras. Isto se deve, em parte, a que nem todas as orientações têm caráter de obrigatoriedade, tornando-se mais uma questão de ética e responsabilidade corporativa.

Cumprе ressaltar que a transparência contábil é, cada vez mais, um critério formal na realização de negócios no âmbito das empresas. Nesse sentido, observa-se a emergência de um novo modelo de gestão que privilegia a informação como forma de atrair investimentos. Infelizmente, esse modelo moderno, denominado de Governança Corporativa, que no Brasil ainda se restringe a um pequeno grupo de empresas, principalmente aquelas que atuam no mercado internacional, não impede que algumas demonstrações contábeis deste grupo ainda careçam de esclarecimentos e dados fundamentais, prejudicando as empresas tanto em termos de imagem como na avaliação de seus resultados.

Para exemplificar, tomem-se as demonstrações contábeis da VCP, empresa listada no Nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa, que em 2005, e mesmo no exercício encerrado em 31/12/2006, ou seja, segundo exercício de vigência da deliberação da CVM nº 488 de 3 de outubro de 2005, somente observou parcialmente o que estipula o item 35 dessa deliberação.

Embora a VCP tenha registrado o montante de variações monetárias e cambiais na DRE, tanto relativas às receitas como despesas financeiras, não há, em notas explicativas, abertura das despesas e receitas financeiras e, tampouco, das variações monetárias e cambiais líquidas.

Consta apenas, no Relatório da Administração, comentário sobre o resultado financeiro.

Outro aspecto que chama atenção é a elaboração da DFC, que não segue um padrão sequer por parte das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa. Na presente pesquisa estas empresas são em número de 11, das quais pelo menos 3 apresentam, na DFC, valores referentes às variações monetárias idênticas às da DOAR. Isto significa ignorar que, conceitualmente, as variações monetárias constantes na DFC deveriam referir-se ao montante total das variações monetárias advindas de operações de curto e de longo prazo, pois se referem aos montantes sem efeito caixa, ou seja, não pagas ou recebidas em geral, independentemente do período, já que não afetam as disponibilidades.

E, por último, cumpre mencionar a questão que envolve os Juros sobre Capital Próprio. Sob o ponto de vista de sua constituição, a figura dos juros sobre capital representa uma remuneração do capital próprio e, por causa de sua dedutibilidade, caracteriza-se como uma proteção à estrutura de capital da empresa. Todavia, a sua contabilização como despesas financeiras traz distorções. Primeiro, porque, sendo uma particularidade brasileira, impede comparações de empresas nacionais de um determinado setor com suas congêneres no exterior. E, em segundo, pelo fato de que não há generalização na sua constituição e divulgação nas demonstrações contábeis: algumas empresas optam em constituí-los e outras não, e as que o fazem tratam da informação de forma heterogênea. Vale frisar, ainda, nessa questão, que as despesas financeiras deveriam evidenciar claramente o que é custo de capital de terceiros e o que é custo de capital próprio. Como aqueles juros representam custo de capital próprio, deveriam figurar como dividendos.

Em suma, impõe-se uma palavra final. As demonstrações contábeis devem viabilizar, aos agentes interessados, o amplo acesso às informações para uma eficiente tomada de decisão. Portanto, a elaboração e divulgação devem proporcionar a máxima transparência ao menor custo possível, pois as empresas desempenham um papel econômico e social relevante.

Assim, se é fato que a exata mensuração dos benefícios e custos econômicos de determinado padrão contábil é tarefa de difícil execução, por outro lado não há dúvida de que a contabilidade tem consequências econômicas. Se as demonstrações contábeis forem preparadas com algum viés, os investidores, credores e outros usuários podem tomar decisões econômicas equivocadas, com seqüelas para toda a sociedade. Isto se torna ainda mais relevante em face do mercado de capitais, que cresce a cada momento em importância e complexidade, demandando informações cada vez mais detalhadas para avaliar o desempenho das empresas.

Para encerrar, verificou-se, como decorrência natural das análises apresentadas no transcorrer da pesquisa, determinados aspectos que mereceriam outros estudos e pesquisas específicas:

- 1) Observou-se em algumas empresas da amostra enorme discrepância entre os valores de despesas/receitas financeiras, e em particular, da variação cambial e monetária, registrados

na DFC e na DOAR. Caberia, aí, a elaboração de estudo de caso, com o intuito de avaliar a origem de tamanha discrepância entre os valores nas duas demonstrações. Cumpre lembrar que a diferença primordial entre elas deveria estar restrita às variações monetárias sem efeito caixa relativas ao curto prazo, uma vez que a DFC deveria evidenciar o total das variações monetárias sem efeito caixa, enquanto que a DOAR deveria destacar somente o montante sem efeito caixa do longo prazo, já que a parcela do curto prazo está contemplada na variação do CCL.

2) Existem empresas que expressam na última linha da DRE a reversão dos juros sobre capital, e outras que apenas a mencionam nas notas explicativas. Esse fato parece justificar a realização de uma pesquisa sobre a divulgação dos juros sobre capital, visto que não há homogeneidade na apresentação deste item. Talvez fosse interessante enfocar, neste eventual estudo, o comportamento das empresas dos níveis diferenciados de governança corporativa, e verificar qual o grau de homogeneidade em cada nível, inclusive medindo a evolução e frequência da opção pela constituição de juros sobre capital.

3) Nas empresas do setor elétrico, em especial as geradoras estatais, tanto a DOAR quanto a DFC apresentam montantes de variações monetárias idênticas, evidenciando conflitos do ponto de vista conceitual e metodológico. Um estudo sobre os padrões de elaboração dessas duas demonstrações seria oportuno.

4) Na amostra da pesquisa observou-se que há informações divergentes sobre o nível de detalhamento do formulário 20-f em comparação com os relatórios disponibilizados na CVM. Uma avaliação minuciosa seria bem vinda.

6 Referências Bibliográficas

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica – dados setoriais disponíveis em <http://www.aneel.gov.br>. Acesso em 30 de junho de 2006 e 1 e 2 de julho de 2006.

BACEN - Banco Central do Brasil. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 17 e 18 de fevereiro de 2007.

BOVESPA- Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em 13,14,15 de janeiro 2007.

BRACELPA - Associação Brasileira de Celulose e Papel. O Setor Brasileiro de Celulose e Papel e Desempenho do setor em 2006 e projeção para 2007. Disponível em <http://www.bracelpa.org.br>. Acesso em 30 de junho de 2006 e 09 de maio de 2007.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José A. Veiga. A Demonstração dos Fluxos de caixa e as normas legais nacionais e internacionais (1a e 2a parte). Boletim IOB - Caderno Temática Contábil e Balanços. Boletins Nr. 14 e 15. São Paulo abril de 2005.

CFC; IBRACON. Sumário da comparação das práticas contábeis adotadas no Brasil com as Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS: Brasília: Conselho Federal de Contabilidade; São Paulo: Ibracon, Janeiro de 2006.

COSTA JR, J.V.; e SOUSA FILHO, R. C. Diferimento de variações cambiais: Bom ou Ruim ? Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ>. Acesso em 22 de junho de 2005.

CVM - DELIBERAÇÃO CVM Nº 207 – Dispõe sobre a contabilização dos Juros sobre o Capital Próprio previstos na Lei nº 9.249/95. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 29 de abril de 2006; 19,20,21e 22 de dezembro de 2006, 24,25e 26 de janeiro de 2007; 09e 12 de fevereiro de 2007.

_____. –Deliberações:Nº 8/80 de 08/01/1980; Nº 294/99 de 26.03.99; Nº 404/01 de 27/09/2001 e alteração CVM 409/01 de 01.11.2001. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 29 de abril de 2006.

Decreto Lei 2627/40 – Das Características e Natureza da Sociedade Anônima ou Companhia. Disponível em <https://www.planalto.gov.br>. Acesso em 19 de Janeiro de 2007.

Eletrobrás – Centrais Elétricas Brasileiras S/A – dados setoriais disponíveis em <http://www.eletrobras.com.br>. Acesso em 30 de junho de 2006 e 1 e 2 de julho de 2006.

FAMÁ, Rubens. Retorno sobre o investimento – sua utilização do Brasil, face à inflação e à evolução da legislação sobre a correção monetária dos demonstrações financeiros. São Paulo, 1980, Dissertação de Mestrado- USP – São Paulo.

GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa, São Paulo: Atlas, 1989.

HIGUCHI, Hiromi; HIGUCHI, Fábio; HIGUCHI, Celso Hiroyuki. Imposto de Renda das Empresas: Interpretação e prática: atualizado até 10-01-2006. 31.ed. São Paulo: IR Publicações, 2006.

IBS – Instituto Brasileiro de Siderurgia – dados setoriais disponíveis em <http://www.ibs.org.br>. Acesso em 30 de junho de 2006, 1 e 2 de julho de 2006 e 09 de maio de 2007.

IISI – International Iron and Steel Institute - dados setoriais disponíveis em <http://www.worldsteel.org>. Acesso em 30 de junho de 2006, 1 e 2 de julho de 2006 e 09 de maio de 2007.

IUDICIBUS, Sergio; MARION, José Carlos. Introdução à Teoria da Contabilidade, 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

IUDICIBUS, Sergio; MARTINS, Eliseu e GELBCKE, Ernesto Rubens. Manual de Contabilidade das sociedades por ações, 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. Governança Corporativa. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

LOPES, Alexsandro Broedel e MARTINS, Eliseu. Teoria da Contabilidade, 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MARION, José Carlos. Contabilidade Empresarial, 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINS, Eliseu. Análise crítica de balanços - A Necessidade de Capital de Giro e a Liquidez a Curto Prazo. Boletim IOB - Caderno Temática Contábil e Balanços. Fascículo TC 04-11. São Paulo semana 47/2005.

_____. Análise crítica de balanços – Parte I e II. Boletim IOB - Caderno Temática Contábil e Balanços. Boletins Nr. 26 (junho/2005) e 31 (agosto/2005). São Paulo.

_____. Contabilidade Versus Fluxo de Caixa. In.: Caderno de Estudos, São Paulo, FIPECAFI, nº20, Janeiro a Abril/ 1999.

_____. Análise crítica de balanços - A Necessidade de Capital de Giro e a Liquidez a Curto prazo. Boletim IOB - Caderno Temática Contábil e Balanços. Fascículo TC 04-11. São Paulo semana 47/2005.

_____. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Eliseu; SANTOS, Ariovaldo dos; GELBCKE, Ernesto R. O que esperar dos Balanços de 2002? IOB – Informações objetivas. Caderno Temática Contábil e Balanços. Boletins nº 3/2003, TC 1 - TC 6. São Paulo, mar. 2003.

MATARAZZO, Dante C.. Análise Financeira de Balanços Abordagem Básica, 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1987.

MATTAR Neto, Joao Augusto: Metodologia científica na era da informática. São Paulo: Saraiva, 2005.

MOODY'S América Latina Ltda.: Site [http:// www.moody.com.br](http://www.moody.com.br). Acesso em 17 e 18 de fevereiro de 2007, 3 e 4 de março.

NEVES, José Luis. Pesquisa Qualitativa – Características, Usos e Possibilidades – Caderno de Pesquisa em Administração. Boletins N^o 3, 2^o SEM./1996. São Paulo.

OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP N^o 01/2005- Orientação sobre a elaboração de Informações Contábeis pelas Companhias Abertas. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 29 de abril de 2006.

OLIVEIRA, Maria Marly de. Como fazer pesquisa qualitativa. Recife: Bagaco, 2005.

ONS - Operador Nacional do Sistema Elétrico. Disponível em <http://www.ons.org.br>. Acesso em 17 e 18 de fevereiro de 2007.

PADOVEZE, Clóvis Luís. Contabilidade Gerencial. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2.000.

PINTO, Arnaldo Aloizio. Demonstração dos Fluxos de Caixa: Uma contribuição para a melhoria de sua capacidade informativa. São Paulo, 2005, Dissertação de Mestrado- PUC – São Paulo.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira - tradução de Antonio Zoratto Sanvicente - 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2.002.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. A estimativa do Fluxo de Caixa das Operações representa o real Fluxo de Caixa das Operações? - Revista Contabilidade & Finanças - USP, nº 35, p. 7-21. São Paulo, maio/agosto 2004.

SANTOS, Ariovaldo dos. Para que serve o Ebidta? - Revista Exame, nº 16, p. 92-94. São Paulo, Agosto 2002.

SANTOS, Izequias Estevam dos. Manual de métodos e técnicas de pesquisa científica TCC, monografia, dissertação, tese. Niterói: Impetus, 2005.

SCHIRICKEL, Wolfgang Kurt. Análise de Crédito: Concessão e Gerência de Empréstimos, 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SECURATO, José Roberto. Crédito: Análise e Avaliação do Risco, 1ª ed. São Paulo: Saint Paul, 2002.

SEVERINO, Antonio Joaquim. Metodologia do trabalho científico. São Paulo: Cortez, 2004.

SILVA, Antonio Carlos Ribeiro da: Metodologia da pesquisa aplicada a contabilidade: Orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, Teses. Sao Paulo: Atlas, 2003.

SILVA, Fernando Vilas Boas e. Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio: As Particularidades da Política de Distribuição de Lucros no Brasil. São Paulo, 2005, Dissertação de Mestrado- PUC – São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil. São Paulo, 2002. Dissertação de Mestrado - Universidade de São Paulo.

SOARES JUNIOR, Leonildo. Modelo para avaliação do impacto dos Juros sobre o Capital Próprio na Estrutura de Capital e no Fluxo de Caixa das Empresas. Florianópolis, 2001. Dissertação de Mestrado - Universidade Federal de Santa Catarina.

STANDART & POOR'S. Brasil: *ratings* e comentários, 2ª ed. 2000. Site <http://www.standardandpoors.com>. Acesso em 17 e 18 de fevereiro de 2007, 3 e 4 de março.

SZUSTER, Fortune; SZUSTER, Natan. Tratamento Contábil do Câmbio Flutuante no Brasil - Uma proposta frente à Grande Volatilidade 2001/2002 - Revista Contabilidade & Finanças - USP, nº 31, p. 109-118. São Paulo, janeiro /abril 2003.

ZDANOWICZ, José Eduardo. Fluxo de Caixa , 7ª ed. Porto Alegre: Sagra Luzzatto, 1998.

7 Apêndices

APÊNDICE 1 - ARACRUZ CELULOSE S/A

APÊNDICE 2 - CELULOSE IRANI S/A

APÊNDICE 3 - COMPANHIA MELHORAMENTOS DE SÃO PAULO

APÊNDICE 4 - KLABIN S/A

APÊNDICE 5 - MELPAPER S/A

APÊNDICE 6 - SUZANO PAPEL E CELULOSE S/A

APÊNDICE 7 - VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S/A

APÊNDICE 8 - ACESITA

APÊNDICE 9 - ACOS VILLARES

APÊNDICE 10 - ARCELOR BR

APÊNDICE 11 - FERBASA

APÊNDICE 12 - GERDAU

APÊNDICE 13 - GERDAU MET

APÊNDICE 14 - SID NACIONAL - CSN

APÊNDICE 15 - USIMINAS

APÊNDICE 16 - VICUNHA SID

APÊNDICE 17 – AES TIETÊ

APÊNDICE 18 - CEMIG

APÊNDICE 19 - CESP

APÊNDICE 20 - COPEL

APÊNDICE 21 - ELETROBRÁS

APÊNDICE 22 – TRACTEBEL

APÊNDICE 23 - Evolução do *rating* concedidos pelas agências para as empresas da amostra

Aracruz - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	315.300	-76.642	1.403.081	1.015.320	981.679	939.386
(+) despesas financeiras	96.370	685.392	-182.273	-62.422	-271.213	-183.750
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-96.370	-685.392	182.273	62.422	271.213	183.750
Receitas financeiras	313.564	410.048	21.683	146.682	235.548	349.825
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-409.934	-1.095.440	160.590	-84.260	35.665	-166.075
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DFC	245.671	740.866	-342.233	-248.273	-308.875	-177.808
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	258.500	320.700	318.000
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	258.500	320.700	318.000
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	-162.871	-289.714	-312.551	-318.368	-321.212	-319.979
Financial expenses USGAAP em USD	-70.215	-82.014	-108.209	-119.976	-137.276	-149.719
taxa	2,3196	3,5325	2,8884	2,6536	2,3399	2,1372
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	217.451	267.587	336.414	464.765	571.683	646.869
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial				73	3.246	607
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	629.121	876.337	1.557.222	1.676.236	1.606.095	1.721.112
depreciação DOAR e DFC	sem depr.no doar	sem depr.no doar	sem depr.no doar	sem depr.no doar	sem depr.no doar	sem depr.no doar
b)						
Lucro bruto	552.241	973.056	1.576.806	1.612.056	1.465.608	1.543.319
(+) depreciação e amortização	217.451	267.587	336.414	464.765	571.683	646.869
(-) despesas gerais e administrativas	-50.739	-70.948	-79.487	-105.512	-104.719	-138.385
(-) despesas com vendas	-54.059	-95.963	-153.438	-174.868	-164.359	-177.320
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	664.894	1.073.732	1.680.295	1.796.441	1.768.213	1.874.483
outras receitas/ despesas operacionais	-35.773	-197.395	-123.073	-120.205	-162.118	-153.371
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
Em 2003, variação cambial e monetária do DRE de 2002 foram reclassificadas						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	1,53	0,80	desp.financ.pos.	19,89	desp.financ.pos.	10,36
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	6,53	1,28	RFL posit.	RFL posit.	RFL posit.	RFL posit.
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	3,83	2,47	8,57	5,04	5,88	5,00
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	3,86	3,02	4,98	5,27	5,00	5,38

Celulose Irani - dados individuais da CVM (não há consolidado)	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006 cons
a)						
Lucro operacional	-1.674	-6.133	17.434	20.193	-180	-1.190
(+) despesas financeiras	16.972	25.292	11.024	10.739	14.675	16.693
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-16.972	-25.292	-11.024	-10.739	-14.675	-16.693
Receitas financeiras	5.291	14.014	-23.813	4.723	6.424	6.138
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-22.263	-39.306	12.789	-15.462	-21.099	-22.831
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR / Juros e variações monet. do longo prazo	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	2.600	2.890	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	2.210	2.456	n.c	n.c
Variações cambiais, líquidas - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	n.c	12.309	13.080	13.226	17.368	15.850
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0	0
(-) despesas não recorrentes				0	0	0
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	15.298	31.468	44.138	47.048	31.863	31.353
depreciação DOAR e DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC
			JsCP dif no RA e NE	sCP dif no RA e NE		
b)						
Lucro bruto	31.778	49.391	72.333	78.341	68.991	74.766
(+) depreciação e amortização	n.c	12.309	13.080	13.226	17.368	15.850
(-) despesas gerais e administrativas	-12.945	-14.427	-17.552	-21.708	-26.484	-28.777
(-) despesas com vendas	-12.798	-18.891	-25.854	-25.224	-29.962	-33.442
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	6.035	28.382	42.007	44.635	29.913	28.397
outras receitas/ despesas operacionais	9.263	3.086	2.131	2.413	1.950	2.956
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações		deprec Notas exp.2003	deprec Notas exp	deprec Notas exp		

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	0,69	0,80	desp.financ.pos.	3,04	1,51	1,37
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	0,90	1,24	4,00	4,38	2,17	1,88
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Cia Melhoramentos - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	-43.332	-17.488	-3.407	-1.042	-49.594	-14.349
(+) despesas financeiras	40.020	44.639	44.094	34.459	42.191	39.319
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-40.020	-44.639	-44.094	-34.459	-42.191	-39.319
Receitas financeiras	2.280	2.967	2.936	3.390	3.801	4.032
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-42.300	-47.606	-47.030	-37.849	-45.992	-43.351
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação monetária e juros exigível longo prazo da DOAR	7.401	15.260	2.230	3.852	4.175	3.148
variação monetária e juros Realizável longo prazo da DOAR	-292	-412	-537	-371	-454	-450
variação cambial e monetária da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Variações cambiais, líquidas - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	23.800	21.936	22.436	23.941	24.029	30.112
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	162	1.753	-889	-624	-281	-163
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	20.650	50.840	62.234	56.734	16.345	54.919
depreciação DOAR e DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC
b)						
Lucro bruto	60.814	108.438	139.781	146.835	135.475	154.221
(+) depreciação e amortização	23.800	21.936	22.436	23.941	24.029	30.112
(-) despesas gerais e administrativas	-27.237	-25.302	-24.820	-29.181	-31.114	-34.258
(-) despesas com vendas	-65.557	-72.453	-87.425	-98.276	-106.158	-99.510
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	-8.180	32.619	49.972	43.319	22.232	50.565
outras receitas/ despesas operacionais	28.830	18.221	12.262	13.415	-5.887	4.354
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	0,49	1,07	1,32	1,50	0,36	1,27
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	0,52	1,14	1,41	1,65	0,39	1,40
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	0,59	1,57	1,39	1,67	0,39	1,37
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Klabin - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	135.029	-316.138	204.117	602.127	355.615	597.957
(+) despesas financeiras	34.748	967.165	448.937	156.184	153.691	-132.028
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-34.748	-967.165	-448.937	-156.184	-153.691	132.028
Receitas financeiras	-1.739	63.507	35.934	75.414	152.468	352.421
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-33.009	-1.030.672	-484.871	-231.598	-306.159	-220.393
variação cambial e monetária do DRE (liquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR / Juros e variações monet. do longo prazo	-1.799	139.577	114.598	62.541	81.588	-75.644
variação cambial e monetária da DFC	n.c	853.485	138.904	156.193	212.626	190.260
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Variações cambiais, liquidas - notas explicativas	104.997	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	59.333	318.003	292.339	218.471	230.268	227.739
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	1.639	439	704	288	151	405
(-) despesas não recorrentes				0	0	0
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	230.749	969.469	946.097	977.070	739.725	694.073
depreciação DOAR e DFC	não tem DFC	iguais	iguais	R\$ 231818 no DFC	R\$ 245070 no DFC	R\$ 242860 no DFC
b)						
Lucro bruto	347.721	1.265.255	1.346.246	1.256.209	1.025.474	962.854
(+) depreciação e amortização	59.333	318.003	292.339	218.471	230.268	227.739
(-) despesas gerais e administrativas	-55.526	-167.810	-272.827	-152.908	-163.279	-176.417
(-) despesas com vendas	-103.056	-384.624	-358.878	-291.163	-308.794	-270.651
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	248.472	1.030.824	1.006.880	1.030.609	783.669	743.525
outras receitas/ despesas operacionais	-17.723	-61.355	-60.783	-53.539	-43.944	-49.452
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	6,99	0,94	1,95	4,22	2,42	3,15
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	6,64	1,00	2,11	6,26	4,81	RFL posit.
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	6,63	1,09	2,56	5,78	3,29	2,34
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	5,47	2,73	12,96	7,91	23,03
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Melpaper - dados individuais da CVM (não há consolidado)	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	-23.427	-1.544	1.736	334	-36.405	-1.685
(+) despesas financeiras	25.871	32.814	36.875	28.593	35.783	33.542
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-25.871	-32.814	-36.875	-28.593	-35.783	-33.542
Receitas financeiras	1.839	1.886	2.189	2.819	3.532	3.361
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-27.710	-34.700	-39.064	-31.412	-39.315	-36.903
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação monetária e juros exigível longo prazo da DOAR	4.546	2.465	913	2.757	3.191	2.241
variação monetária e juros Realizável longo prazo da DOAR	-272	-385	-537	-371	-454	-450
variação cambial e monetária da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio na N. E.	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Variações cambiais, líquidas - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	23.526	21.716	22.519	23.652	23.721	29.784
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0	0
(-) despesas não recorrentes					0	0
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	25.970	52.986	61.130	52.579	23.099	61.641
depreciação DOAR e DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC
b)						
Lucro bruto	49.927	96.717	123.840	129.537	114.878	133.839
(+) depreciação e amortização	23.526	21.716	22.519	23.652	23.721	29.784
(-) despesas gerais e administrativas	-17.948	-16.636	-15.459	-18.708	-20.264	-23.041
(-) despesas com vendas	-55.881	-60.523	-77.830	-87.494	-92.272	-86.816
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	-376	41.274	53.070	46.987	26.063	53.766
outras receitas/ despesas operacionais	26.346	11.712	8.060	5.592	-2.964	7.875
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	0,94	1,53	1,56	1,67	0,59	1,67
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	1,00	1,61	1,66	1,84	0,65	1,84
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,12	1,64	1,60	1,83	0,64	1,78
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Suzano - dados consol.-dem.CVM (2005/04-nr da Suzano Bahia Sul e 2003/2/01Cia Suzano)	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	343.202	-120.614	856.079	770.684	657.620	596.856
(+) despesas financeiras	257.857	771.593	-76.853	67.543	-33.410	52.798
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-257.857	-771.593	76.853	-67.543	33.410	-52.798
Receitas financeiras	378.544	752.020	111.180	73.967	83.152	125.876
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-636.401	-1.523.613	-352.843	-141.510	-49.742	-178.674
variação cambial e monetária do DRE (liquidas)	n.c	n.c	318.516	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	-129.122	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	447.638	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR / Variações cambias/monetárias de Longo prazo	136.980	637.784	-88.048	-308.601	-176.092	-126.506
variação cambial e monetária da DFC	n.c	n.c	-291.575	-45.827	-227.641	196.370
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	19.855	n.c	47.745	60.022	138.438	107.751
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	-206.771	-182.974	-232.460	-271.175
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	192.055	158.160	178.255	200.430	250.642	318.025
(+/-) amortização de ágio ou deságio			41.687	0	37.679	71.431
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	20.174	31.560	1.054	286	351	391
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	813.288	840.699	1.000.222	1.038.943	912.882	1.039.501
depreciação DOAR e DFC	não tem DFC	não tem DFC	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	908.663	950.042	1.130.629	1.191.102	1.023.004	1.148.421
(+) depreciação e amortização	192.055	158.160	178.255	200.430	250.642	318.025
(-) despesas gerais e administrativas	-156.800	-167.630	-201.412	-224.711	-220.482	-244.037
(-) despesas com vendas	-147.550	-120.556	-140.471	-152.971	-170.145	-191.070
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	796.368	820.016	967.001	1.013.850	883.019	1.031.339
outras receitas/ despesas operacionais	16.920	20.683	33.221	25.093	29.863	8.162
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações		DRE 2001 reclaf.				
		DFC so não cons.				
As informações sobre Juros sobre Capital Próprio estão apenas nas Notas Explicativas.						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	1,28	0,55	2,83	7,34	18,35	5,82
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	3,15	1,09	RFL posit.	15,38	RFL posit.	19,69
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,63	0,95	2,27	2,31	4,04	3,41
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	1,55	5,55	3,29	saldo posit.
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	4,84	5,68	3,93	3,83
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

VCP - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	541.895	451.988	1.034.376	1.012.844	571.369	719.182
(+) despesas financeiras	-28.597	97.215	75.868	135.538	86.223	-3.367
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	28.597	-97.215	-75.868	-135.538	-86.223	3.367
Receitas financeiras	378.979	1.302.495	178.231	281.841	277.972	678.062
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-350.382	-1.399.710	-254.099	-417.379	-364.195	-674.695
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c.	24.907	189.803	326.753	44.317
variação cambial e monetária do DRE (receitas)					205.217	287.906
variação cambial e monetária do DRE (despesas)					121.536	-243.589
variação cambial e monetária da DOAR /em 2001/2/ encargos do exigível a longo prazo	125.939	597.562	-184.598	-116.162	-272.802	-680.904
variação cambial e monetária da DFC	-14.893	182.141	431.539	-152.409	-116.604	292.464
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c.	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c.	n.c	n.c	280.000	320.158
despesas com juros - notas explicativas	n.c	-106.482	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	-90.464	-208.418	-205.076	-183.098	-278.448	-316.306
Financial expenses USGAAP em USD	-39.000	-59.000	-71.000	-69.000	-119.000	-148.000
taxa	2,3196	3,5325	2,8884	2,6536	2,3399	2,1372
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	161.128	217.947	280.034	327.057	385.494	550.330
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações					135.300	177.213
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	-3.025	103.629	-84.501	3.703	43.864	49.720
(-) despesas não recorrentes		0	0	0	0	0
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	671.401	870.779	1.305.777	1.479.142	1.222.250	1.493.078
depreciação DOAR e DFC	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	719.554	965.651	1.445.755	1.671.135	1.444.098	1.503.728
(+) depreciação e amortização	161.128	217.947	280.034	327.057	385.494	550.330
(-) despesas gerais e administrativas	-77.415	-98.954	-111.737	-128.899	-160.867	-185.799
(-) despesas com vendas	-132.414	-181.673	-267.283	-373.572	-375.930	-359.234
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	670.853	902.971	1.346.769	1.495.721	1.292.795	1.509.025
outras receitas/ despesas operacionais	548	-32.192	-40.992	-16.579	-70.545	-15.947
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	1,92	0,62	5,14	3,54	3,36	2,21
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	RFL posit.	8,96	17,21	10,91	14,18	saldo posit
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,99	1,09	2,98	2,77	1,92	1,10
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	1,84	0,72	saldo posit	2,60	2,54	3,91
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	8,18	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	7,42	4,18	6,37	8,08	4,39	4,72

Acesita - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	-227.110	-269.842	226.823	923.719	715.524	756.285
(+) despesas financeiras	266.994	293.737	279.893	143.181	72.973	34.479
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-266.994	-293.737	-279.893	-143.181	-72.973	-34.479
Receitas financeiras	96.166	42.556	50.401	94.613	58.676	56.538
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-363.160	-336.293	-330.294	-237.794	-131.649	-91.017
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	-308.975	-358.871	20.996	27.976	97.306	48.369
variação cambial e monetária do DRE (receitas)						
variação cambial e monetária do DRE (despesas)						
variação cambial e monetária da DOAR /Variações monetárias e juros	269.496	151.663	-29.302	-61.686	-94.135	-30.296
variação cambial e monetária da DFC	n.c	n.c	232.453	-8.645	-55.885	19.204
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	59.283	109.551	124.900
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	258.007	117.447	136.433	143.513	146.899	146.899
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	-36.250	-37.272	-99.916	-84.202	-11.709	-3.026
(-) despesas não recorrentes						
variação cambial e monetária classificada como despesas operacionais	308.975	358.871	-20.996	-27.976	-97.306	-48.369
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	570.616	462.941	522.237	1.098.235	826.381	886.268
depreciação DOAR e DFC	não tem DFC	não tem DFC	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	521.468	544.502	633.079	1.293.636	1.042.755	1.203.025
(+) depreciação e amortização	258.007	117.447	136.433	143.513	146.899	146.899
(-) despesas gerais e administrativas	-106.141	-90.671	-123.070	-137.324	-167.788	-172.395
(-) despesas com vendas	-97.637	-93.616	-113.601	-166.330	-185.559	-201.944
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	575.697	477.662	532.841	1.133.495	836.307	975.585
outras receitas/ despesas operacionais	-5.081	-14.721	-10.604	-35.260	-9.926	-89.317
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
Na CVM as variações monetárias e cambiais foram classificadas no grupo de outras receitas/ despesas operacionais ao invés do grupo do resultado financeiro						
No Relatório da administração - comentários sobre não consolidado						
Índice de cobertura de juros						
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras (incluindo as VMC classif.em despesas op	0,85	0,67	1,69	5,23	24,06	20,78
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido (incluindo as VMC classif.em despesas operac	0,99	0,71	2,02	9,53	RFL posit	RFL posit
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras*, deduzidas das VMC da DOAR	1,42	0,85	1,54	4,05	6,43	12,15
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras*, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	6,80	5,03	9,16	37,80
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
* incluindo as VMC classif.em despesas operacionais						

Acos Villares - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	-19.994	-44.714	185.444	289.912	296.210	325.501
(+) despesas financeiras	87.560	188.160	22.900	60.510	70.123	36.485
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-87.560	-188.160	-22.900	-60.510	-70.123	-36.485
Receitas financeiras	39.203	85.448	17.043	33.228	10.908	67.677
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-126.763	-273.608	-39.943	-93.738	-81.031	-104.162
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)						
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	20.113	71.336	-11.826	10.151	-28.394	-1.938
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	-74.195	-217.024	25.847	-36.934	21.561	4.541
variação cambial e monetária da DOAR /Juros e variações mone.pass.líquidas	66.036	153.363	13.612	19.767	39.658	18.306
variação cambial e monetária da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	40.259	19.319
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	20.417	21.570	27.266
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	n.c	21.570	27.266
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	45.168	47.947	54.273	58.199	67.618	72.578
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	0	0	0	168	0	0
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	112.734	191.393	262.617	429.206	455.521	461.830
depreciação DOAR e DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	194.989	299.586	378.881	516.925	539.860	549.449
(+) depreciação e amortização	45.168	47.947	54.273	58.199	67.618	72.578
(-) despesas gerais e administrativas	-63.318	-68.826	-76.770	-72.766	-86.241	-83.462
(-) despesas com vendas	-46.309	-65.288	-75.271	-52.934	-49.772	-50.624
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	130.530	213.419	281.113	449.424	471.465	487.941
outras receitas/ despesas operacionais	-17.796	-22.026	-18.496	-20.218	-15.944	-26.111
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
VMC da DOAR e DFC de 2005 reclassificadas em 2006						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	0,89	0,70	6,57	4,58	5,62	4,43
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	1,29	1,02	11,47	7,09	6,50	12,66
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,86	1,59	9,97	5,80	11,01	5,38
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	11,17	5,44
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Arcelor - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	405.288	668.642	877.051	1.796.711	2.926.928	3.132.981
(+) despesas financeiras	131.758	221.542	27.907	84.217	220.688	41.972
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-131.758	-221.542	-27.907	-84.217	-220.688	-41.972
Receitas financeiras	194.537	311.613	-38.529	79.415	41.705	343.372
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-326.295	-533.155	10.622	-163.632	-262.393	-385.344
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR /Var. monet. de juros de longo prazo	44.887	126.037	30.687	-134.949	-42.869	-120.105
variação cambial e monetária da DFC / Outros (principalmente juros e var.cambial)	n.c	368.313	229.600	66.677	175.241	91.191
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	64.894	90.643	150.030	255.670	407.974	590.591
despesas com juros - notas explicativas	n.c	-143.708	-114.529	-97.934	-146.621	-160.223
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	-119.851	-115.074	-135.546	n.c	453.512
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	-33.928	-39.840	-51.080	n.c	212.199
taxa		3,5325	2,8884	2,6536		2,1372
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	126.028	145.576	166.837	338.314	603.395	838.052
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	112.865	-40.527	94.487	7.116	-495.143	93.941
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	775.939	995.233	1.166.282	2.226.358	3.255.868	4.106.946
depreciação DOAR e DFC	Não tem DFC	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	928.999	1.324.320	1.442.588	2.837.647	3.927.901	4.807.591
(+) depreciação e amortização	126.028	145.576	166.837	338.314	603.395	838.052
(-) despesas gerais e administrativas	-106.382	-139.055	-140.955	-190.783	-368.844	-533.888
(-) despesas com vendas	-94.041	-137.945	-182.795	-246.898	-363.199	-504.192
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	854.604	1.192.896	1.285.675	2.738.280	3.799.253	4.607.563
outras receitas/ despesas operacionais	-78.665	-197.663	-119.393	-511.922	-543.385	-500.617
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
DRE de 2001 reclassificada em 2002 (alteração em outras despesas operacionais)						
Em 2002 e 2003 na DFC a variação cambial está inclusa no item "outros"						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	2,38	1,87	DF saldo credor	13,61	12,41	10,66
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	5,89	4,49		26,44	14,75	97,85
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,76	2,44	DF saldo credor	7,46	10,67	8,13
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	6,04	DF saldo credor	22,96	37,36	13,96
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	6,93		22,73	22,21	25,63
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	8,30		16,43	n.c	n.c

Ferbasa - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	66.044	76.972	136.363	158.605	77.227	52.875
(+) despesas financeiras	-1.905	-9.541	-15.218	-13.041	-17.300	-15.152
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	1.905	9.541	15.218	13.041	17.300	15.152
Receitas financeiras	5.362	11.025	18.444	17.680	23.422	22.915
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-3.457	-1.484	-3.226	-4.639	-6.122	-7.763
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR	n.c	-41	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	9.386	10.435	12.812	n.c	n.c	n.c
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0	0
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	73.525	77.866	133.957	145.564	59.927	37.723
depreciação DOAR e DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC
b)						
Lucro bruto	58.502	82.779	139.650	180.233	100.195	64.824
(+) depreciação e amortização	9.386	10.435	12.812	n.c	n.c	n.c
(-) despesas gerais e administrativas	-13.385	-17.132	-22.599	-27.545	-26.900	-22.674
(-) despesas com vendas	-2.022	-2.147	-2.722	-3.371	-4.205	-4.434
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	52.481	73.935	127.141	149.317	69.090	37.716
outras receitas/ despesas operacionais	21.044	3.931	6.816	-3.753	-9.163	7
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
Doar de 2001 alterada em 2002						
DRE de 2003 alterada em 2004						
Índice de cobertura de juros						
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	21,27	52,47	41,52	31,38	9,79	4,86
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	RFL posit	RFL posit	RFL posit	RFL posit	RFL posit	RFL posit
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	n.c	51,06	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Gerdaul - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	573.398	961.478	1.147.212	4.454.667	4.041.495	4.394.545
(+) despesas financeiras	499.894	1.083.645	646.570	176.106	29.916	-321.735
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-499.894	-1.083.645	-646.570	-176.106	-29.916	321.735
Receitas financeiras	133.178	276.712	n.c	209.846	452.980	881.723
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-633.072	-1.360.357	n.c	-385.952	-482.896	-559.988
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR / Variações monet. s/dividas a L. prazo	97.237	434.551	-15.737	-138.490	241.343	-242.780
variação cambial e monetária da DOAR / Variações monet. s/créditos a L. prazo	-6.120	-42.620	-5.107	-526	0	0
variação cambial e monetária da DFC / 2001/2/3 Indexação da dívida/ em 2004 VMC	214.235	748.573	130.790	-99.284	-82.009	-269.187
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	164.186	265.896	351.247	336.454	n.c	431.313
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	-587.143	-411.365	-506.641	-696.287
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	391.037	511.771	604.887	766.665	838.606	1.011.426
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	-160.295	-408.730	299.357	343.116	131.195	244.804
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.304.034	2.148.164	2.698.026	5.740.554	5.041.212	5.329.040
depreciação DOAR e DFC	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	1.653.257	2.622.719	3.290.221	6.245.024	5.725.887	6.495.935
(+) depreciação e amortização	391.037	511.771	604.887	766.665	838.606	1.011.426
(-) despesas gerais e administrativas	-469.644	-664.785	-763.440	-1.003.826	-1.140.264	-1.641.422
(-) despesas com vendas	-264.690	-337.589	-448.131	-455.175	-514.443	-516.927
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.309.960	2.132.116	2.683.537	5.552.688	4.909.786	5.349.012
outras receitas/ despesas operacionais	-5.926	16.048	14.489	187.866	131.426	-19.972
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
Na doar tem abertura das VMC de debitos e creditos						
VMC da DFC / Indexação da dívida de 2001alt. em 2002						
RFL de 2003 foi aberto em 2004						
DRE de 2005 reclassificada em 2006 (alteração em custos e outras despesas operacionais)						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	2,06	1,58	so há RFL	14,87	10,44	9,52
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	2,61	1,98	4,17	32,60	168,51	RFL posit
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,43	2,32	so há RFL	10,95	20,87	6,64
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	3,11	3,51	so há RFL	11,83	8,92	6,43
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	4,60	13,95	9,95	7,65
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Metalúrgica Gerdau - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	587.364	994.520	1.152.181	4.436.930	4.068.995	4.435.967
(+) despesas financeiras	481.797	1.065.533	621.376	148.381	-42.151	-381.944
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-481.797	-1.065.533	-621.376	-148.381	42.151	381.944
Receitas financeiras	153.436	302.067	n.c	249.261	483.231	955.235
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-635.233	-1.367.600	n.c	-397.642	-441.080	-573.291
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR / Variações monet. s/dividas a L. prazo	100.943	444.492	-11.085	-131.822	241.343	-242.780
variação cambial e monetária da DOAR / Variações monet. s/créditos a L. prazo	-6.122	-42.516	-5.107	-526	0	0
variação cambial e monetária da DFC / 2001/2/3 Indexação da dívida/ em 2004 VMC	232.248	761.826	136.349	-94.087	-77.587	-265.959
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	76.227	119.971	172.100	162.500	n.c	206.579
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	-593.308	-417.041	-459.936	-696.296
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	391.194	511.929	605.045	766.819	838.760	1.011.578
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	-182.474	-447.483	281.240	344.628	157.903	251.745
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.277.881	2.124.499	2.659.842	5.696.758	5.023.507	5.317.346
depreciação DOAR e DFC	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	1.653.257	2.622.719	3.290.221	6.245.024	5.725.887	6.526.949
(+) depreciação e amortização	391.194	511.929	605.045	766.819	838.760	1.011.578
(-) despesas gerais e administrativas	-497.491	-694.538	-804.501	-1.050.953	-1.167.080	-1.683.163
(-) despesas com vendas	-264.690	-337.609	-448.131	-455.175	-514.443	-518.045
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.282.270	2.102.501	2.642.634	5.505.715	4.883.124	5.337.319
outras receitas/ despesas operacionais	-4.389	21.998	17.208	191.043	140.383	-19.973
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
Na doar tem abertura das VMC de debitos e creditos						
No RA 2001/2002 menciona montante de VMC nas despesas financeiras	270.400	607.100	abert.NE	abert.NE	abert.NE	abert.NE
VMC da DFC / Indexação da dívida de 2001alt. em 2002						
RFL de 2003 foi aberto em 2004						
DRE de 2005 reclassificada em 2006 (alteração em custos e outras despesas operacionais)						

Índice de cobertura de juros						
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	2,01	1,55	so há RFL	14,33	11,39	9,28
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	2,65	1,99	4,28	38,39	RFL posit	RFL posit
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,39	2,30	so há RFL	10,76	25,15	6,52
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	3,17	3,51	so há RFL	11,59	9,69	6,34
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	4,48	13,66	10,92	7,64
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

Cia Siderurgica Nacional - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	302.001	-779.870	1.048.489	2.806.019	2.881.969	1.667.939
(+) despesas financeiras	364.499	-666.137	1.035.657	921.914	761.174	899.525
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-364.499	666.137	-1.035.657	-921.914	-761.174	-899.525
Receitas financeiras	117.070	1.333.312	-785.579	-38.014	523.876	-14.402
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-481.569	-667.175	-250.078	-883.900	-1.285.050	-885.123
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	343.678	-2.282.168	914.744	341.566	132.480	471.707
amortização da variação cambial diferida do DRE	-739.280	-621.992	-133.008	-112.616	0	0
variação cambial e monetária da DOAR / Variações Monet. E Cambiais a L.Prazo	-775.376	918.726	-458.600	-325.657	-614.141	-152.114
variação cambial e monetária da DFC/ Variações monetárias e cambiais líquidas	-627.064	2.692.064	-877.638	-506.548	-901.670	n.c
amortização da variação cambial diferida da DFC e DOAR	739.280	621.991	133.008	112.616	0	0
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	220.000	293.482	245.521	239.391	259.404	174.428
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	-710.546	-743.008	-952.339	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	-246.000	-280.000	-407.000	n.c
taxa			2,8884	2,6536	2,3399	
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	425.752	545.905	689.197	838.075	924.094	961.393
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	55.862	36.644	-936	46.005	55.170	87.509
(-) despesas não recorrentes						
variação cambial e monetária e amort. da variação cambial diferida classific. c/ despesas operac.	395.602	2.904.160				
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.543.716	2.040.702	2.772.407	4.612.013	4.622.407	3.616.366
depreciação DOAR e DFC	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais	sem DFC na CVM
b)						
Lucro bruto	1.701.992	2.417.315	3.139.870	4.802.325	4.569.324	3.051.584
(+) depreciação e amortização	425.752	545.905	689.197	838.075	924.094	961.393
(-) despesas gerais e administrativas	-246.386	-312.609	-274.443	-348.101	-322.511	-376.476
(-) despesas com vendas	-183.047	-374.404	-553.004	-503.433	-577.226	-476.343
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.698.311	2.276.207	3.001.620	4.788.866	4.593.681	3.160.158
outras receitas/ despesas operacionais	-154.595	-235.505	-229.213	-176.853	28.726	456.208
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
Em 01/02 as VMC e a amortização da VC diferida foram classificadas no grupo de outras receitas/ despesas operacionais ao invés do grupo do resultado financeiro						
Despesas financeiras de 2002 reclassificadas em 2003 em função da reclassificação da VMC e amortiz. da VC para o grupo das despesas Financeiras						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras (incluindo as VMC classif.em despesas op	1,76	0,57	11,09	5,22	3,60	4,09
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido (incluindo as VMC classif.em despesas operac	2,03	0,91	2,68	5,00	6,07	4,02
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras*, deduzidas das VMC da DOAR	1,69	1,00	3,91	3,81	2,43	3,49
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras*, deduzidas das VMC da DFC	2,02	7,93	2,46	3,32	2,11	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c.	n.c.	3,90	6,21	4,85	n.c

* incluindo as VMC classif.em despesas operacionais

Usiminas - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	-8.352	-658.127	1.828.381	4.516.962	5.016.289	3.378.395
(+) despesas financeiras	1.276.095	2.671.790	851.445	768.868	666.197	331.803
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-1.276.095	-2.671.790	-851.445	-768.868	-666.197	-331.803
Receitas financeiras	228.915	536.375	-14.762	130.114	114.221	185.502
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-1.505.010	-3.208.165	-836.683	-898.982	-780.418	-517.305
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
variação cambial e monetária da DOAR /em 2001/2/ encargos do exigível a longo prazo	655.861	1.221.675	151.992	16.259	-58.057	-75.157
variação cambial e monetária da DFC	n.c.	2.525.838	520.748	720.840	583.966	399.027
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c.	n.c.	354.091	394.004	540.037	650.002
despesas com juros - notas explicativas	n.c.	n.c.	-657.912	-496.825	-341.038	-281.369
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Financial expenses USGAAP em USD	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	401.825	476.113	502.746	543.331	680.192	687.784
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	-135.622	-83.842	-115.711	-327.065	-922.964	-150.171
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.533.946	2.405.934	3.066.861	5.502.096	5.439.714	4.247.811
depreciação DOAR e DFC	Não tem DFC	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	1.487.503	2.356.369	3.100.327	5.572.052	5.415.361	4.267.646
(+) depreciação e amortização	401.825	476.113	502.746	543.331	680.192	687.784
(-) despesas gerais e administrativas	-178.103	-197.884	-222.389	-245.668	-258.603	-280.803
(-) despesas com vendas	-118.180	-161.264	-178.220	-241.393	-231.310	-264.125
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.593.045	2.473.334	3.202.464	5.628.322	5.605.640	4.410.502
outras receitas/ despesas operacionais	-59.099	-67.400	-135.603	-126.226	-165.926	-162.691
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
DRE de 2003 alt em 2004						
DRE de 2004 alt em 2005						
Índice de cobertura de juros						
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	1,02	0,75	3,67	6,12	6,97	8,21
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	1,20	0,90	3,60	7,16	8,17	12,80
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,81	1,21	4,48	6,23	6,49	7,17
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c.	3,53	9,71	30,89	27,69	35,91
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c.	n.c.	4,66	11,07	15,95	15,10
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.

Vicunha - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	134.534	-1.077.291	715.927	2.385.159	2.622.937	1.613.493
(+) despesas financeiras	914.669	2.597.741	1.359.987	1.340.178	1.038.414	948.752
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-914.669	-2.597.741	-1.359.987	-1.340.178	-1.038.414	-948.752
Receitas financeiras	118.104	1.337.665	-778.419	-31.498	527.593	-6.436
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-1.032.773	-3.935.406	-581.568	-1.308.680	-1.566.007	-942.316
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	-3.053.925	676.395	133.904	106.945	471.707
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR / Variação a longo Prazo	-38.092	1.790.673	-222.611	-180.321	-594.303	-152.243
variação cambial e monetária da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	425.752	545.905	689.197	838.075	924.094	961.394
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	55.862	36.644	-936	46.005	26.784	87.509
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.530.817	2.102.999	2.764.175	4.609.417	4.612.229	3.611.148
depreciação DOAR e DFC	Não tem DFC	Não tem DFC	Não tem DFC	Não tem DFC	Não tem DFC	Não tem DFC
b)						
Lucro bruto	1.701.992	2.417.315	3.139.870	4.802.325	4.569.324	3.051.584
(+) depreciação e amortização	425.752	545.905	689.197	838.075	924.094	961.394
(-) despesas gerais e administrativas	-252.361	-313.037	-274.888	-348.553	-324.584	-378.741
(-) despesas com vendas	-183.047	-374.404	-553.004	-503.433	-577.226	-476.343
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.692.336	2.275.779	3.001.175	4.788.414	4.591.608	3.157.894
outras receitas/ despesas operacionais	-161.519	-172.780	-237.000	-178.997	20.621	453.254
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
Em 2003 alterado o valor de Variações a longo prazo de 2002						
Índice de cobertura de juros						
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	1,48	0,53	4,75	3,52	2,95	3,83
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	1,67	0,81	2,03	3,44	4,44	3,81
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,43	0,98	3,44	3,10	2,13	3,30
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

AES Tietê - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	45.005	-4.086	296.410	419.746	810.931	919.397
(+) despesas financeiras	223.607	379.898	251.155	293.214	64.219	110.598
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-223.607	-379.898	-251.155	-293.214	-64.219	-110.598
Receitas financeiras	28.382	45.706	16.048	35.199	102.040	88.825
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-251.989	-425.604	-267.203	-328.413	-166.259	-199.423
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	-128.935	-294.445	-125.005	-170.809	-6.068	-41.393
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR /Variação monetária/cambial - longo prazo	118.032	292.877	109.386	167.252	-4.039	38.570
variação cambial e monetária da DFC	115.010	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	40.500	24.000	45.500	43.000	44.000	37.242
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	62.843	63.285	64.193	63.574	63.930	66.828
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0	0
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	331.455	439.097	611.758	776.534	939.080	1.096.823
depreciação DOAR e DFC	Não tem DFC cons	Não tem DFC cons	Não tem DFC cons	Não tem DFC cons	Não tem DFC cons	Não tem DFC na CVM
b)						
Lucro bruto	268.612	375.812	547.565	745.559	908.098	1.070.273
(+) depreciação e amortização	62.843	63.285	64.193	63.574	63.930	66.828
(-) despesas gerais e administrativas				-27.062	-27.196	-34.053
(-) despesas com vendas						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	331.455	439.097	611.758	782.071	944.832	1.103.048
outras receitas/ despesas operacionais	0	0	0	-5.537	-5.752	-6.225
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
2001 apenas dados não consolidados. Consolidados a partir de 2002						
2002,2003,2004 e 2005 somente DFC controladora. Não há DFC dados consolidados						
DRE de 2003 alterado em 2004 (custos e despesas)						
DRE de 2004 alterado em 2005 (custos e despesas)						
DRE de 2005 alterado em 2006 (receitas e despesas financeiras, porém sem afetar RFL)						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	1,32	1,03	2,29	2,36	5,65	5,50
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	1,48	1,16	2,44	2,65	14,62	9,92
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	2,47	3,31	3,88	4,82	5,51	6,82
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	2,42	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

CEMIG - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	741.778	-89.997	1.561.556	1.401.161	1.890.649	2.120.955
(+) despesas financeiras	92.506	395.460	-585.090	-228.990	-631.808	49.674
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-92.506	-395.460	585.090	228.990	631.808	-49.674
Receitas financeiras	513.563	867.203	1.114.306	1.076.262	1.706.176	1.392.274
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-606.069	-1.262.663	-529.216	-847.272	-1.074.368	-1.441.948
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR / Juros e variações Monet.de Longo Prazo	-136.537	215.721	-916.077	-881.404	-979.068	-392.919
variação cambial e monetária da DOAR / Juros e Variações Monetárias - Longo Prazo	-136.537	215.721	-916.077	-881.404	-979.068	-392.919
Juros sobre capital próprio na DRE	103.000	220.000	250.000	510.000	635.000	169.067
Juros sobre capital próprio nas N.E.	103.000	220.000	250.000	510.000	635.000	169.067
despesas com juros - notas explicativas (encargos)	-266.635	-279.731	-389.195	-423.582	-630.847	-951.910
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	516.348	550.513	570.193	583.652	594.598	672.257
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0	0
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.453.632	1.075.976	1.796.659	2.265.823	2.488.439	3.011.953
depreciação DOAR e DFC	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	4.589.771	5.118.662	5.623.317	2.277.665	2.316.149	2.720.055
(+) depreciação e amortização	516.348	550.513	570.193	583.652	594.598	672.257
(-) despesas gerais e administrativas	-3.724.278	-4.593.199	-4.396.851	-169.969	-208.217	-72.246
(-) despesas com vendas	0	0	0	-311.073	-119.930	-152.719
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.381.841	1.075.976	1.796.659	2.380.275	2.582.600	3.167.347
outras receitas/ despesas operacionais	71.791	0	0	-114.452	-94.161	-155.394
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
DRE de 2001reclassificado em 2002						
Juros e VM LP da DOAR de 2002 reclassificado na DOAR de 2003 (basicamente despesas operacionais)						
DRE de 2003 reclassificado em 2004 (alteração de metodologia de apuração de custos e despesas)						
DRE de 2005 reclassificado em 2006 (alteração de metodologia de apuração de custos e despesas, inclusive financeiras)						
Índice de cobertura de juros						
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	2,40	0,85	3,39	2,67	2,32	2,09
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	15,71	2,72	RFL posit	RFL posit	RFL posit	60,63
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	1,96	1,03	1,24	1,31	1,21	1,64
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	1,96	1,03	1,24	1,31	1,21	1,64
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	5,45	3,85	4,62	5,35	3,94	3,16
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

CESP - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	-1.223.560	-3.407.266	1.154.311	195.738	-29.066	-73.403
(+) despesas financeiras (incluindo as VMC classif.em despesas operacionais)	598.262	733.212	906.534	763.531	732.044	889.298
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-598.262	-733.212	-906.534	-763.531	-732.044	-889.298
Receitas financeiras	154.018	173.150	183.478	121.296	120.283	145.288
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio) e (incluindo as VMC classif.em despesas operacionais)	-752.280	-906.362	-1.090.012	-884.827	-852.327	-1.034.586
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	-1.240.071	-3.581.930	1.179.538	-52.396		
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	n.c	775.891	336.184
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	n.c	-635.819	-498.100
variação cambial e monetária da DOAR / Variações Monetárias/Cambiais de L. Prazo	970.103	3.173.514	-804.247	-204.899	-282.604	304.983
variação cambial e monetária da DFC / Variação monetária e cambial de itens do longo prazo	970.103	3.173.514	-804.247	-204.899	-322.226	324.321
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
despesas com juros - notas explicativas (encargos da dívida)	-598.912	-675.478	-788.767	-738.898	-687.689	-635.322
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	408.298	437.667	461.914	475.633	478.941	480.657
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0	0
(-) despesas não recorrentes						
variação cambial e monetária classificada como despesas operacionais	1.240.071	3.581.930	-1.179.538	52.396	-140.072	
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.023.071	1.345.543	1.343.221	1.487.298	1.041.847	1.296.552
depreciação DOAR e DFC	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	614.773	907.876	894.973	994.188	836.467	1.030.795
(+) depreciação e amortização	408.298	437.667	461.914	475.633	478.941	480.657
(-) despesas gerais e administrativas			-13.666	17.477	-273.561	-214.900
(-) despesas com vendas						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.023.071	1.345.543	1.343.221	1.487.298	1.041.847	1.296.552
outras receitas/ despesas operacionais	0	0	0	0	0	0
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
Na CVM as variações monetárias e cambiais foram classificadas no grupo de outras receitas/ despesas operacionais ao invés do grupo do resultado financeiro						
DRE de 2002 reclassificada em 2003 (basicamente resultado financeiro e despesas operacionais)						
DRE de 2003 reclassificada em 2004 (basicamente resultado financeiro e despesas operacionais)						
DRE de 2004 reclassificada em 2005 (Custos, resultado financeiro e despesas operacionais) e DFC						
DRE de 2005 reclassificada em 2006 (Custos, resultado financeiro e despesas operacionais) e VMC de despesas operacionais para despesas financeiras						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras (incluindo as VMC classif.em despesas operacionais)	0,51	0,30	desp.financ.pos	1,59	1,22	1,25
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido (incluindo as VMC classif.em despesas operacionais)	0,56	0,31	RFL posit	1,82	1,42	1,46
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras*, deduzidas das VMC da DOAR	1,00	1,02	1,88	1,30	0,92	1,78
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras*, deduzidas das VMC da DFC	1,00	1,02	1,88	1,30	0,89	1,83
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	1,71	1,99	1,70	2,01	1,51	2,04
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

* incluindo as VMC classif.em despesas operacionais

COPEL - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	651.638	-338.775	273.995	600.182	727.647	1.837.223
(+) despesas financeiras	73.730	419.285	-146.741	2.806	78.485	-240.017
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-73.730	-419.285	146.741	-2.806	-78.485	240.017
Receitas financeiras	222.398	349.330	322.620	415.913	396.279	729.203
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-296.128	-768.615	-175.879	-418.719	-474.764	-489.186
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	74.961	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	-149.723	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DOAR/ Variações Monetárias de L.Prazo Líquidas	43.359	256.426	-227.450	9.646	-38.942	-14.751
variação cambial e monetária da DFC (CVM)/	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	-14.751
variação cambial e monetária da DFC (Demonstrativos do site da empresa)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	-14.751
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	170.000	170.000	42.584	96.061	122.995	123.000
despesas com juros - notas explicativas (encargos de dívidas)	n.c	-188.851	-209.273	-154.580	-217.787	-289.101
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	284.466	282.390	292.342	308.910	328.906	372.395
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	-26.722	29.522	-31.730	-1.685	13.468	6.187
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	983.112	392.422	387.866	910.213	1.148.506	1.975.788
depreciação DOAR e DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	não tem DFC	iguais
b)						
Lucro bruto	698.646	315.444	95.524	601.303	819.600	2.423.399
(+) depreciação e amortização	284.466	282.390	292.342	308.910	328.906	372.395
(-) despesas gerais e administrativas	0	0	0	0	0	-319.808
(-) despesas com vendas	0	0	0	0	0	-83.368
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	983.112	597.834	387.866	910.213	1.148.506	2.392.618
outras receitas/ despesas operacionais		-205.412	0	0	0	-416.830
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
DRE de 2001 alterada em 2002 (custo e despesas operacionais)						
DRE de 2002 alterada em 2003 (despesas financeiras)						
DRE de 2003 alterada em 2004 (basicamente totalmente reclassificado)						
DRE de 2004 alterada em 2005 (custos, despesas e receitas financeiras)						
DRE de 2005 alterada em 2006 (custos, despesas operacionais e despesas financeiras)						
Índice de cobertura de juros						
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	3,32	0,51	2,21	2,17	2,42	4,04
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	13,33	0,94	RFL posit	324,38	14,63	RFL posit
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	3,89	0,77	0,96	2,23	2,24	3,92
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	3,92
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	2,08	1,85	5,89	5,27	6,83
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

ELETROBRÁS - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	5.098.147	4.521.143	923.426	2.739.992	1.784.720	1.873.339
(+) despesas financeiras	1.917.786	1.992.760	7.286.799	3.546.782	3.487.845	3.426.865
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-1.917.786	-1.992.760	-7.286.799	-3.546.782	-3.487.845	-3.426.865
Receitas financeiras	0	0	2.705.060	3.348.612	3.549.073	2.965.089
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-1.917.786	-1.992.760	-9.991.859	-6.895.394	-7.036.918	-6.391.954
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	1.752.326	6.067.992	-3.696.496	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	n.c	n.c	n.c	549.644	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	n.c	n.c	n.c	-2.853.431	-2.492.516	-2.365.542
variação cambial e monetária da DOAR / Variação Monetária Líquida - L. Prazo	-1.408.741	-5.682.285	1.466.462	-311.353	812.193	1.870.503
variação cambial e monetária da DFC (CVM)/	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária da DFC (Demonstrativos do site da empresa) / Variações monetárias líquidas de longo prazo				-311.353	812.193	1.870.503
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
despesas com juros - notas explicativas (encargos da dívida)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	2.284.554	3.721.158	1.857.656	1.911.996	1.957.124	2.006.805
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	-52.948	651.130	-191.905	-183.320	-582.858	-361.667
(-) despesas não recorrentes						
variação cambial e monetária classificada como despesas operacionais	-1.752.326	-6.067.992				
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	7.495.213	4.818.199	9.875.976	8.015.450	6.646.831	6.945.342
depreciação DOAR e DFC	sem DFC na CVM	sem DFC na CVM	sem DFC na CVM	sem DFC na CVM	sem DFC na CVM	sem DFC na CVM
b)						
Lucro bruto	17.779.180	19.338.160	19.373.409	19.912.647	20.776.501	19.635.533
(+) depreciação e amortização	2.284.554	3.721.158	1.857.656	1.911.996	1.957.124	2.006.805
(-) despesas gerais e administrativas	-13.197.104	-17.031.872	-10.906.647	-13.007.176	-15.026.454	-13.491.764
(-) despesas com vendas						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	6.866.630	6.027.446	10.324.418	8.817.467	7.707.171	8.150.574
outras receitas/ despesas operacionais	628.583	-1.209.247	-448.442	-802.017	-1.060.340	-1.205.232
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
Em 2001 e 2002 (na CVM) as VMC foram classificadas no grupo de outras rec./desp.operac.ao invés de no resultado financeiro. Nos demont. Public.no site da empresa, constam como desp.finan.						
DRE de 2002 reclassificada em 2003 (resultado financeiro e despesas operacionais)/DOAR (depreciações e VMC)						
DRE de 2003 reclassificada em 2004 (Custos, resultado financeiro e despesas operacionais)						
DRE de 2004 reclassificada em 2005 (resultado financeiro e despesas operacionais)						
Valor de variação cambial e monetária da DFC de 2004 obtida da DFC de 2005						
DRE de 2005 reclassificada em 2006 (custos e despesas operacionais)						

Índice de cobertura de juros

Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras (incluindo as VMC classif.em despesas op.	45,30	desp.financ.pos	0,99	1,16	0,94	1,09
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido (incluindo as VMC classif.em despesas operac	45,30	RFL posit	1,36	2,26	1,91	2,03
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras*, deduzidas das VMC da DOAR	4,76	3,00	1,16	1,11	1,07	1,54
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras*, deduzidas das VMC da DFC	n.c	n.c	n.c	1,11	1,07	1,54
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

TRACTEBEL - dados consolidados - demonstrativos da CVM	Fluxo de caixa operacional					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
a)						
Lucro operacional	813.042	-343.028	657.822	864.070	1.100.495	1.223.992
(+) despesas financeiras	326.899	723.105	35.693	176.556	102.432	156.208
Resultado financeiro líquido (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-326.899	-723.105	-35.693	-176.556	-102.432	-156.208
Receitas financeiras	22.506	25.764	78.245	73.771	139.086	107.666
Despesas financeiras (exclusive Juros sobre Capital Próprio)	-349.405	-748.869	-113.938	-250.327	-241.518	-263.874
variação cambial e monetária do DRE (líquidas)	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
variação cambial e monetária do DRE (receitas)	10.588	1.352	4.139	3.890	20.763	17.814
variação cambial e monetária do DRE (despesas)	-151.536	-512.684	218.725	53.996	130.569	25.334
variação cambial e monetária da DOAR / Variação Monetária de Longo Prazo	98.789	473.355	-161.212	-32.618	-112.838	-15.175
variação cambial e monetária da DFC / Variação Monetária de Longo Prazo	n.c	473.355	-161.212	-32.618	-35.551	9.425
Juros sobre capital próprio na DRE	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Juros sobre capital próprio nas N.E.	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
despesas com juros - DRE (encargos da dívida)	-169.986	-193.537	-226.536	-188.150	-161.567	-147.871
despesas com juros - notas explicativas	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
Financial expenses USGAAP em USD	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
taxa						
cheque	0	0	0	0	0	0
(+) depreciação	172.026	189.877	206.329	223.487	208.108	208.364
(+/-) amortização de ágio ou deságio						
(+) outras amortizações						
(+/-) resultado da equivalência patrimonial	556	0	254	0	0	6.446
(-) despesas não recorrentes						
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.312.523	569.954	900.098	1.264.113	1.411.035	1.595.010
depreciação DOAR e DFC	Não tem DFC	iguais	iguais	iguais	iguais	iguais
b)						
Lucro bruto	1.221.688	509.066	951.351	1.368.085	1.564.068	1.624.140
(+) depreciação e amortização	172.026	189.877	206.329	223.487	208.108	208.364
(-) despesas gerais e administrativas	-67.864	-99.825	-42.580	-194.047	-196.345	-133.300
(-) despesas com vendas	-13.327	-29.164	-215.002	-133.412	-164.796	-210.149
(=) Lucro antes dos impostos, juros, depreciações e amortizações – Lajida (Ebitda)	1.312.523	569.954	900.098	1.264.113	1.411.035	1.489.055
outras receitas/ despesas operacionais	0	0	0	0	0	105.955
cheque	0	0	0	0	0	0
Observações						
DOAR E DFC de 2004 reclassificada em 2005 (depreciações e Variação monetária líquida)						
DOAR E DFC de 2003 reclassificada em 2004 (depreciações)						
DRE de 2005 alterada em 2006 (custos, despesas operacionais e variações monetárias e cambiais)						

Índice de cobertura de juros						
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras	3,76	0,76	7,90	5,05	5,84	6,04
Fluxo operacional de caixa / resultado financeiro líquido	4,02	0,79	25,22	7,16	13,78	10,21
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DOAR	5,24	2,07	3,27	4,47	3,98	5,72
Fluxo operacional de caixa / total das despesas financeiras, deduzidas das VMC da DFC	n.c	2,07	3,27	4,47	5,09	6,27
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros	7,72	2,94	3,97	6,72	8,73	10,79
Fluxo operacional de caixa / Despesas com juros U.S. GAAP convertida para Reais	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c

APÊNDICE 23

Evolução do *rating* concedidos pelas agências para as empresas da amostra

Empresas da amostra da pesquisa	2003			2006		
	Moody's	S&P	Grau de risco	Moody's	S&P	Grau de risco
	Rating na escala nacional – longo prazo					
Aracruz	Baa3	BBB-	Grau especulativo risco aceitável	Aa1	AAA	Grau de Investimento Risco modesto/mínimo
Klabin	-	BB	Grau especulativo risco aceitável com cautela	Não há	AA-	Grau de Investimento Risco modesto
VCP	-	-	-	-	BBB- (*)	Grau de Investimento Risco aceitável
Gerdau	-	-	-	-	AA+	Grau de Investimento Risco modesto
CSN	Ba2	-	Grau especulativo risco aceitável com cautela	Aa3	-	Grau de Investimento Risco modesto
Usiminas	B2	-	Grau especulativo risco atenção	Ba2 (*)	-	Grau especulativo aceitável com cautela
Cemig	B1	-	Grau especulativo risco atenção	Baa2	-	Grau de Investimento Risco aceitável
Cesp	-	-	-	-	BB	Grau especulativo aceitável com cautela
Copel	Ba2	-	Grau especulativo risco aceitável com cautela	A3	-	Grau de Investimento Risco médio
Eletrobrás	-	-	-	-	BB+ (*)	Grau especulativo aceitável com cautela

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da Moody's e Standard & Poor's

(*) Rating escala global