

Risco não deve ser evitado. Deve ser entendido e gerenciado.

Pedro Geyerhahn | Founder & Managing Partner, 0xRisk

Risco é parte do negócio

A palavra “risco” frequentemente carrega uma conotação negativa. Em muitas empresas, gerenciar risco ainda é interpretado como reduzir exposição, evitar volatilidade e impedir que algo dê errado. Mas uma companhia que tentasse eliminar todos os riscos provavelmente eliminaria junto boa parte das oportunidades de criar valor.

Conceder crédito envolve risco. Investir envolve risco. Manter estoque envolve risco. Comprar uma empresa, financiar-se, contratar pessoas, lançar um produto, operar em outro país ou decidir não fazer nada também envolve risco. O objetivo, portanto, não é eliminar risco. É saber quais riscos a empresa está assumindo, por quê, em que quantidade, por quanto tempo e quem responde por eles.

Essa visão é coerente com frameworks internacionais. A ISO 31000 trata a gestão de riscos como parte da governança, da estratégia, do planejamento e da tomada de decisão; o COSO conecta Enterprise Risk Management diretamente à estratégia e à performance. A OECD vai ainda mais direto ao ponto: assumir risco é uma força fundamental do empreendedorismo, mas falhas de gestão de risco podem destruir valor de forma muito maior do que normalmente se imagina.^{[1][2][3]}

Minha própria relação com Risk Management começou muito antes de eu utilizar esse termo de forma estruturada.

Mais sorte que juízo: minha primeira grande lição de risco

Em julho de 1994, eu tinha pouco mais de um ano de experiência profissional na área financeira e trabalhava como analista financeiro na Latasa, uma joint venture industrial multinacional no Brasil. A companhia tinha parte relevante de seu passivo em dólares — financiamentos de importação de curto prazo e dívidas de longo prazo — enquanto praticamente toda a liquidez disponível estava aplicada em instrumentos locais pós-fixados, vinculados ao CDI.

Era um descasamento cambial relevante. Mas, à época, a exposição simplesmente não era medida como um risco consolidado.

O contexto tornou a experiência inesquecível. O Plano Real havia introduzido a URV em março de 1994 e, em 1º de julho, R\$1 passou a equivaler a uma URV. Naquele primeiro dia, a taxa de venda do dólar foi de R\$1,00. No último dia útil de julho estava em R\$0,94; em 31 de agosto, R\$0,889; e em 30 de setembro, R\$0,853.^{[4][5]} Em outras palavras, em poucos meses o real se apreciou de maneira extraordinária frente ao dólar.

Para uma empresa com ativos financeiros em moeda local e passivos em dólares, esse movimento produziu um enorme ganho cambial. Nos relatórios preparados em US GAAP para o acionista estrangeiro, o efeito financeiro acumulado em aproximadamente três meses ficou na ordem de US\$17 milhões, se não me falha a memória.

Foi um excelente resultado. Mas não foi resultado de uma decisão de risco deliberada, com limites pré-estabelecidos. Foi um resultado de uma exposição que não estava sequer adequadamente mapeada.

Quando executivos do acionista estrangeiro vieram ao Brasil para entender o que havia acontecido, a conclusão foi clara: a companhia havia ganhado muito dinheiro, mas poderia ter perdido na mesma proporção se o câmbio tivesse ido para o outro lado. A partir dali, a exposição passou a ser formalmente medida e foi instituída uma política de hedge cambial que, naquele contexto, protegia integralmente a exposição identificada.

Foi minha primeira grande aula de hedge. E talvez a melhor definição possível para o episódio seja uma expressão simples: mais sorte que juízo.

Um resultado positivo não transforma uma exposição desconhecida em uma boa decisão de risco.

Hedge não é sinônimo de “zero risco”

Nos anos seguintes, já como tesoureiro da Latapack-Ball, continuei lidando com câmbio em um ambiente industrial. A companhia operava no Brasil, mas parte importante de sua economia era referenciada ao dólar: matéria-prima importada, dívida externa e mecanismos comerciais de reajuste de preço. A questão já não era apenas “temos dívida em dólar?”, mas qual era a exposição econômica líquida depois de considerar receitas, custos, ativos, passivos e timing.

Mais tarde, na Cargill, entrei em um ambiente muito mais sofisticado. Em uma companhia global de commodities, câmbio, juros, crédito, liquidez e preços de commodities fazem parte do negócio todos os dias. Ali aprendi outra lição importante: uma boa política de risco não precisa necessariamente zerar toda exposição.

Dependendo do negócio, da capacidade de absorção de perdas e do mandato aprovado, uma tesouraria pode operar com posições controladas — long ou short — dentro de limites claramente definidos. O que transforma uma posição aberta em gestão de risco, e não em aposta, é a combinação de mandato, conhecimento da exposição, limites, governança, monitoramento e capacidade financeira para suportar cenários adversos.

Anos depois, participei de um time que revisou e implantou uma “Currency Exchange Risk Policy” para a Cargill global, aprovada pelo Financial Risk Committee. O trabalho recebeu internamente um CFO Award. Na China, onde fui responsável pela Tesouraria por três anos, a dinâmica cambial e regulatória tornou essa disciplina ainda mais concreta: risco precisava ser acompanhado quase continuamente e decisões de hedge ou de posicionamento dentro das políticas produziram resultados financeiros materiais.

A evolução da minha carreira fez com que Risk Management deixasse de significar apenas câmbio. Passei a trabalhar com risco de crédito e contraparte, juros, commodities, liquidez, seguros, fraude, operações, compliance, reputação e governança. Em outra fase, tive ainda responsabilidade global por programas corporativos de seguros. E, quanto mais diferentes os riscos se tornam, mais uma conclusão se repete: o maior problema raramente é o risco que todos enxergam. É o risco que está abaixo da superfície.

O iceberg corporativo

Indicadores financeiros e operacionais mostram apenas parte da exposição de uma empresa. A parcela mais perigosa muitas vezes está escondida em processos, cultura, incentivos, decisões não documentadas, dependência de pessoas-chave, sistemas, concentração de fornecedores, permissões de acesso, modelos de remuneração ou produtos financeiros que poucos compreendem integralmente.

Crises corporativas normalmente não aparecem completas de um dia para o outro. Elas se acumulam silenciosamente antes de se tornarem visíveis.

Por isso, mapear riscos por categoria é apenas o começo. Financeiro e liquidez; crédito; cambial e juros; commodities; tributário e regulatório; operacional e cadeia de suprimentos; jurídico; tecnologia e cibersegurança; fraude; compliance; governança; pessoas; reputação. A lista muda conforme o negócio e nunca estará realmente terminada.

Mais importante é entender as conexões. Um evento operacional pode virar problema reputacional. Uma fraude pode se transformar em crise de liquidez. Um risco tributário pode alterar covenants. Uma falha de tecnologia pode interromper faturamento. Uma decisão comercial aparentemente pequena pode concentrar crédito em uma contraparte. Risk Management precisa olhar o sistema, não apenas as caixas do organograma.

A ISO 31000 recomenda identificar, analisar, avaliar, tratar, monitorar e comunicar riscos de forma integrada à organização. O modelo das “Three Lines” do Institute of Internal Auditors também reforça a distinção entre quem assume e gerencia risco no negócio, quem dá suporte e monitora e quem fornece assurance independente.[1][6]

Quando “hedge” deixa de ser hedge

Poucos episódios brasileiros mostram tão bem o perigo de não compreender uma exposição quanto as perdas cambiais de grandes companhias em 2008.

Sadia e Aracruz Celulose eram empresas reais, operacionais, exportadoras e sofisticadas. Ambas utilizavam derivativos cambiais. O problema não era o uso de derivativos em si — derivativos são instrumentos fundamentais de gestão de risco. O problema surgiu quando estruturas alavancadas aumentaram a exposição para além daquilo que economicamente precisava ser protegido.

Na Sadia, a própria companhia informou posteriormente que as despesas financeiras relacionadas a derivativos atingiram cerca de R\$2,5 bilhões em 2008. A CVM abriu processo para apurar responsabilidades do diretor financeiro e de membros do Conselho de Administração relacionadas ao cumprimento e monitoramento da política financeira e às operações com derivativos.[7][8]

Na Aracruz, o Form 20-F referente a 2008 registrou perdas consolidadas em derivativos de aproximadamente US\$2,16 bilhões, com forte peso de operações Sell Target Forward e swaps com opções. A documentação da CVM descreveu questões relativas à extrapolação de limites da Política Financeira aprovada pelo Conselho e à divulgação insuficiente da dimensão dos riscos dessas estruturas.[9][10]

Produtos como target forwards e estruturas conhecidas no mercado como “duplo indexador” podiam oferecer uma taxa aparentemente atraente enquanto embutiam opções e alavancagem. Na prática, a empresa podia estar vendendo proteção ao banco, multiplicando sua posição vendida em dólar se determinado nível fosse rompido. Enquanto o mercado se movia

na direção esperada, o custo parecia menor e o resultado financeiro podia parecer inteligente. Quando o regime mudou, o risco oculto apareceu de uma vez.[11]

No caso da Sadia, as perdas com derivativos fizeram parte de um período de forte deterioração financeira; em 2009, seus acionistas aprovaram a combinação com a Perdigão, que resultou na BRF. Seria simplista dizer que os derivativos, sozinhos, “causaram” a transação. Mas seria igualmente errado ignorar o quanto uma exposição financeira mal dimensionada pode alterar rapidamente as opções estratégicas de uma empresa.[12]

A lição não é “derivativos são perigosos”. A lição é: um instrumento que ninguém consegue entender e explicar de forma simples provavelmente não deveria carregar uma exposição material no balanço.

Política, limite e apetite: quem pode perder quanto?

Risk Management começa a ficar real quando deixa de ser uma apresentação e passa a responder perguntas desconfortáveis.

Qual risco a companhia está disposta a assumir para atingir seus objetivos? Qual o máximo que pode perder sem comprometer liquidez, covenants ou reputação? Quem pode autorizar uma exceção? Em que momento uma exposição precisa ser escalada? Qual o limite por contraparte? O que acontece se correlações históricas desaparecerem? O que parece hedge em condições normais continua sendo hedge em cenário de estresse?

É aí que entra o conceito de risk appetite. O Conselho não precisa decidir cada hedge ou cada limite operacional, mas deve compreender e aprovar o perfil de risco que a companhia pretende carregar. Os princípios de governança da OECD colocam entre as responsabilidades do board justamente estabelecer apetite e cultura de risco e supervisionar os sistemas de gerenciamento, integrando-os à estratégia.[3]

A gestão, por sua vez, precisa transformar esse apetite em políticas, limites, responsáveis, indicadores e mecanismos de escalada. Uma política de câmbio precisa dizer mais do que “a empresa deve fazer hedge”. Deve definir o que é exposição, quais instrumentos são permitidos, horizontes, contrapartes, limites, exceções, marcação a mercado e responsabilidades. O mesmo vale para crédito, liquidez, commodities ou qualquer outra categoria relevante.

E nenhuma política substitui julgamento. Há momentos em que o risco correto é não fazer hedge. Outros em que é proteger 100%. Em outros, proteger gradualmente. O ponto é que a decisão seja consciente e compatível com a capacidade da empresa.

Do mapa à governança

Uma estrutura de Risk Management não precisa começar complexa. Em muitas companhias, o primeiro ganho vem de algo quase elementar: colocar as pessoas certas na mesma sala e perguntar quais eventos poderiam realmente destruir valor.

Um bom mapeamento identifica os riscos críticos, descreve exposição e impacto, atribui um owner e registra o plano de mitigação. Probabilidade e impacto ajudam a priorizar, mas não devem criar falsa precisão. Alguns riscos de baixíssima probabilidade merecem enorme atenção justamente porque podem ameaçar a continuidade do negócio.

Depois, é preciso acompanhar. Risco conhecido sem plano de ação continua sendo risco não gerenciado. Problemas que escalam antes de serem reportados, decisões sem rastreabilidade, áreas que não se comunicam e dependência excessiva de pessoas-chave são frequentemente causas de destruição de valor muito mais prosaicas do que um sofisticado modelo quantitativo.

Um Comitê de Riscos eficaz deve transformar o mapa em rotina: responsáveis claros, planos, indicadores, status, exceções e alertas para a administração e o Conselho. Em seus primeiros 90 dias, é mais importante identificar e priorizar as grandes exposições do que construir uma arquitetura perfeita. Entrevistar áreas-chave, definir owners, criar um painel executivo simples e estabelecer critérios de escalada costuma produzir muito mais valor do que dezenas de páginas de política que ninguém utiliza.

Transparência também faz parte da gestão de risco. Bancos, acionistas, clientes, fornecedores, auditores e colaboradores observam não apenas o problema, mas a capacidade da empresa de reconhecê-lo, reagir e comunicar o que está fazendo.

Risco monitorado vira decisão

Depois de mais de três décadas lidando com risco em diferentes empresas, países e funções, não vejo Risk Management como uma área cujo objetivo seja dizer “não”.

Sua função é permitir que a empresa diga “sim” sabendo exatamente ao que está dizendo sim.

Risco bem gerenciado pode gerar vantagem competitiva. Uma empresa que conhece sua capacidade de liquidez pode investir quando concorrentes recuam. Uma companhia que entende seu risco de crédito pode vender mais sem deteriorar a

carteira. Uma tesouraria que conhece exposição e limites pode tomar decisões de hedge com convicção. Um Conselho que enxerga riscos relevantes cedo pode escolher entre alternativas enquanto ainda existem alternativas.

Empresas resilientes não são as que evitam todos os riscos. São as que identificam cedo, entendem a exposição, escolhem conscientemente o que querem carregar, reagem rápido quando o cenário muda e governam melhor.

Risco ignorado vira surpresa.

Risco monitorado vira decisão.

Referências

- [1] ISO, ISO 31000:2018 — Risk management — Guidelines. Diretrizes para identificar, analisar, avaliar, tratar, monitorar e comunicar riscos e integrar a gestão de riscos à governança e à tomada de decisão.
- [2] COSO, Enterprise Risk Management — Integrating with Strategy and Performance, 2017. Framework que integra risco, estratégia e performance.
- [3] OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023, seção sobre responsabilidades do Conselho e supervisão de risk management e risk appetite.
- [4] Banco Central do Brasil, Plano Real. A URV foi utilizada entre março e junho de 1994 e convertida em R\$1,00 em 1º de julho de 1994.
- [5] Banco Central do Brasil, Sistema Gerenciador de Séries Temporais, série histórica da taxa de câmbio: R\$1,0000/US\$ em 1º jul. 1994; R\$0,9400 em 29 jul.; R\$0,8890 em 31 ago.; R\$0,8530 em 30 set.
- [6] The Institute of Internal Auditors, The IIA's Three Lines Model. Modelo de papéis complementares entre gestão do risco, funções de suporte/monitoramento e assurance independente.
- [7] Sadia S.A., resultados de 2008 arquivados na SEC: despesas financeiras relacionadas a derivativos de aproximadamente R\$2,5 bilhões em 2008.
- [8] Comissão de Valores Mobiliários, PAS nº 18/2008 — Sadia S.A. Processo sobre responsabilidades do Diretor Financeiro e membros do Conselho relacionadas ao cumprimento e monitoramento da política financeira e operações com derivativos.
- [9] Aracruz Celulose S.A., Form 20-F 2008 arquivado na SEC: perdas consolidadas em derivativos de aproximadamente US\$2,159 bilhões, incluindo Sell Target Forward e swaps com opções.
- [10] Comissão de Valores Mobiliários, PAS nº 16/2008 — Aracruz Celulose S.A. Documentos do processo tratam de exposição em Sell Target Forward, limites da Política Financeira aprovada pelo Conselho e divulgação dos riscos.
- [11] Silva, B.A.O.; Pinese, H.P., “A Crise Financeira Internacional (2008) e o Efeito dos Derivativos Cambiais: a operação de target forward da Aracruz Celulose”, RACEF/Fundace.
- [12] BRF Brasil Foods S.A. / Sadia S.A., Material Fact e Form 20-F: em 2009 os acionistas aprovaram a combinação de negócios pela qual a Sadia tornou-se subsidiária integral da BRF.