COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Processo Administrativo CVM nº RJ2013/7516
Reg. Col. nº 0599/2017

Interessado: Petróleo Brasileiro S.A

Assunto: Recurso contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas que determinou o refazimento e reapresentação das demonstrações financeiras padronizadas relativas ao exercício social findo em 31.12.2013, 31.12.2014 e 31.12.2015, bem como das correspondentes demonstrações intermediárias.

Diretor Relator: Henrique Balduino Machado Moreira

Relatório

I. Do Objeto e Origem

1. Trata-se de recurso interposto por Petróleo Brasileiro S.A. ("Petrobras" ou "Companhia") contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") que determinou o refazimento das demonstrações financeiras padronizadas relativas ao exercício social findo em 31.12.2013, 31.12.2014 e 31.12.2015, bem como a reapresentação dos formulários de informações trimestrais referentes aos segundo e terceiro trimestres de 2013 e aos anos de 2014, 2015 e 2016.

2. O presente processo foi instaurado nos termos do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco, em decorrência da divulgação pela Petrobras em 10.07.2013 de Comunicado ao Mercado informando o início do reconhecimento e mensuração de operações de hedge, denominada contabilidade de hedge. A Companhia divulgou que utilizaria setenta por cento de suas dívidas líquidas expostas à variação cambial para proteger cerca de vinte por cento das exportações por um período de sete anos (fls. 01).

II. Dos Fatos

II.1 – Da Primeira Manifestação da SEP - RA/SEP/GEA-5/Nº193/2013, de 20.12.2013 (fls. 255 a 260)

3. Após a divulgação do aludido Comunicado ao Mercado, a SEP requereu[1] da Petrobras e da PriceWaterhouseCoopers ("Price") – responsável pela auditoria das informações financeira da Petrobras, esclarecimentos –, informações e documentos relacionados ao novo procedimento contábil adotado pela Companhia (fls. 9 a 108 e 166 a 191).

4. Após examinar a documentação encaminhada, a SEP consignou que a Nota Técnica PLAFIN 01/2013, de 20.05.2013, relacionada à "*Adoção de Contabilidade de Hedge para Tratamento do Efeito da Variação Cambial nas Demonstrações Financeiras da Petrobras*", faz referência ao passivo líquido exposto à variação cambial da Companhia de R$99 bilhões, em 31.3.2013, e, considera novas captações em moeda estrangeira[2] que gerariam uma exposição cambial passiva total estimada em R$125 bilhões[3]para o final do segundo semestre de 2013.

5. Nos termos da Nota Técnica, essa exposição cambial poderia fazer com que uma pequena variação de 1% na taxa de câmbio *spot* causasse um resultado bruto de variação cambial de R$ 1,2 bilhão, dado o tratamento contábil adotado pela Companhia antes da aplicação da contabilidade de hedge.

6. Em sequência, a Nota Técnica apresenta dados projetados do Plano de Negócios e Gestão da Petrobras referentes a exportações e vencimentos de dívidas previstos para os anos seguintes e pondera que os dados de exportação projetados de menos de quatro anos seriam "*suficientes para equilibrar a exposição cambial entre receita futura em dólares e todo o passivo*". A esse respeito, tal documento destaca que:

> "essa proteção natural que as exportações futuras da Companhia trazem ao seu endividamento em dólares (e vice-versa) pode ser refletida nas demonstrações contábeis da Petrobras através da designação de uma relação de hedge entre ambos, com a aplicação da Contabilidade de

[1] OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-5/Nº 247/2013 (fl. 6); OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-5/Nº 284/2013, de 28.8.2013 (fls. 109 a 111).

[2] Em que pese ser utilizada a expressão "moeda estrangeira" de modo genérico, sem que seja especificada explicitamente, em diversos pontos da Nota Técnica, qual seria essa moeda estrangeira, o conjunto de informações nesta contido faz referência, em regra, ao dólar norte-americano, o que sugere que a análise apresentada na Nota Técnica considera, em sua integralidade, o dólar norte-americano quando faz referência à "moeda estrangeira".

[3] A somatória simples do saldo de R$ 99 bilhões com as novas captações de US$ 13,6 bilhões, convertidas pela cotação do dólar do dia 17.5.2013 (último dia útil antes da data da Nota Técnica), de R$ 2,0354/US$ (fl. 197), levaria a uma exposição cambial total de aproximadamente R$ 127 bilhões. A exposição cambial divulgada no 2º ITR/2013 da Companhia, descontado o efeito gerado pelas exportações futuras, é de aproximadamente R$ 136 bilhões (fl. 159).

> Hedge. Dessa forma, podemos concluir que o risco de variação na taxa de câmbio spot sobre o endividamento em dólares da Companhia é protegido naturalmente pela exposição inversa ao mesmo tipo de risco de suas exportações de petróleo e derivados".

7. A Contabilidade de Hedge teria sido então considerada como "*alternativa viável para eliminar os efeitos no resultado financeiro da Petrobras da exposição à variação na taxa de câmbio spot do seu endividamento em dólares, aproximando as demonstrações contábeis à realidade dos negócios da Companhia*", sendo ainda indicado que "*esse procedimento reduz a exposição cambial e a volatilidade do resultado financeiro da Petrobras sem necessidade de realização de novas transações*".

8. A Nota Técnica complementa sua análise apontando alternativas para a redução da exposição cambial, citando a utilização de instrumentos financeiros derivativos como "*uma alternativa para a redução do efeito cambial nos resultados financeiros, uma vez que as variações da remensuração da dívida seriam compensadas pela marcação a mercado do instrumento derivativo*", e a possibilidade de aumentar a proporção de endividamento em reais.

9. Por fim, a Nota Técnica apresenta a seguinte recomendação:

> "Adoção da Contabilidade de Hedge [....] para designação de passivos financeiros em dólares, inicialmente estimados em US$ 39,1 bilhões, como instrumentos de hedge do fluxo futuro de exportações da Companhia com prazo compatível com o prazo de vencimento médio da dívida, sendo permitida a utilização de maior volume de passivos até o limite da eliminação total da exposição líquida consolidada à variação cambial do resultado".

10. No que se refere às características da contabilidade de hedge descritas na Nota Técnica, a SEP destacou as informações a seguir transcritas:

- **"Instrumento de hedge:** instrumentos de dívida denominados em dólar;
- **Montante designado como instrumentos de hedge:** (i) parte dos saldos de principal das dívidas em US$ do sistema Petrobras (controladora); (ii) parte dos saldos de principal das dívidas em US$ do sistema Petrobras (consolidado); e (iii) parte dos saldos de nocionais dos contratos de venda a termo de dólar (Petrobras controladora);
- **Objeto de hedge**: parte da receita de exportação mensal de petróleo e derivados;
- **Montante designado como objeto de hedge:** valor acumulado dos primeiros volumes exportados a cada mês até o montante equivalente ao do instrumento de proteção;
- **Natureza do risco coberto:** variação cambial;
- **Especificação do risco coberto:** câmbio spot USD/BRL;
- **Tipo de relação de hedge:** fluxo de caixa.
- Inicialmente, previa-se cerca de 70% do total das dívidas líquidas expostas à variação cambial, protegendo cerca de 20% das exportações, por um período de 7 anos (vide Comunicado a Mercado, fl. 01).

- Com a aplicação da contabilidade de hedge, os ganhos ou perdas oriundos das dívidas em dólar e contratos a termo, provocados por variações cambiais, serão acumulados em conta do patrimônio líquido, afetando o resultado da Companhia somente à medida que as exportações forem realizadas (conforme dispositivos do Pronunciamento Técnico CPC 38).”

11. Para a SEP, não teria sido possível identificar na documentação relacionada à aplicação da contabilidade de hedge considerações a respeito da utilização de instrumentos financeiros derivativos para a cobertura do risco cambial nas exportações projetadas da Companhia, bem como outros estudos ou pareceres técnicos que teriam suportado a decisão da Companhia de iniciar a aplicação da contabilidade de hedge.

12. Além disso, a Companhia teria informado que designou passivos dolarizados que venceriam após o momento previsto para ocorrência das exportações que estariam sendo protegidas (fls. 35 a 40 e 44 a 49), ao passo que o item 75 do CPC 38 estabelece que “*a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge*”. Desta maneira, no entender da SEP, a Petrobrás poderia ter feito designações de hedge para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge, o que não seria permitido pelo mencionado CPC.

13. Diante da complexidade e relevância da matéria, inclusive em face dos fluxos financeiros em moeda estrangeira projetados, a SEP solicitou da Superintendência de Normas Contábeis (“SNC”) manifestação acerca da contabilidade de designação de hedge levada a efeito pelo Petrobras.

II.2 – Da primeira manifestação da SNC - MEMO/SNC/GNC/Nº13/2014, de 20.06.2014 (fls. 265 a 279)

14. A SNC verificou que, como resultado da adoção da contabilidade de hedge, o impacto das alterações cambiais sobre os instrumentos financeiros teria passado a ser reconhecido no patrimônio líquido e não mais no resultado. O efeito do novo procedimento contábil para as demonstrações trimestrais findas em 31.12.2013 teria sido o reconhecimento no patrimônio líquido de R$13,3 bilhões, a título de variação cambial passiva. Tal montante teria representado 58% do lucro líquido apurado pela Petrobras naquele ano.

15. Segundo a SNC, a norma que disciplina a matéria é o CPC 38 - Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração, que corresponde ao IAS 39 emitido pelo *International Accounting Standards Board* (“IASB”), e o item 88 do normativo seria exigente quanto aos requisitos necessários para a aplicação da contabilidade de hedge.

16. Como a Petrobras encaminhou a documentação suporte relativa à adoção da

contabilidade de hedge, a SNC examinou se o procedimento levado a efeito pela Companhia teria amparo nos requisitos previstos no CPC 38.

17. Após examinar a documentação, a SNC consignou[4] que *(a) a designação de contratos de dívida como instrumentos de hedge de fluxo de caixa de exportações altamente prováveis é* ***permitida*** *à luz da Deliberação CVM nº 604, de 19.11.2009; (b) a designação do objeto de hedge como um montante fixo em moeda estrangeira é permitido e praticado nas operações de hedge de fluxo de variação cambial de transações futuras altamente prováveis com a utilização de instrumentos financeiros não derivativos; e (c) o CPC 23 dá suporte normativo para a não consideração da transação com mudança de prática contábil, não sendo, portanto, necessária sua aplicação retrospectiva (fls. 278).*

18. Assim, a SNC concluiu que não existiria óbice ao procedimento contábil adotado pela Petrobras, porém, ressalvou os possíveis "*riscos de gerenciamento de resultados possibilitado pela permissividade do CPC 38 (IAS 39)*".

19. Por fim, a SNC recomendou à Petrobras a ampla divulgação em nota explicativa de sua exposição ao risco de variação cambial advindo do hedge natural existente entre suas importações e exportações.

II.3 – Da Segunda Manifestação da SEP - RA/SEP/GEA-5/Nº43/2016, de 28.07.2016 (fls. 375 a 396)

20. Em complemento a sua primeira manifestação, a SEP decidiu reavaliar o cumprimento pela Petrobras de todos os requisitos definidos no CPC 38, verificando especialmente os seguintes itens: *(i) Avaliação da efetividade de cobertura; (ii) Essência das estratégias de política de risco e hedge econômico; (iii) Exclusão dos efeitos do hedge accounting – diferimento da variação cambial; (iv) Demonstração da alta probabilidade da transação futura; e (v) Importadora líquida versus Exportadora líquida*.

a. Avaliação da efetividade de cobertura

21. A SEP revela que, de acordo com o item o CPC 38, a eficácia de hedge seria o grau segundo o qual as alterações no valor justo ou nos fluxos de caixa da posição coberta atribuíveis a um risco coberto seriam compensadas por alterações no valor justo ou nos fluxos de caixa do instrumento de hedge. Nos termos do Apêndice A, itens AG105 a AG113, do referido CPC, uma cobertura seria considerada como altamente efetiva apenas se as condições a seguir forem atendidas:

[4] MEMO/SNC/GNC/Nº13/2014, de 20.06.2014.

> "(a) no início do hedge e em períodos posteriores, espera-se que o hedge seja altamente eficaz em alcançar alterações de compensação no valor justo ou nos fluxos de caixa atribuíveis ao risco coberto durante o período para o qual o hedge foi designado; e (b) os resultados reais do hedge estão dentro do intervalo de 80 a 125%".

22. Considerando o modelo adotado pela Companhia, a área técnica observa que o montante dos fluxos de caixa das exportações futuras (objeto de hedge) é igual ao montante dos fluxos de caixa dos instrumentos de dívida (instrumento de hedge), mês a mês, para todo o período da relação de hedge (fls. 50 a 75).

23. Como o montante designado como objeto de hedge é "*o valor acumulado dos primeiros volumes exportados a cada mês até o montante equivalente ao do instrumento de proteção*", no sentir da SEP, a Companhia teria fixado as exportações futuras esperadas como um volume financeiro de dólares a serem recebidos ao invés de um volume físico a ser recebido, de sorte que esse volume financeiro seria equivalente ao montante do instrumento de hedge.

24. Dessa forma, qualquer alteração na taxa de câmbio teria impacto idêntico sobre as mudanças nos fluxos de caixa de ambos os componentes da relação de hedge designada, ou seja, a compensação entre a variação do instrumento de dívida e a variação financeira das exportações futuras seria sempre de 100%, o que resultaria em uma efetividade integral do hedge.

25. Entretanto, a SEP chama a atenção para o fato de que, ao testar a efetividade da relação de hedge, a Companhia teria considerado a mesma maturidade para o objeto de hedge e para o instrumento de hedge, enquanto as maturidades informadas na documentação não coincidem, conforme destacado às fls. 34 a 49.

26. Como exemplo das relações de hedge individuais, a SEP menciona que, na documentação enviada pela Petrobras, os vencimentos das dívidas seriam, em regra, posteriores aos períodos previstos para a realização das exportações. Isso aconteceria para praticamente todas as associações relatadas, com exceção daquelas em que contratos a termo teriam sido designados como instrumento de hedge (fls. 41 a 43). Nessas associações, os contratos a termo teriam vencimento anterior ao momento previsto para as exportações ocorrerem e teriam sido substituídos por instrumentos de dívida não derivativos (fls.45e 46).

27. Ainda que não se verifique na norma contábil exigência para que a data de vencimento do objeto de hedge coincida com aquela do instrumento de hedge, para a SEP, o descasamento de prazo teria o condão de gerar inefetividade para a relação de hedge. A

própria administração da Companhia teria informado na Nota Técnica que "*a efetividade do hedge deriva da compatibilidade dos principais termos do instrumento de hedge com os principais termos do objeto de hedge*".

28. Deste modo, a SEP inferiu que a Petrobras teria considerado a mesma maturidade para o objeto de hedge e instrumento de hedge no teste de efetividade, ao passo que as maturidades não teriam coincidido nas relações de hedge individuais.

29. Ao interpretar o item 75 do CPC 38, que em sua parte final estabelece que "*a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge*", a SEP asseverou que:

> "se o instrumento de hedge tiver vencimento posterior ao do objeto de hedge, ele não pode ser designado apenas para o período até que o objeto de hedge ocorra. Ademais, o instrumento de hedge não pode ser dividido em uma parte que é totalmente efetiva até a data de realização da exportação e uma parte que é excluída da designação, pois isso contrariaria a determinação do item 75 do CPC 38. Um instrumento de hedge, portanto, precisa ser designado para toda a sua duração".

30. Após trazer excertos de guias de auditoria sobre o tema, conforme destacado às fls. 381 a 383, a SEP destaca que o presente caso "*chama ainda mais atenção porque, já na designação inicial, as datas documentadas do objeto de hedge (exportações futuras) são, em sua maioria, anteriores ao vencimento do instrumento de hedge. Ou seja, considerando a documentação que formaliza a contabilidade de hedge da Petrobras, há evidências de que as relações de hedge não seriam válidas, tampouco efetivas, desde a designação inicial, pois, via de regra, o instrumento de hedge vence depois de ocorrida (faturada) a exportação, sendo utilizado somente para uma parte do período de tempo de sua duração*".

31. Instada a respeito do cumprimento do disposto no item 75 do CPC 38, a Petrobras afirmou que teriam sido designados formalmente como instrumentos de hedge proporções de instrumentos financeiros, e não partes do período de tempo de suas durações, em atendimento ao mencionado dispositivo.

32. Se por um lado a SEP concordou com a Companhia que teriam sido designadas proporções de instrumentos financeiros como instrumentos de hedge, conforme permitido pelo item 75 do CPC 38, de outro, entendeu que "*designar uma proporção do total do instrumento de hedge não significa dizer que a Companhia não precise observar, paralelamente, seu período de duração*".

33. Neste sentido, a SEP demonstra, por meio de exercício teórico baseado na documentação formal da Petrobras, que a efetividade retrospectiva de determinada relação de

hedge individual teria sido de 30%, em razão da designação de uma parte somente do período de tempo de duração da dívida dolarizada. Ao extrapolar o exercício para as demais relações de hedge, a SEP concluiu que essas associações teriam se mostrado inefetivas diante do descasamento dos principais termos do objeto e instrumentos de hedge.

34. Para a SEP, o instrumento de hedge não poderia ter sido dividido em uma parcela totalmente efetiva até a data de realização da exportação e uma parcela excluída da designação, pois os instrumentos de hedge designados pela Petrobras teriam vencimento após a data prevista para as exportações ocorrerem, em descumprimento ao item 75 do CPC 38.

b. Essência das estratégias de política de risco e hedge econômico

35. Segundo a SEP, a configuração da contabilidade de hedge aplicada ao caso concreto indica que os objetos de proteção seriam as exportações futuras e os passivos dolarizados constituiriam os instrumentos de proteção. Entretanto, de acordo com a Nota Técnica, a finalidade da adoção da contabilidade de hedge teria sido buscar proteção do risco oriundo de seus passivos cambiais e não de suas exportações futuras. Neste sentido, a SEP destaca pontos da Nota Técnica a seguir reproduzidos:

> em razão do acentuado aumento da exposição cambial do balanço patrimonial produzido pelo crescente endividamento da Companhia [....], o Planejamento Financeiro e Gestão de Riscos estudou alternativas que conduzam à redução do efeito das variações da taxa de câmbio spot no Demonstrativo de Resultado.
> considerando que grande parte de eventuais ganhos ou perdas cambiais sobre o endividamento em moeda estrangeira se efetiva no longo prazo, o risco de variação na taxa de câmbio spot na dívida da Companhia é naturalmente compensado pela exposição inversa no mesmo tipo de risco de suas exportações futuras de petróleo e derivados.
> O Plano de Negócios e Gestão da Petrobras projeta um fluxo consistente de exportações em valor mais que suficiente para compensar a exposição cambial da dívida vincenda [....].
> alternativa viável para eliminar os efeitos no resultado financeiro da Petrobras da exposição à variação na taxa de câmbio spot do seu endividamento em dólares, aproximando as demonstrações contábeis à realidade dos negócios da Companhia.

36. Para a área técnica, seria indispensável que a documentação referente à contabilidade de hedge tivesse incluído informações a respeito das práticas e políticas de gerenciamento dos riscos cambiais relativos às exportações. Segundo afirma, "*causa estranheza se falar de hedge accounting de fluxo de caixa de exportações futuras sem que, previamente, exista uma estratégia formalizada quanto à proteção econômica (hedge econômico) do risco cambial das exportações*".

37. A Política Corporativa de Gestão de Riscos da Petrobras consistiria em duas páginas

onde estariam relacionados aspectos genéricos sobre os "*riscos financeiro, tributário, regulatório, de mercado, [e] das operações de crédito, entre outros*". E, embora a Companhia tenha mencionado que adota uma filosofia de gestão integrada de riscos, a SEP não teria identificado outros aspectos relevantes à aplicação da contabilidade de hedge.

38. Em relação ao tema, a SEP afirmou que:

> a Companhia utiliza (via de regra) dívida em dólar como instrumento de hedge de exportações futuras, sem indicação, na documentação formal, de que essas dívidas foram (são) contraídas com o intuito de financiar ou proteger economicamente a exposição cambial de suas exportações.
> Ainda que a norma não vede a designação de instrumento de dívida em moeda estrangeira - previamente registrado na contabilidade - como instrumento de hedge, isso torna mais complexa a tarefa de associar os principais termos do objeto de hedge aos principais termos do instrumento de hedge, seja nas proporções necessárias (volumes) ou na maturidade do instrumento de hedge.
> Além do que, se não há propósito na contratação das dívidas para servir de hedge econômico, como é possível justificar, a partir delas, a aplicação do hedge accounting?
> Portanto, causa estranheza, à racionalidade da aplicação do hedge econômico, a forma como a operação foi estruturada pela Companhia.

c. Exclusão dos efeitos da contabilidade de hedge – diferimento da variação cambial

39. Com intuito de complementar a análise da adoção da contabilidade de hedge pela Petrobras, a SEP analisou retrospectivamente as relações de hedge em que contratos a termo teriam sido designados como instrumentos de hedge (fls. 41 a 43).

40. Para a área técnica, a Companhia teria designado relações de hedge de exportações previstas (i) de janeiro a setembro de 2015 com contratos a termo de liquidação prevista para maio de 2013 e (ii) de setembro de 2015 a março de 2016 com contratos de liquidação prevista para junho de 2013. Assim, contratos a termo estariam sendo liquidados antes do momento esperado para a realização das exportações.

41. Como a data da designação inicial pela Petrobras da contabilidade de hedge foi 20.05.2013, a SEP concluiu que os contratos a termo teriam sido liquidados apenas alguns dias depois da adoção da referida prática contábil, necessitando serem substituídos por outros instrumentos de hedge para que as relações de hedge a que teriam sido designados permanecessem válidas. A substituição do instrumento de hedge ("*rollover*") estaria prevista no item 101(a) do CPC 38.

42. Diante da expressiva depreciação cambial ocorrida entre maio e junho de 2013 e do

estabelecimento das relações de hedge, a SEP consignou que a Petrobras teria conseguido diferir os efeitos da depreciação cambial sobre a marcação a mercado dos contratos a termo para 2015 e 2016, uma vez que os instrumentos de hedge teriam deixado de impactar o resultado naquele primeiro momento para somente impactar quando da ocorrência da exportação futura.

43. Deste modo, a área técnica asseverou que a apreciação do dólar comercial entre as datas de contratação e de liquidação dos referidos instrumentos de hedge acarretou perdas provenientes da marcação a mercado dos contratos a termo que teriam sido mantidas no patrimônio líquido, não afetando o lucro do exercício de 2013.

44. Em função da adoção da contabilidade do hedge de fluxo de caixa, a SEP destacou que a Petrobras teria registrado lucro de cerca de R$23 bilhões em 2013 e contabilizado perda de aproximadamente R$13 bilhões na rubrica 'outros resultados abrangentes', constante do patrimônio líquido, o que teria aumentado o lucro da Companhia em R$8,3 bilhões. Em 2014 e 2015, a nova prática contábil teria gerado para a Petrobrás prejuízos de R$31,1 bilhões e R$75,8 bilhões respectivamente (fls. 330 e 331; 341 a 343 e 351 a 358).

45. A SEP registra a magnitude dos efeitos da contabilidade de hedge no resultado da Petrobras e ressalva que as relações de hedge estabelecidas pela Companhia não teriam atendido aos critérios estabelecidos pelas normas contábeis.

d. Demonstração da alta probabilidade da transação futura

46. A SEP destaca que o item 88(c) do CPC 38 teria estabelecido que uma transação prevista objeto de hedge de fluxo de caixa deveria ser "altamente provável", o que, de acordo com a terminologia do IFRS, significaria "mais provável do que não". No contexto de uma transação estimada, o termo "altamente provável" indicaria uma probabilidade muito maior do que "mais provável do que não".

47. Assim, para a área técnica, a alta probabilidade de ocorrência de uma transação futura deveria ser suportada por fatos e circunstâncias observáveis e objetivos e não ser baseado "*somente nas intenções da administração*". A SEP entende que poderia ter sido utilizado, por exemplo, a frequência de transações similares feitas pela Petrobras.

48. Ao examinar a Nota Técnica a SEP identificou que a Companhia teria utilizado a série histórica das variações mensais das exportações (em US$) ocorridas entre janeiro de 2009 e dezembro de 2012 para demonstrar a alta probabilidade da transação futura (fl.75). Essa amostra teria sido dividida em *percentis*, tendo sido utilizado o '*percentil 10*' como parâmetro

para a Petrobras concluir que apenas 10% das variações mensais das exportações do período registraram queda superior a 27%.

49. Também de acordo com a Nota Técnica, a média projetada das exportações para o período compreendido entre junho de 2013 e março de 2020 teria sido de US$3,03 bilhões por mês, tendo a SEP concluído que, considerando o 'percentil 10', "*a Companhia teria avaliado que, somente 10% das ocorrências das exportações previstas ficariam abaixo de US$ 2,21 bi (US$ 3,03 * (100% - 27%))*". Assim, prossegue a área técnica, "*considerando que a relação de hedge foi designada para proteger cerca de 20% das exportações futuras - aproximadamente US$ 660 milhões (US$ 3,03 bi * 20%) - a Companhia concluiu como sendo altamente provável a probabilidade de ocorrência das exportações previstas*".

50. A esse respeito, a SEP destaca que, se, por um lado, o CPC 38 não define um método quantitativo específico para a elaboração dessa análise, cabendo a Companhia demonstrar a alta probabilidade da transação futura objeto do hedge de fluxo de caixa, de outro, ele requer que a Companhia desenvolva um método quantitativo apropriado e consistente com as suas políticas de gestão de risco.

51. Deste modo, a SEP entende que, "*considerando a complexidade do tema, o porte da Companhia, e a quantidade de variáveis que poderiam impactar o modelo de projeção das exportações futuras (tais como: preço do barril do petróleo; câmbio; capacidade de produção; etc), a análise de probabilidade da transação futura, elaborada pela Companhia, nos parece relativamente simplista*".

52. A partir das projeções anuais para as exportações de petróleo e derivados informados pela Petrobras às fls. 167, a SEP observa que para nenhum dos anos a média mensal das exportações projetadas teria se aproximado de US$3,03 bilhões por mês, o que lhe teria permitido concluir que a média mensal das exportações projetadas pela Companhia foi otimista.

53. De acordo com a SEP, os dados efetivos das exportações realizadas teriam se mostrado mais próximos da média histórica de janeiro de 2009 a dezembro de 2012, ou seja, de US$1,72 bilhões por mês, do que da projeção US$3,03 bi por mês descrita na Nota Técnica. Desta forma, "*parece que teria sido mais consistente, à contabilidade de hedge, a Companhia ter utilizado a média histórica das transações similares ocorridas no passado para demonstrar a alta probabilidade da transação futura*".

54. Ademais, prossegue a área técnica, teria havido divergência entre as exportações efetivamente realizadas e as exportações projetadas, pois a Companhia esperava incremento

nas exportações entre 2013 e 2015 e, em realidade, houve diminuição no volume financeiro das exportações no período. Esse mudança teria contribuído para o aumento do comprometimento de exportações futuras com as relações de hedge, que teria passado de 20% para 80%[5].

55. Para a SEP, a queda do preço do petróleo e derivados e o fato de a Petrobras ter fixado um volume financeiro para as exportações futuras a partir de um montante equivalente ao do instrumento de hedge teriam implicado num "*risco relevante à manutenção da alta probabilidade da transação futura*". Além disso, o período de tempo até que a transação prevista ocorra também deveria ter sido considerado na fixação da probabilidade de ocorrência, pois, quanto maior o tempo para a transação estimada menor a probabilidade de que ela possa ser considerada como altamente provável.

56. Diante disso, a área técnica afirma que, muito embora a norma não tenha delimitado um período de tempo para a aplicação da contabilidade de hedge, o prazo de sete anos adotado pela Petrobras "*seria um prazo ambicioso ao cumprimento integral e constante do critério relativo à alta probabilidade da transação prevista*". (...) "*Desta maneira, não nos parece que o modelo de projeção de exportações adotado pela Companhia, bem como os parâmetros definidos na análise da alta probabilidade da transação futuras, se mostraram consistentes com suas práticas de gestão de risco. Tampouco foram suficientes as evidências fornecidas para dar suporte à alta probabilidade das exportações futuras*".

57. A SEP então conclui que, com o passar do tempo, as exportações previstas teriam deixado de atender ao critério de alta probabilidade, o que obrigaria a Petrobras a descontinuar as relações de hedge prospectivamente, conforme itens 88(c) e 101(c) do CPC 38.

e. Importadora líquida *versus* exportadora líquida

58. Segundo a SEP, a Petrobras teria registrado déficits consecutivos em sua balança comercial entre 2013 e 2015, o que a tornaria uma importadora líquida de petróleo e derivados.

59. No que se refere a esse ponto, a SEP ressalta que, "*visto que a entidade avalia a eficácia de hedge comparando a alteração no fluxo de caixa de instrumento de hedge e do*

[5] De acordo com as informações fornecidas pela própria Companhia na nota explicativa nº 33.2(a) das demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo em 31.12.2015.

item coberto, comparar um instrumento de hedge com a posição líquida global, em vez de comparar com o item coberto específico, não dá origem à qualificação para contabilidade de hedge, conforme se verifica no item 84 do CPC 38".

60. De acordo com o item AG101 do CPC 38, "*o hedge de posição líquida global, em vez de uma posição coberta específica, não se qualifica para contabilidade de hedge. Contudo, praticamente o mesmo efeito sobre o resultado da contabilidade de hedge para esse tipo de relação de hedge pode ser alcançado designando como a posição coberta parte dos itens subjacentes. Por exemplo, se um banco tiver $ 100 de ativos e $ 90 de passivos com riscos e condições de natureza semelhante e colocar sob hedge a exposição líquida de $ 10, ele pode designar $ 10 desses ativos como a posição coberta*".

61. Entretanto, no caso concreto, "*não faria sentido designar como objeto de hedge parte da posição bruta exportada em montante equivale à posição líquida (exportações – importações), uma vez que, comprovadamente, a Companhia foi importadora líquida no período recente (desde o exercício em que adotou a contabilidade de hedge). Ou seja, não faria sentido econômico proteger uma posição líquida importadora por meio de dívidas dolarizadas*".

62. Desta forma, a área técnica da CVM concluiu que não haveria impedimento para que a Petrobras designasse parte do volume financeiro de suas exportações como item coberto sem considerar os efeitos das importações para sua posição líquida.

Conclusão

63. Pelo exposto, a SEP entendeu que a Petrobras não teria atendido integralmente os critérios na designação inicial da contabilidade de hedge, em função dos seguintes itens:

i. Ausência (na documentação que formaliza o hedge accounting) de informação a respeito das estratégias de gestão do risco cambial das exportações para levar a efeito o hedge, estando em desacordo com o item 88 (a) do CPC 38;
ii. Os termos principais do objeto de hedge e instrumento de hedge não coincidem, havendo indícios concretos de que as relações hedge não são efetivas (80% a 125%), tanto prospectivamente (no momento da designação inicial) quanto retrospectivamente, estando em desacordo com os itens 88 (b) e 88 (e) do CPC 38; e
iii. Utilização de somente parte do período de tempo de duração dos instrumentos de hedge, em descumprimento ao disposto no item 75 do CPC 38, de forma que as relações de hedge não são válidas na designação inicial.

64. Além disso, foram apontados indícios de que a transação prevista teria deixado de ser altamente provável, o que implicaria na descontinuidade da contabilidade de hedge prospectivamente, conforme estabelecem os itens 88 (c) e 101 (c) do CPC 38.

65. Por fim, a SEP solicitou da SNC nova manifestação acerca da contabilidade de designação de hedge levada a efeito pelo Petrobras, em razão dos novos elementos trazidos aos autos.

II.4 – Da segunda manifestação da SNC – MEMO/SNC/GNC/Nº04/2017, de 21.02.2017 (fls. 454 a 464)

66. Ao examinar as novas informações coligidas nos autos, a SNC registrou que teria identificado evidências relacionadas à ausência de essência econômica para a adoção do referido procedimento contábil, quais sejam, (a) a existência de importações líquidas, (b) utilização de instrumentos de dívida anteriores à relação de hedge e (c) efeitos práticos da contabilidade de hedge no caso concreto, cujos principais aspectos serão resumidos a seguir.

a. Existência de importações líquidas

67. Segundo a SNC, a Petrobras teria fluxo de importações de petróleo e derivados superior ao de exportações, estando na condição de importadora líquida (fl. 167). Deste modo, por já existir relação de hedge natural entre suas importações e exportações, a designação de dívidas em dólar como instrumento de hedge de exportações futuras quebraria a relação natural de hedge existente entre suas importações e exportações, aumentando o montante financeiro de importações futuras descobertas.

68. A SNC lembra que já teria se manifestado a respeito de tal possibilidade, em razão do que dispõe o item F.2.6, do *Implementation Guidance* do IAS 39[6], que não exigiria a redução do risco em toda a entidade para adoção da contabilidade de hedge.

69. Em que pese existir suporte à prática devido à interpretação favorável emitida pelo emissor internacional de normas contábeis, a SNC consigna que "*é deveras difícil entender a fundamentação lógico-econômica para se romper uma relação de hedge natural existente*

[6] *F.2.6 Relações de cobertura: risco em toda a entidade - Uma entidade possui um ativo de taxa fixa e um passivo de taxa fixa, cada um tendo o mesmo valor de principal. De acordo com os termos dos instrumentos, os pagamentos de juros sobre o ativo e o passivo ocorrem no mesmo período e o fluxo de caixa líquido é sempre positivo, pois a taxa de juros sobre o ativo excede a taxa de juros sobre o passivo. A entidade celebra um swap de taxa de juros para receber uma taxa de juros flutuante e pagar uma taxa de juros fixa sobre um valor nocional igual ao principal do ativo e designa o swap de taxa de juros com uma cobertura de valor justo do ativo de taxa fixa. A relação de cobertura se qualifica para contabilização de cobertura ainda que o efeito do swap de taxa de juros em toda a entidade seja criar uma exposição às mudanças na taxa de juros que anteriormente não existiam?* ***Sim. A IAS 39 não exige a redução de risco em toda a entidade como uma condição para a contabilização de cobertura. A exposição é avaliada com base na transação*** *e, nesse caso, o ativo que está sendo protegido possui uma exposição de valor justo aos aumentos na taxa de juros, que é compensada pelo swap de taxa de juros. (Grifos do original)*

entre importações e exportações e, por meio de designação de instrumentos de dívida como "proteção" de exportações, deixar grande parte das importações futuras da Companhia descobertas. A operação de "hedge" da companhia, em essência não tem o condão de reduzir riscos de exposição de exportações futuras altamente prováveis às variações cambiais, uma vez que a Companhia como importadora líquida de petróleo e derivados, não tem um fluxo de entrada de caixa líquido em dólares a ser protegido. Pelo contrário, possui um fluxo futuro de saída de caixa líquido em dólares".

70. A SNC pondera que tal característica teria se tornado ainda mais relevante num cenário no qual a documentação inicial previa a utilização da contabilidade de hedge para aproximadamente 20% a 30% das exportações futuras da Companhia e, na documentação mais atual, superaria 80% das exportações futuras altamente prováveis, deixando as importações da Petrobras ainda mais desprotegidas.

b. Utilização de instrumentos de dívida anteriores à operação de hedge

71. A SNC registra que, conforme documentado às fls. 20 a 53, "*a Companhia designa como instrumento de hedge de exportações futuras, dívidas em dólar anteriores à designação contratadas com o objetivo de financiar as operações da companhia. Admitir essa possibilidade significaria recorrer a um instrumento de proteção antes mesmo da existência do risco a ser protegido, o que não faz sentido sob a ótica econômica*" [7].

72. Segundo a SNC, não teria sido encontrada nos autos nenhuma comprovação de que as dívidas em dólar foram contratadas como objetivo primário de proteger as exportações futuras altamente prováveis, fato este que se prestaria a evidenciar que a essência econômica da operação não possui qualquer característica de proteção, mas exclusivamente de diferimento de variação cambial passiva.

---

[7] Nesse sentido, o item F.3.8 do Implementation Guidance do IAS 39 dispõe: *O IAS 39 permite que uma entidade designe e formalmente documente um contrato derivativo como instrumento de cobertura após a celebração do contrato derivativo? Sim, prospectivamente. Para fins de contabilização de hedge, o IAS 39 exige que um instrumento de hedge seja designado e formalmente documentado como tal desde o início da relação de hedge (IAS 39.88); Em outras palavras, uma relação de hedge não pode ser designada retrospectivamente. Além disso, exclui a designação de uma relação de cobertura apenas durante uma parte do período durante o qual o instrumento de cobertura permanece em circulação (IAS 39.75).* ***No entanto, não exige que o instrumento de cobertura seja adquirido no início da relação de cobertura.*** *(grifos do original)*

c. Efeito prático da contabilidade de hedge no caso concreto

73. A SNC entende que, para o perfeito entendimento da essência da operação, convém verificar qual teria sido o efeito prático da adoção da contabilidade de hedge para a Petrobras, na medida em que, à primeira vista, não faria sentido econômico adotar tal prática contábil.

74. Com a designação de instrumentos de dívida em moeda estrangeira como instrumentos de hedge, as variações cambiais decorrentes dessas dívidas que normalmente seriam contabilizadas no resultado passariam a ser contabilmente reconhecidas no patrimônio líquido da Companhia, ou seja, não transitariam pelo resultado.

75. Desta forma, a SNC aponta que a contabilidade de hedge teria permitido à Petrobras não reconhecer em seu resultado perdas cambiais de R$40,6 bilhões em 2015, R$9,2 bilhões em 2014 e R$8,376 bilhões em 2013. Em resumo, a prática teria atenuado os prejuízos registrados em 2015 e 2014 e maximizado o lucro e o volume de dividendos e participações nos lucros distribuídos em 2013.

76. Para a SNC, a contabilidade de hedge adotada pela Petrobras não teria a finalidade e a essência econômica inerente a uma operação de hedge, na forma do que dispõe o CPC 38, muito embora sob o ponto de vista formal tenham sido identificadas informações a respeito das estratégias de risco cambial das exportações e da eficácia da operação. Assim, o modelo adotado pela Companhia não teria lógica econômica, uma vez que a contabilidade de hedge aparenta ter sido "*utilizada unicamente para permitir o diferimento de variações cambiais, o que claramente não é permitido pelo CPC n. 38, não sendo possível identificar qualquer outra razão que justifique o custoso modelo contábil adotado*".

77. Além da ausência de essência econômica para a adoção da contabilidade de hedge, a SNC consiga que teriam sido reunidas evidências de infrações referentes ao procedimento de designação e redesignação de hedge realizado pela Petrobras, conforme apresentado a seguir.

i. Utilização de instrumentos de proteção de prazo superior ao do instrumento protegido

78. Para a SNC, a Petrobras teria utilizado instrumentos de proteção com prazo superior ao objeto de hedge, contrariando o item 75 do CPC 38[8]. Segundo argumenta, a finalidade do instrumento de hedge seria proteger as exportações à variação cambial, de sorte que não faria

[8] *75. Uma proporção do total do instrumento de hedge, como 50% da quantia nocional, pode ser designada como instrumento de hedge na relação de hedge. Porém, a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge.*

sentido econômico o prazo do instrumento de hedge ser superior à realização do objeto protegido (fls. 431).

79. Além disso, como os contratos de dívida possuiriam vencimentos pré-estabelecidos, sua utilização para hedge de exportações futuras a serem realizadas nos meses de vencimento de cada contrato de dívida não permitiria o uso do expressivo volume financeiro de hedge designado pela Companhia, pois isso limitaria referido volume para montantes correspondentes às exportações exclusivamente ocorridas no mês de vencimento de cada título.

80. Como na designação de hedge não teria havido vinculação entre o vencimento do instrumento de dívida e o mês previsto das exportações, a Petrobras simplesmente teria designado o instrumento de dívida como proteção de todas as exportações ocorridas dentro do período de vigência da dívida. Como consequência, em muitas situações, o prazo do instrumento de dívida teria ultrapassado o da exportação, em infração ao item 75 do CPC 38.

ii. Designações e redesignações não previstas na documentação inicial

81. A SNC aduz que "*em virtude do tratamento exposto no item anterior, quando é realizada uma exportação para qual uma parcela de um instrumento de dívida foi designada como 'proteção', uma 'ponta' da operação fica descoberta, pois a parcela da dívida permanece em aberto. Para compensar tal desequilíbrio, a companhia realiza nova designação. Ou seja, no mês posterior à exportação, aquela parcela agora livre do instrumento de dívida é designada para outra exportação futura*".

82. Deste modo, a SNC destaca que sempre haverá exportações para servirem como objeto de hedge para permitir a designação das dívidas da Petrobras como instrumento de hedge. Tal estratégia, contudo, não teria sido adequadamente documentada pela Companhia desde as primeiras designações em 2013, quando parecia haver perfeito casamento entre os meses de exportação futuras e o vencimento de dívidas designadas.

83. A área técnica conclui que "*há total desvirtuação do conceito hedge que, conforme já disposto, deveria ser de proteção das exportações futuras. O que se vê na prática é a busca incessante de exportações futuras para 'acomodar, numa relação de hedge, as dívidas da Companhia, de forma a permitir o não reconhecimento imediato no resultado das perdas cambiais citadas no item anterior*".

iii. Cancelamento de designações

84. Para a SNC, ao cancelar a relação de hedge quando da frustração das exportações previstas, a Companhia teria mantido no patrimônio líquido as variações cambiais de seus instrumentos de dívida, conforme prática descrita nas notas explicativas referentes às demonstrações financeiras de 31.12.2015[9]. Contudo, tal procedimento não teria sido relatado na documentação formal de hedge, bem como seria contrário ao item 101 (d) do CPC nº 38, a seguir reproduzido:

> 101. Em qualquer das seguintes circunstâncias, a entidade deve descontinuar prospectivamente a contabilidade de hedge especificada nos itens 95 a 100:
> d) a entidade revoga a designação. Para hedges de transação prevista, o ganho ou a perda cumulativo resultante do instrumento de hedge que se mantém reconhecido como outros resultados abrangentes desde o período em que o hedge era eficaz (ver item 95(a)) deve permanecer reconhecido separadamente no patrimônio líquido até que a transação prevista ocorra ou deixe de se esperar que ocorra. Quando a transação ocorrer, aplicam-se os itens 97, 98 ou 100. Se já não se espera que a transação ocorra, o ganho ou a perda cumulativa que tinha sido reconhecida diretamente no patrimônio líquido deve ser reconhecido no resultado.

85. Assim, prossegue a área técnica, para que as variações cambiais relacionadas ao hedge de fluxo de caixa permanecessem em contas de patrimônio líquido, seria necessário acreditar na ocorrência futura da transação.

86. Para a SNC, como o objeto de hedge da Petrobras teria sido parte de receitas de exportações futuras altamente prováveis, ou seja, a Companhia Petrobras não teria identificado contratos de exportações individuais, mas tão somente volumes financeiros mensais de exportação, "*não pode prosperar qualquer entendimento de que parte de tal volume ocorrerá integral ou diluidamente nos meses subsequentes. Se ocorrer, tratar-se-á, efetivamente, de exportações que devem integrar o volume financeiro do mês de sua efetiva ocorrência, e nunca do mês já transcorrido*".

87. Segundo a área técnica, a Companhia teria revogado as designações de hedge discricionariamente e mantido as variações cambiais já acumuladas no patrimônio líquido, com a posterior redesignação dos instrumentos de dívida, agora livres, para exportações futuras cada vez mais longínquas.

iv. Utilização de instrumentos vencidos como instrumento de hedge

[9] *Caso as exportações designadas em relação de hedge deixem de ser consideradas altamente prováveis, mas continuem previstas, a relação de hedge é revogada e a variação cambial acumulada até a data da revogação é mantida no patrimônio líquido, sendo reclassificado para o resultado no momento em que as exportações ocorrerem.*

88. Para a SNC, "*o descontrole da prática de 'hedge accounting' levado a efeito pela Companhia é perceptível e se torna ainda mais evidente quando da análise individual de alguns instrumentos de hedge documentados no processo. Das planilhas apresentadas, percebe-se até mesmo a utilização de instrumentos de dívidas vencidos como instrumento de hedge de exportações futuras. É o caso, por exemplo, do contrato CLEP-BB FUND-700, às fls. 431, que mesmo após ter vencido, continuou sofrendo ajuste de variação cambial contra o patrimônio líquido da Companhia*".

89. No sentir da área técnica, não teria havido "*qualquer preocupação da Companhia com a mitigação do risco de exposição cambial das exportações futuras, que, aliás, conforme já dito, já estariam naturalmente protegidas pelas importações da Companhia. O que parece haver, em essência, é a preocupação de não refletir imediatamente no resultado as perdas cambias incorridas a partir de seu elevado endividamento*".

90. Diante disso, a SNC conclui que (i) o procedimento de designar instrumentos de hedge com prazo superior à relação de hedge teria contrariado o item 75 do CPC nº 38; (ii) a manutenção no patrimônio líquido variações cambiais relativas a instrumentos de hedge cujas designações originais foram revogadas, com a redesignação de referidos instrumentos para outras relações de hedge, teria violado o item 101 "d" do CPC nº 38; e (iii) a Petrobras teria desvirtuado a essência econômica da contabilidade de hedge "*migrando de uma política de proteção de risco para um mecanismo de diferimento de perdas cambiais, permitindo com isso aumento do lucro e, consequentemente, maior distribuição de dividendos para os acionistas no ano de 2013 e redução dos prejuízos registrados em 2014 e 2015*".

91. Pelo exposto, a área técnica registra que as demonstrações financeiras elaboradas pela Petrobras relativamente aos exercícios sociais findos em 2013, 2014 e 2015, bem como as correspondentes demonstrações intermediárias, não teriam representado fidedignamente o desempenho e a posição patrimonial e financeira da Companhia.

II.5 – Da determinação de refazimento e reapresentação das demonstrações financeiras elaboradas pela Petrobras – RA/SEP/GEA-5/Nº32/2017, de 03.03.2017 (fls. 466 a 478)

92. Após reproduzir os principais fatos e argumentos contidos na segunda manifestação das áreas técnicas, a SEP concluiu que o procedimento adotado pela Companhia de designar instrumentos de hedge com prazo superior à relação de hedge estaria em desacordo com o item 75 do CPC nº 38, uma vez que tal normativo seria taxativo ao estabelecer que "*a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge*".

93. A SEP entende que a contabilidade de hedge adotada pela Petrobras também teria violado o item 101(d) do referido CPC ao manter no patrimônio líquido variações cambiais relativas a instrumentos de hedge cujas designações originais foram revogadas, com a redesignação de referidos instrumentos para outras relações de hedge.

94. Em adição, a SEP considera que, à luz do princípio da prevalência da essência sobre a forma previsto na Estrutura para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, aprovada pela deliberação CVM nº 675, de 2011, a contabilidade de hedge adotada pela Petrobras não teria espelhado a realidade econômica, pois a essência econômica deste procedimento teria sido desvirtuada de uma política de proteção de risco para um mecanismo de diferimento de perdas cambiais.

95. Por tais razões, encaminhou o Ofício nº 30/2017/CVM/SEP/GEA-5 ("Ofício") "*determinando o refazimento, a reapresentação e a republicação das demonstrações financeiras anuais completas datas-base 31/12/2013, 31/12/2014 e 31/12/2015, e refazimento e reapresentação dos respectivos Formulários DFP, bem como o refazimento e reapresentação dos Formulários ITR apresentados no curso dos exercícios sociais de 2013 (2º e 3º), 2014, 2015 e 2016*", para que fossem estornados os efeitos decorrentes da aplicação da contabilidade de hedge nas demonstrações financeiras da Petrobras (fls. 478 a 491).

II.6 – Do pedido de efeito suspensivo requerido pela Petrobras (fls. 493 a 505)

96. Em 03.03.2017, logo após o recebimento do Ofício, a Petrobras apresentou expediente destacando sua discordância com relação às conclusões emitidas pela SEP, por razões a serem demonstradas no recurso previsto na Deliberação CVM nº 463, de 2003, bem como solicitou, de plano, a concessão de efeito suspensivo para a determinação de refazimento das demonstrações financeiras e para a publicação do conteúdo do Ofício pela CVM em seu site.

97. A Petrobras alegou que a determinação do refazimento das demonstrações financeiras poderia impactar seu processo de reestruturação, com graves prejuízos a legítimos interesses da Companhia e de seus acionistas, gerando forte instabilidade na cotação das ações. Assim, seria de fundamental relevância que a determinação de republicação e a divulgação do teor do Ofício apenas ocorressem após decisão definitiva do Colegiado da CVM.

98. Em resposta constante do Memorando nº 8/2017/CVM/SEP/GEA-5, a SEP deferiu o pedido de efeito suspensivo relativo à determinação das demonstrações financeiras, nos

termos do que prevê o inciso V da Deliberação nº 463, de 2003. No que se refere a não divulgação do Ofício no site da Autarquia, a área técnica encaminhou o pedido para decisão do Colegiado opinando pela divulgação, por se tratar de procedimento previsto no item III da Deliberação CVM nº 388, de 2001.

99. Em 07.03.2017, o Colegiado considerou que os argumentos trazidos pela Companhia não se mostraram suficientes para afastar a regra de divulgação estabelecida pela Deliberação nº 388, de 2001, ponderando que os possíveis efeitos deletérios suscitados pela Companhia são inerentes à determinação de refazimento e republicação das demonstrações financeiras.

100. Assim, o Colegiado indeferiu, por unanimidade, o pedido de efeito suspensivo relativo à divulgação do Ofício e determinou à SEP a sua ampla divulgação após o fechamento dos mercados.

II.7 – Do pedido de reconsideração feito pela Petrobras (fls. 515 a 544)

101. A Petrobras apresentou pedido de reconsideração acompanhado de pareceres emitidos pelos auditores independentes de suas demonstrações financeiras, por Jan Engstron, Eliseu Martins e Alexsandro Broedel, manifestações estas que servem de amparo para seus argumentos relativos à adoção da contabilidade de hedge (fls. 573 a 629).

102. No que tange às questões apresentadas no Ofício pela SEP, a Companhia aduz, preliminarmente, que a complexidade da norma e sua utilização relativamente recente no Brasil tornam naturais os questionamentos a respeito do tema, principalmente os de natureza interpretativa, bem como a possibilidade de melhorias na documentação formal, de modo a eliminar ou minimizar as diferentes percepções sobre o tema.

103. Afirma que a aplicação da contabilidade de hedge às suas exportações futuras teria refletido a essência econômica do mecanismo de proteção natural existente entre suas dívidas e receitas em dólar, atendendo todos os requerimentos do CPC nº 38, conforme passa a expor.

i. <u>Essência econômica de uma relação de proteção</u>

104. A Companhia alega que sua política de gerenciamento de riscos teria sido documentada e divulgada em nota explicativa[10], conforme parágrafo a seguir exemplifica:

> No que se refere ao gerenciamento de riscos cambiais, a Petrobras busca identificá-los e tratá-

[10] Nota explicativa 34.2.2 constante das demonstrações financeiras de 31.12.2013.

> los, considerando uma análise integrada de proteções naturais (hedge naturais), beneficiando-se das correlações entre suas receitas e despesas. No curto prazo, o tratamento do risco é realizado por meio da alocação das aplicações do caixa entre real, dólar ou outro moeda. A estratégia de riscos cambiais pode envolver o uso de instrumentos financeiros derivativos para minimizar a exposição cambial de certas obrigações da Companhia.

105. Afirma que, ainda que a estratégia de gestão de riscos cambiais possa envolver o uso de instrumentos financeiros derivativos, a Petrobras teria utilizado essa solução tão somente para se proteger de variações de curtíssimo prazo, pois, do contrário, retiraria a lógica de proteção estrutural de equilibrar a exposição cambial entre suas obrigações e receitas futuras denominadas em dólar. Caso contrário, a Companhia teria restrição de liquidez de derivativos financeiros para realizar o volume de proteção requerido por sua exposição cambial.

106. Por isso, a Petrobras teria buscado tratar os riscos cambiais "*de forma integrada através do reconhecimento ou criação de proteções naturais, beneficiando-se das correlações entre suas receitas e despesas. (...), o risco cambial procedente das vendas futuras altamente prováveis de petróleo e derivados para o mercado externo em moeda estrangeira é mitigado utilizando dívida em moeda estrangeira*".

107. Para gerir o risco da variação da taxa de câmbio, a Companhia teria considerado não apenas os fluxos de caixa futuros de dólares, mas também os fluxos de caixa em reais que sofrem influência do dólar, como, por exemplo, as vendas de diesel e gasolina no mercado interno. Deste modo, a exposição das exportações futuras sujeitas ao risco da variação da taxa de câmbio *spot* seria compensada por uma exposição inversa de suas dívidas expostas ao mesmo tipo de risco. Essa relação corresponderia a um hedge natural que faria parte dos negócios da Companhia.

108. A estratégia de proteger as variações cambiais de exportações futuras por meio de variações cambiais de dívidas presentes no balanço teria representado um ganho de natureza operacional para a Petrobras, pois, caso as exportações não fossem assim protegidas, seria necessário a contratação de instrumentos derivativos, com custos financeiros desnecessários.

109. A Petrobras ressalta que a estratégia de proteção natural adotada pela Companhia teria precedido à decisão sobre a adoção da contabilidade de hedge, que teria sido incorporada às práticas contábeis da Petrobras no âmbito da convergência das normas brasileira às internacionais e após complexos estudos.

110. Assim, em 2013, a Petrobras teria decidido estender a relação de hedge natural à contabilidade de hedge, na qual as exportações futuras altamente prováveis são consideradas o item a ser protegido e as dívidas são os instrumentos desta proteção, conforme previsto no

CPC 38.

111. Destaca que a contabilidade de hedge teria permitido à Companhia refletir no resultado de um mesmo período a variação de suas exportações altamente prováveis com a de suas dívidas em dólares, alinhando assim a contabilidade com sua política de gestão de riscos cambiais. Desta forma, "*a Contabilidade de Hedge produziu um melhor alinhamento dos resultados contábeis da Petrobras com a realidade econômica e operacional de seus negócios*".

112. Não obstante, o Ofício da SEP identificou três diferentes aspectos: (i) a suposta intenção de utilizar a contabilidade de hedge para evitar a variação cambial em seu resultado; (ii) a suposta falta de intenção de contratar as dívidas para proteger as exportações; e (iii) a suposta falta de lógica econômica do hedge em razão de a Companhia ser exportadora líquida.

113. A Petrobras afirma que, em nenhum momento, teria tido a intenção de adotar procedimento de diferimento da variação cambial de suas dívidas que não estivesse respaldado nos requerimentos contidos no CPC 38, na sua gestão de riscos cambiais e na forma como suas operações são conduzidas. Deste modo, "*o que à primeira vista pode ser entendido como preocupação com a variação cambial de passivos dolarizados, em realidade, era a preocupação em refletir, nos registros contábeis, a política de hedge natural do Petrobras. As menções às dívidas que são realizadas nos documentos internos, se devem ao fato de que elas são os elementos com reflexos no balanço patrimonial (o que não é válido para as exportações futuras, que apenas afetarão as demonstrações financeiras quando reconhecidas*".

114. Acrescenta que a compensação citada equivaleria ao propósito da contabilidade de hedge, tal como previsto no CPC nº 38 e corroborado pelas conclusões do IAS 39 – *Financial Instruments: Recognition and Measurement* ("IAS 39") (fls. 524).

115. Quanto à afirmação da SEP de que, em essência, a estratégia de risco buscaria proteção à exposição cambial da dívida e não à exposição cambial inerente ao fluxo das exportações altamente prováveis, a Petrobras registra que o item 72 do CPC 38 seria claro ao definir quais instrumentos financeiros não derivativos devem ser considerados como instrumentos de hedge e transações previstas altamente prováveis devem ser considerados objeto de hedge. Segundo afirma, ambos os requerimentos teriam sido cumpridos quando a Companhia designou instrumentos de hedge e objeto de hedge, conforme documentação entregue à CVM.

116. A Petrobras ressalta ainda que existe a possibilidade de serem contratados derivativos

para efetuar a proteção à variação cambial que não esteja coberta pelas suas próprias operações, o que somente teria ocorrido em exposições de curtíssimo prazo. Esse histórico, no seu ver, evidenciaria que a Companhia já considera como protegido o risco de variação do dólar no médio e longo prazo.

ii. Suposta falta de intenção da Petrobras de contratar dívidas para proteger as exportações

117. Para a Petrobras, a SEP teria interpretado que a orientação do item F.3.9 do *Implementation Guidance* do IAS 39 não poderia ser aplicada às dívidas da Companhia porque elas não teriam sido contratadas com o objetivo de prover proteção de variação cambial das exportações, mas financiar as operações da Petrobras.

118. A esse respeito, a Companhia esclarece que quando contrata uma dívida em dólares não está recorrendo a um instrumento de proteção antes mesmo da existência do risco a ser protegido, pois as dívidas seriam contratadas para financiar seu plano de negócios. Assim, a contabilidade de hedge teria permitido à Petrobras refletir no resultado de um mesmo período a variação cambial de suas exportações futuras altamente prováveis simultaneamente àquela de suas dívidas, alinhando a contabilidade com a sua política de risco, em consonância com o do item F.3.9 do *Implementation Guidance* do IAS 39.

119. Além disso, a estratégia de hedge natural adotada pela Petrobras permitiria um ganho de natureza operacional, pois, caso as exportações não fossem assim protegidas, seria necessária a contratação de instrumentos financeiros que fariam com que a Companhia incorresse em vultosos custos desnecessários.

120. A prevalecer à tese da SEP restaria praticamente inviabilizada para qualquer empresa a utilização de dívidas para designar relações de hedge que envolva a variação cambial, algo que seria explicitamente permitido pelo item 72 do CPC 38:

> 72. Este Pronunciamento Técnico não restringe as circunstâncias em que um derivativo pode ser designado como instrumento de hedge desde que as condições do item 88 sejam satisfeitas, com a exceção de determinadas opções lançadas (ver o Apêndice A, item AG94). Porém, um ativo financeiro não derivativo ou um passivo financeiro não derivativo só pode ser designado como instrumento de hedge para a cobertura de risco cambial.

iii. Suposta falta de “lógica econômica do hedge” pelo fato de a Petrobras ter sido importadora líquida

121. A Petrobras alega que a conclusão da SEP de que não faria sentido designar instrumentos de dívida para proteger as exportações futuras, em razão de a Companhia ser importadora líquida, não refletiria a forma como a Petrobras tem gerido o seu risco à variação cambial.

122. Para a Companhia, "*a imposição de uma análise de risco de variação do dólar às importações e exportações, sem considerar outros fluxos, extrapola os limite da aplicação dos requerimentos do CPC 38 para a aplicação da Contabilidade de Hedge e avança sobre a política de riscos da Companhia que, a despeito de quaisquer discordâncias, reflete, de fato, a forma como a Administração gere a exposição da Petrobras ao risco de variação cambial*".

123. Ressalta que as críticas fundamentadas na balança comercial da Companhia não estariam adequadamente contextualizadas, pois, ainda que a Petrobras tenha realizado saldos deficitários em sua balança comercial, ela projetava acréscimos significativos em sua produção que levariam a saldos superavitários durante o período para o qual as relações de hedge teriam sido designadas. Tanto é assim que a Petrobras teria se tornado exportadora líquida em 2016.

124. Esse entendimento teria sido objeto de revisão pelo professor Eliseu Martins, que assim concluiu sobre a questão (fls. 584 a 605):

> Dessa maneira, concluímos que a prática contábil de hedge de fluxo de caixa sendo adotada é válida e resulta em incremento informacional aos resultados contábeis da Empresa, reduzindo volatilidades desatreladas de eventos que de outra forma interfeririam nas demonstrações contábeis de forma inadequada e mitigando o uso de instrumentos financeiros derivativos, os quais de fato acarretariam ônus para a Companhia quando de sua contratação. Isto é, os fatos econômicos são substância às práticas contábeis adotadas.
>
> (...) tem havido forte correlação entre a mudança do câmbio que afeta a dívida em moeda estrangeira com o preço interno dos combustíveis, como se estes realmente fossem também um hedge complementar; a variação de câmbio hoje tende fortemente a ser compensada pelo incremento nas receitas de vendas dos combustíveis de amanhã no mercado interno.
>
> Este fato reforça o próprio hedge de compensação da variação da dívida externa com as exportações. Os dois efeitos se somam, e nos mesmos sentido e direção.

iv. <u>Instrumentos de proteção, dívidas que possuem vencimento com prazo superior ao das próprias relações de hedge</u>

125. A SEP sustenta que a Petrobras teria designado instrumentos de hedge e objetos de hedge que não possuiriam vencimentos simultâneos, vez que as dívidas teriam vencimento

posterior à realização das exportações, o que causaria a inefetividade das relações de hedges e não seria permitido pelo item 75 do CPC 38.

126. Neste particular, a Petrobras esclarece que não teria considerado o mesmo vencimento para o instrumento de hedge e para o objeto de hedge quando da realização do teste de efetividade prospectiva, como fez a SEP a partir da interpretação da documentação relacionada aos testes de efetividade. Segundo a Companhia, as datas apresentadas no documento que formalizou o primeiro teste prospectivo da contabilidade de hedge não teriam indicado o vencimento, mas os períodos de vigência das relações de hedge para os quais as efetividades foram comprovadas. Reconhece, assim, a necessidade de aprimoramentos nos documentos sobre a efetividade das relações de hedge de forma a evitar tal interpretação equivocada.

127. No documento em que teriam sido feitas associações entre dívidas e exportações, a Petrobras afirma que teria indicado, de fato, dívidas com vencimento diferente do objeto de hedge, porém, esta diferença não teria interferido nos testes de efetividade. Primeiro porque não existiria requerimento no CPC 38, ou literatura complementar, de que o vencimento do objeto de hedge obrigatoriamente deveria coincidir com o do instrumento de hedge. Segundo porque seria presumido, durante todo o prazo da relação de hedge, uma proteção cuja efetividade, esta sim, poderia ser eventualmente afetada por algum descasamento entre os vencimentos do instrumento e do objeto de hedge.

128. No caso de relações de hedge nas quais o risco a ser protegido é o de variação na taxa de câmbio *spot*, descasamentos nos vencimentos do instrumento de hedge e do objeto de hedge não poderiam gerar inefetividade, pois a taxa *spot* é a taxa corrente na data de fechamento de balanço, e como tal, seria a mesma para qualquer momento futuro. Desta forma, o efeito de sua variação sobre o valor de uma exportação futura seria de mesma magnitude e de sentido inverso ao efeito de sua variação sobre uma dívida de mesmo valor, ainda que a dívida vença após a exportação.

129. No ver da Companhia, tal situação seria completamente diferente caso o instrumento de hedge fosse um derivativo para proteger o risco da variação na taxa de câmbio futura ("*forward*"), pois essa taxa poderia variar para diferentes taxas no futuro. Assim, se o derivativo vencesse após uma exportação, por exemplo, diferentes taxas de câmbio *forward* poderiam resultar em inefetividade da relação de hedge.

130. Neste sentido, a Petrobras cita opinião de Jan Engstrom, ex-membro do IASB:

> When considering the effectiveness of the cash flow hedges I cannot thoroughly assess the company's performance as I lack insight into details of the company's records. However, the fact that USD denominated loans and other contract are matched by USD denominated highly

probable export revenue indicate a very high efficiency.

131. A Petrobras entende que a contabilidade de hedge de fluxo de caixa das exportações possuiria características similares ao que seria previsto no CPC 38 para a contabilidade de hedge de investimento líquido no exterior. Nessa relação de hedge, uma entidade designa dívidas em moeda estrangeira como instrumento de proteção de um investimento na mesma moeda. Assim, a variação cambial da dívida passa a ser reconhecida no patrimônio líquido, concomitantemente à variação cambial do investimento. Nesse caso, a dívida possuiria vencimento e o investimento não, e isso não acarretaria inefetividade, na medida em que o risco protegido é o da variação na taxa *spot* de cambio, semelhante ao que ocorre na contabilidade de hedge de fluxo de caixa das exportações.

132. A suposta inefetividade apontada pela SEP estaria fundamentada por sua interpretação do item 75 do CPC 38, segundo o qual "*a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge*". Contudo, a Companhia alega que o referido item não conteria proibição ao procedimento de designar um instrumento de hedge com vencimento superior ao prazo da relação de hedge. O que a norma teria proibido seria a designação de apenas parte do prazo de vigência de um instrumento financeiro.

133. Desta maneira, como não haveria impeditivo normativo para a designação de uma dívida com vencimento posterior à exportação e às relações de hedge designadas, a Petrobras afirma que não teria ocorrido a suposta inefetividade apontada pela área técnica.

134. Em adição, a Petrobras assevera que, conforme permitido pelo CPC 38, quando uma relação de hedge se encerra, a Companhia teria a prática de designar o saldo da dívida, ou uma proporção desta, em uma nova relação de hedge. No pressuposto da continuidade, sempre haverá exportações para servirem como objeto de hedge e permitir a redesignação das dívidas como instrumento de hedge. A Petrobras, neste particular, teria buscado manter um alinhamento entre o prazo médio das dívidas que fariam parte dessas mesmas relações.

135. No sentir da Companhia, não faria sentido econômico restringir o uso da dívida como instrumento de hedge apenas porque o vencimento da mesma seria superior ao prazo da relação de hedge vigente.

v. Falta de documentação para a prática de redesignações de dívidas

136. Com relação ao fato de não ter sido documentada pela Petrobras a possibilidade de dívidas que teriam feito parte de relações de hedge encerradas serem designadas como

instrumento de proteção em novas relações, a Companhia esclarece que não teria visto tal necessidade, pois as dívidas redesignadas teriam feito parte de novas relações de hedge, para as quais teriam sido elaboradas documentações próprias.

137. Não obstante, a Companhia reconhece que as novas documentações poderão ser aprimoradas por meio da inclusão de texto indicando a possibilidade de redesignação dos instrumentos de dívidas.

vi. Manutenção de variações cambiais acumuladas no patrimônio líquido

138. A SEP apontou que a Petrobras teria cancelado designações já realizadas quando da frustração das exportações previstas, sem que tal prática constasse formalmente da documentação da contabilidade de hedge. Além disso, concluiu que, mesmo tendo cancelado relações de hedge, a Companhia teria mantido as variações cambiais delas decorrentes no patrimônio líquido.

139. A Petrobras esclarece o seguinte (fls. 536):

> Por exemplo, se a Companhia projetar exportações esperadas de US$100 milhões/mês, das quais US$30 milhões/mês são consideradas altamente prováveis, essa última parcela pode ser designada como objeto de hedge.
>
> Posteriormente, se as exportações esperadas passarem a ser US$80 milhões/mês e as exportações altamente prováveis passarem a ser US$24 milhões/mês, a relação de hedge é revogada e a variação cambial continuará no patrimônio líquido, uma vez que ainda há exportações previstas (US$80 milhões/mês) superiores ao montante originalmente designado US$30 milhões/mês.
>
> Caso o total de exportações previstas recue para US$20 milhões/mês, a variação cambial referente à parcela de US$10 milhões/mês que deixou de ser prevista (US$30 milhões/mês originalmente designados - US$20 milhões/mês atualmente previstos) deve ser reclassificada do patrimônio líquido para o resultado, no período em que as projeções foram revistas.

140. Assim, alega que, no primeiro e segundo trimestres de 2016, a Petrobras teria efetuado reclassificações em razão da frustração de exportações, conforme divulgado em nota explicativa (item 31.2) às respectivas demonstrações contábeis.

vii. Designação de dívida vencida como instrumento de proteção

141. Com relação ao uso indevido de uma dívida vencida como instrumento de hedge, a Petrobras informa que a conclusão da SEP teria se dado em função da ausência de informação

sobre o aditamento do contrato, o qual foi postergado antes do vencimento de dezembro de 2014 para dezembro de 2015, quando então a relação de hedge teria sido revogada.

viii. Informações complementares sobre a contabilidade de hedge da Petrobras

142. A Petrobras aduz que teria adotado elevado grau de transparência na apresentação das informações relacionadas à contabilidade de hedge, permitindo o claro entendimento por parte do usuário das informações contábeis do tratamento contábil e de todos os seus efeitos e impactos ocorridos e potenciais nas demonstrações financeiras.

143. No que se refere à demonstração da alta probabilidade da transação futura, a Petrobras esclarece que não teria aplicado o percentual de 73% sobre a média das exportações mensais, como supôs a SEP, mas sobre as exportações efetivamente projetadas para cada mês, o que teria causado a designação de 18% das exportações consideradas esperadas. Ainda que os procedimentos adotados possam ser considerados simples pela SEP, a Petrobras garante que eles teriam resultado em designações consideravelmente conservadoras de exportações futuras como objetos de hedge.

144. Complementa afirmando que, mesmos após drásticas reduções no preço do petróleo havidas em 2014 e 2015, apenas 0,8% de todo o montante de exportações futuras altamente prováveis designado em relações de hedge não teria sido realizado desde a adoção da contabilidade de hedge.

145. Por tais razões, a Petrobras requer a reconsideração da decisão da SEP em relação à determinação de refazimento de suas demonstrações financeiras, e, caso seja mantida tal decisão, a sua manifestação seja convolada em recurso de mérito a ser apreciado pelo Colegiado.

II.7 – Da manifestação da SEP sobre o pedido de reconsideração da Petrobras - RA/SEP/GEA-5/Nº39/2017, de 30.03.2017 (fls. 648 a 663)

146. A SEP analisou os argumentos apresentados pela Petrobras em cinco itens distintos, os quais serão resumidos a seguir na ordem apresentada pela área técnica.

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

147. Para a SEP, o item 75 do CPC 38 seria cristalino ao estabelecer que o instrumento de

hedge não pode ser designado para uma parte somente do período de tempo de sua duração. Considerando que objetivo do gerenciamento de risco deve ser aplicado no âmbito da relação de hedge específica, a associação entre um objeto de hedge específico e um instrumento de hedge específico não poderia ocorrer para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge. A relação de hedge no início do hedge deveria ser designada para todo o período de tempo de duração do instrumento de hedge.

148. A área técnica respalda seu entendimento a respeito do item 75 do CPC 38 no item F.1.11 da Orientação de Implementação da IAS 39, a seguir transcrito:

> F.1.11 Instrumento de cobertura: proporção dos fluxos de caixa de um instrumento de caixa
>
> No caso de risco de câmbio, um ativo financeiro não-derivativo ou passivo financeiro não-derivativo pode potencialmente se qualificar como um instrumento de cobertura. Uma entidade pode tratar os fluxos de caixa para períodos específicos durante os quais um ativo financeiro ou passivo financeiro que seja designado como um instrumento de cobertura permanece pendente como uma proporção do instrumento de cobertura de acordo com a IAS 39.75 e excluir os outros fluxos de caixa da relação de cobertura designada?
>
> Não. A IAS 39.75 indica que uma relação de cobertura não pode ser designada para apenas uma parte do período de tempo em que um instrumento de cobertura permanece pendente. Por exemplo, os fluxos de caixa durante os primeiros três anos de uma tomada de empréstimo de dez anos denominada em uma moeda estrangeira não podem se qualificar como um instrumento de cobertura em uma cobertura de fluxo de caixa dos primeiros três anos de receita na mesma moeda estrangeira. Por outro lado, um ativo financeiro ou passivo financeiro não-derivativo denominado em uma moeda estrangeira pode potencialmente se qualificar como um instrumento de cobertura em uma cobertura de risco de moeda estrangeira relacionado a um item protegido que tenha um período de tempo restante até o vencimento igual ao ou maior que o vencimento restante do instrumento de cobertura.

149. Segundo a SEP, o objetivo da referida orientação teria sido esclarecer que se, por um lado, proporções dos fluxos de caixa de um instrumento de hedge poderiam ser entendidas de forma equivalente a proporções do total do instrumento de hedge, no sentido previsto no primeiro trecho do item 75 do CPC 38, de outro, o instrumento de hedge não poderia ser designado para uma parte somente do período porque esbarraria na restrição contida na segunda parte do item 75: "*a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge*".

150. Assim, não seria possível, por exemplo, utilizar parte dos fluxos de caixa cambiais de um empréstimo de dez anos como instrumento de hedge em uma relação hedge cujos fluxos de caixa do objeto protegido estariam previstos para ocorrer em três anos, pois estaria sendo excluídos da relação de hedge os fluxos de caixa referentes aos anos 4 a 10 do instrumento de

dívida.

151. A SEP rechaça uma interpretação não literal do item 75 do CPC 38 que permitiria situações em que o instrumento de hedge pudesse exceder a relação de hedge, pois essa interpretação seria referente a derivativos, que seriam mensurados a valor justo. No caso de designações envolvendo instrumentos de hedge não derivativos, como eles são avaliados a custo amortizado, tal interpretação não seria possível.

152. Ainda sobre a orientação do item F.1.1, a SEP entende que "*se o instrumento de hedge tiver vencimento menor que o do objeto de hedge, todo o seu fluxo de caixa estará incluído na relação de hedge, atendendo ao disposto no item 75 do CPC 38. Entretanto, nesses casos, para que a relação de hedge seja efetiva, é preciso haver previsão, no início do hedge, de substituição ou rollover do instrumento de hedge original, buscando simetria com o vencimento do objeto de hedge (item 101(a) do CPC 38)*".

153. Para a SEP, ao contrário do que argumenta a Petrobras, o mecanismo da redesignação dos instrumentos de hedge não resolveria o fato de o item 75 do CPC 38 não ter sido cumprido nas relações de hedge designadas *at the inception*. Não se trata de um pequeno descasamento de vencimentos entre o objeto e o instrumento de hedge, mas de significativos descasamentos, vez que os instrumentos de hedge designados teriam vencimento médio superior a dois anos em relação a seus correspondentes objetos.

154. A prática de redesignação teria constituído, no sentir da área técnica:

> mais uma evidência de que a preocupação primária da Companhia seria com os efeitos da variação cambial da dívida no resultado e não com os efeitos das variações cambiais das receitas de exportação (objeto de hedge)".
>
> No caso concreto, o descumprimento do item 75 do CPC 38, conjugado à utilização do mecanismo da redesignação dos instrumentos de hedge, indica que os instrumentos de dívida são os reais balizadores das relações de hedge.
>
> A analogia que se faz é a de que os instrumentos de dívida estão "travados" pelos seus vencimentos e as exportações é que vão sendo "roladas" ou "substituídas" por outras exportações, visando garantir que os instrumentos de hedge sejam utilizados por todo o período de tempo até seus vencimentos.

155. A SEP assevera que o CPC 38 não teria tratado objetivamente sobre a redesignação, contudo, o item F.6.2 (i) da Orientação de Implementação da IAS 39 teria trazido a seguinte orientação sobre o tema:

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

> Questão (i) – A IAS 39.75 afirma que uma relação de cobertura não pode ser designada para apenas uma parte do período de tempo em que um instrumento de cobertura permanece pendente. Se a relação de cobertura for designada como uma cobertura de fluxo de caixa, e a cobertura subsequentemente falhar no teste de alta efetividade, a IAS 39.75 impede que o instrumento de cobertura seja redesignado?
> Não. A IAS 39.75 indica que um instrumento derivativo não pode ser designado como um instrumento de cobertura para apenas uma parte de seu período remanescente até o vencimento. A IAS 39.75 não se refere ao período original do instrumento derivativo até o vencimento. Se houver uma falha da efetividade de cobertura, a parte inefetiva do ganho ou perda sobre o instrumento derivativo é reconhecido imediatamente no lucro ou prejuízo [IAS 39.95(b)] e a contabilização de cobertura com base na desginação anterior da relação de cobertura não pode ser continuada (IAS 39.101). Nesse caso, o instrumento derivativo pode ser redesignado prospectivamente como um instrumento de cobertura em um nova relação de cobertura, desde que essa relação de cobertura atenda às condições necessárias. O instrumento derivativo deve ser redesignado como uma cobertura para todo o período em que permanecer pendente.

156. A respeito do item F.6.2 (i), a SEP esclarece que tal interpretação teria tratado do mecanismo da redesignação em uma situação em que a relação de hedge precisou ser descontinuada antes do término de sua vigência, em razão de falha no teste de efetividade. E, segundo a área técnica, as designações teriam ocorrido "*em função do instrumento de hedge e não em função do objeto de hedge, contrariando a lógica econômica do hedge. Isso reforça o entendimento esboçado acima de que o mecanismo de redesignação dos instrumentos de hedge, tal como é aplicado no caso concreto, representa desvio em relação a norma. Em essência e por analogia, a ilustração indica que as exportações é que estão sendo roladas ou substituídas por outras exportações, em função do prazo de vencimento dos instrumentos de hedge*".

157. Diante do exposto, a SEP mantém seu entendimento de que a Petrobras teria utilizado "*a norma contábil conforme sua própria conveniência, formalizando a operação de maneira a indicar que os objetos de hedge são as exportações futuras, quando, na prática, intenta diferir no tempo os ajustes provenientes da remensuração do seu endividamento em moeda estrangeira*". Ademais, a SEP reforça seu entendimento de que as relações de hedge individuais reportadas pela Companhia teriam violado o item 75 do CPC 38.

ii. <u>Designação de dívida vencida como instrumento de proteção</u>

158. A respeito da suposta designação de dívida vencida como instrumento de hedge, a SEP reconhece que a dívida relacionada ao contrato CLEP-BB FUND-700, de fato, teria sido renegociada, e, no vencimento, a relação de hedge teria sido revogada.

159. Contudo, com a revogação, e considerando que o objeto de hedge estaria previsto para

ocorrer após abril de 2020, o ganho ou perda referente a esta relação de hedge deveria ter permanecido no patrimônio líquido até depois deste período, ou até que a exportação tenha deixado de ser esperada, conforme item 101(d) do CPC 38. Esses procedimentos, no sentir da SEP, teriam interferido diretamente no prazo de vigência da contabilidade de hedge que foi originalmente documentada.

160. A documentação que teria dado suporte a alta probabilidade da transação futura levou em consideração um horizonte de sete anos para a vigência da contabilidade de hedge da Companhia. Assim, para a SEP, "*qualquer alongamento de prazo, para além do previsto na documentação inicial, esbarraria na ausência de documentação rigorosa adicional a respeito, bem como na necessidade de recalcular a probabilidade da transação futura (item F.3.11 da orientação de Implementação da IAS 39)*".

161. Por fim, sobre o tema, a área técnica conclui que "*os procedimentos adotados pela Companhia, parecem interferir, a todo o momento, nos parâmetros originalmente documentados no início do hedge, implicando em desqualificação para a contabilidade de hedge. Nesse sentido, permanecemos com o entendimento de que se desvirtuou a essência econômica do hedge accounting migrando de uma política de proteção de risco para um mecanismo de diferimento de perdas cambiais*".

iii. <u>Teste de efetividade no caso específico das relações de hedge em que Contratos a Termo foram designados como instrumentos de hedge</u>

162. A SEP esclarece que a *hedge ratio* da relação de hedge analisada no teste de efetividade retrospectiva não teria se alterado "*a partir da desconsideração de uma dívida com vencimento posterior à data prevista para a exportação (fundamentado no item 75 do CPC 38), mas porque um dos instrumentos de proteção (contrato a termo) presente na relação de hedge venceu muito antes da exportação prevista ocorrer, havendo descasamento de volume e de prazo. O descumprimento do item 75 do CPC 38 foi considerado também, mas como indicativo de que a relação de hedge designada, at the inception, não seria válida (o que comprovamos mais acima)*".

163. Segundo a área técnica, a real efetividade do hedge teria sido "*analisada por meio da comparação da alteração quantitativa do valor do instrumento de hedge (ganhos e perdas acumuladas no Contrato a Termo até seu vencimento em 24/05/13 e ganhos e perdas acumuladas na dívida em dólar) com a alteração do valor dos fluxos de caixa esperados do objeto de hedge, em relação ao risco (câmbio), para a data de 30/01/15 (faturamento da exportação)*". Os testes teriam revelado que a relação de hedge não foi efetiva, com resultado de 30%, fora, portanto, do intervalo de 80 a 125% previsto no CPC 38.

164. Deste modo, a relação de hedge revogada em razão da liquidação do contrato a termo não teria passado no teste de efetividade prospectiva em função do descasamento de prazo entre o vencimento do contrato a termo (24/05/2013) e o vencimento do objeto de hedge (janeiro de 2015). Para a SEP, um instrumento de hedge que vence um ano e oito meses antes do objeto de hedge não poderia ter resultado em uma relação de hedge efetiva prospectivamente.

165. Por tal razão, a SEP mantém seu entendimento de que as relações de hedge em que contratos a termo foram designados como instrumentos de hedge não teriam sido efetivas, em infração ao item 88(d) do CPC 38.

iv. Essência econômica da aplicação da Contabilidade de Hedge

166. Segundo a SEP, a preocupação primária da Companhia exposta na Nota Técnica teria sido "*com os efeitos da variação cambial dos passivos dolarizados no seu Demonstrativo de Resultado; como se, em essência, a estratégia de gestão de risco da Companhia fosse a de buscar proteção à exposição cambial da dívida e não à exposição cambial inerente ao fluxo das exportações futuras altamente prováveis*".

167. Assim, conclui a SEP: "*formalmente, a Companhia designa as exportações como objeto de hedge e as dívidas dolarizadas como instrumentos de hedge. Entretanto, (...), os efeitos práticos dos mecanismos adotados pela Companhia evidenciam justamente o inverso, indicando que se desvirtuou a essência econômica do hedge accounting migrando de uma política de proteção de risco para um mecanismo de diferimento de perdas cambiais*".

v. Importadora Líquida versus Exportadora Líquida.

168. A SEP consigna que já teria se manifestado sobre não existir "*impedimento normativo para que a Companhia designasse parte do volume financeiro de suas exportações como item coberto específico, sem considerar os efeitos das importações para sua posição líquidas. Portanto, registramos que a decisão de determinação de refazimento e republicação das demonstrações financeiras da Companhia não está fundamentada sob este aspecto. Tampouco se alteraria pelo fato de, em 2016, a Companhia ter se tornado exportadora líquida*".

169. Entretanto, a SEP destaca que o fato de a Companhia ter sido importadora líquida de petróleo e derivados no momento da adoção da contabilidade de hedge poderia "*ser*

entendido, ao menos, como indicativo da essência econômica da operação. Foi o que indicamos no Ofício nº 30/2017/CVM/SEP/GEA-5. Nesse sentido, a exposição líquida da Companhia merece atenção em virtude da necessidade de identificar o sentido econômico de proteger a flutuação no resultado das exportações, que foi designado como objeto do hedge pela Companhia".

vi. Conclusão

170. Diante do exposto, a SEP manteve seu entendimento de que o "*procedimento contábil levado a efeito pela Companhia, à luz do princípio da prevalência da essência sobre a forma, previsto na Estrutura para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, aprovada pela deliberação CVM n. 675 de 13 de dezembro de 2011, não espelha a realidade econômica observada. A nosso ver, desvirtuou-se a essência econômica do hedge accounting migrando de uma política de proteção de risco para um mecanismo de diferimento de perdas cambiais*". Além disso, encaminhou o presente processo à SNC para eventual manifestação.

II.8 – Da manifestação da SNC sobre o pedido de reconsideração da Petrobras - MEMO/SNC/GNC/Nº05/2017, de 30.03.2017 (fls. 664 a 676)

i. Designação de Instrumentos de Hedge com Prazo Superior ao do Risco Protegido

171. Segundo a SNC, a Petrobras teria utilizado em sua contabilidade de hedge instrumentos de proteção com prazo superior ao do objeto de hedge associado, ou seja, teria designado para relações de hedge específicas somente parte do período de vigência do instrumento de hedge, contrariando o disposto no item 75 do CPC 38.

172. Muito embora a Petrobras tenha se utilizado do IG F.2.17 do IAS 39[11] para justificar

[11] *F.2.17 Partial term hedging - IAS 39.75 indicates that a hedging relationship may not be designated for only a portion of the time period during which a hedging instrument remains outstanding. Is it permitted to designate a derivative as hedging only a portion of the time period to maturity of a hedged item? Yes. A financial instrument may be a hedged item for only a portion of its cash flows or fair value, if effectiveness can be measured and the other hedge accounting criteria are met. To illustrate: Entity A acquires a 10 per cent fixed rate government bond with a remaining term to maturity of ten years. Entity A classifies the bond as available for sale. To hedge itself against fair value exposure on the bond associated with the present value of the interest rate payments until year 5, Entity A acquires a five-year pay-fixed, receive-floating swap. The swap may be designated as hedging the fair value exposure of the interest rate payments on the government bond until year 5 and the change in value of the principal payment due at maturity to the extent affected by changes in the yield curve relating to the five years of the swap.*

suas designações, a SNC afirma que, caso a maturidade do derivativo instrumento de hedge tivesse sido inferior à maturidade do objeto de hedge, não haveria problema, pois todos os seus fluxos de caixa estariam contemplados na relação de hedge, e a norma admite o expediente do "*rollover*" do instrumento de hedge, desde que documentado inicialmente na política formal de hedge.

173. Apenas em relações de hedge com derivativos, que são mensurados ao valor justo, poder-se-ia admitir que a maturidade do instrumento de hedge pudesse exceder a relação de hedge, desde que todos os fluxos de caixa do instrumento fossem contemplados em sua mensuração ao valor justo, o que não teria ocorrido com a Petrobras, pois ela teria utilizado instrumentos não derivativos mensurados ao custo amortizado nas relações de hedge.

174. A SNC frisa que "*o que a norma permite é uma efetiva política de hedge/proteção de fluxos de caixa, e não mero diferimento de variações cambiais sob o argumento de prevenção de mismatches entre relações artificiais criadas pela Companhia*".

ii. Inversão de Objeto e Instrumento de Hedge

175. A SNC relata que a intenção da Companhia de enquadrar seus instrumentos de dívida em relações de hedge teria ficado evidente em razão da ausência de documentação relacionada às redesignações. A intenção da Petrobras não teria sido buscar proteção às exportações, pois, "*ao invés de utilizar suas dívidas em dólar como instrumento de hedge para a proteção de exportações futuras objeto de hedge, o que se tem em essência é o oposto; a utilização de exportações futuras como instrumento de hedge de dívidas*", e o CPC 38 traria clara distinção entre eles:

> Instrumento de hedge é um derivativo designado ou (apenas para hedge do risco de alterações nas taxas de câmbio de moeda estrangeira) um ativo financeiro não derivativo designado ou um passivo financeiro não derivativo cujo valor justo ou fluxos de caixa se espera que compensem as alterações no valor justo ou nos fluxos de caixa de objeto de hedge designado (os itens 72 a 77 e o Apêndice A, itens AG94 a AG97, explicam em detalhes a definição de instrumento de hedge).
>
> Posição protegida é um ativo, passivo, compromisso firme, transação prevista altamente provável ou investimento líquido em operação no Exterior que (a) expõe a entidade ao risco de alteração no valor justo ou nos fluxos de caixa futuros e (b) foi designada como estando protegida (os itens 78 a 84 e o Apêndice A, itens AG98 a AG 101 explicam em detalhes a definição de posição coberta).

iii. Ausência de Reclassificação para o Resultado de Variações Cambiais Relativas a Instrumentos de Hedge cujas Designações Originais Foram Revogadas.

176. A SNC afirma que a Companhia não teria reclassificado para resultado as variações cambiais atribuídas a instrumentos financeiros para os quais uma relação de hedge foi cancelada.

177. Embora no pedido de reconsideração a Petrobras tenha informado que teria utilizado limites quantitativos distintos denominados "transações previstas", que seriam diferentes das "transações altamente prováveis", mas que se refeririam a exportações a serem realizadas no mesmo mês, a SNC ressalta que a documentação inicial não teria descrito a política para a identificação de "exportações previstas". Deste modo, na ausência de uma distinção técnica entre exportações previstas e exportações altamente prováveis, a SNC teria adotado para fins de análise os mesmos parâmetros quantitativos.

178. Ressalta que no hedge de transações altamente prováveis seria fundamental que a documentação formal e as notas explicativas tivessem diferenciado os parâmetros quantitativos para transações "previstas" e "altamente prováveis".

iv. Documentação da contabilidade de hedge

179. Segundo a SNC, a documentação da contabilidade de hedge seria peça fundamental para a aplicação da política contábil por parte da Petrobras, conforme consta do IAS 39:

> ***F.3.11 Cash flow hedge: documentation of timing of forecast transaction***
>
> *For a hedge of a forecast transaction, should the documentation of the hedge relationship that is established at inception of the hedge identify the date when, or time period in which, the forecast transaction is expected to occur?*
>
> *Yes. To qualify for hedge accounting, the hedge must relate to a specific identified and designated risk (IAS 39.AG110) and it must be possible to measure its effectiveness reliably (IAS 39.88(d)). Also, the hedged forecast transaction must be highly probable (IAS 39.88(c)). To meet these criteria, an entity is not required to predict and document the exact date a forecast transaction is expected to occur. However,* it is required to identify and document the time period during which the forecast transaction is expected to occur within a reasonably specific and generally narrow range of time from a most probable date, as a basis for assessing hedge effectiveness. *To determine that the hedge will be highly effective in accordance with IAS 39.88(d), it is necessary to ensure that changes in the fair value of the expected cash flows are offset by changes in the fair value of the hedging instrument and this test may be met only if the timing of the cash flows occur within close proximity to each other. If the forecast transaction is no longer expected to occur, hedge accounting is discontinued in accordance*

with IAS 39.101(c).

F.4.4 Hedge effectiveness: effectiveness tests

How should hedge effectiveness be measured for the purposes of initially qualifying for hedge accounting and for continued qualification?

IAS 39 does not provide specific guidance about how effectiveness tests are performed. IAS 39.AG105 specifies that a hedge is normally regarded as highly effective only if (a) at inception and in subsequent periods, the hedge is expected to be highly effective in achieving offsetting changes in fair value or cash flows attributable to the hedged risk during the period for which the hedge is designated, and (b) the actual results are within a range of 80–125 per cent. IAS 39.AG105 also states that the expectation in (a) can be demonstrated in various ways.
The appropriateness of a given method of assessing hedge effectiveness will depend on the nature of the risk being hedged and the type of hedging instrument used. The method of assessing effectiveness must be reasonable and consistent with other similar hedges unless different methods are explicitly justified. An entity is required to document at the inception of the hedge how effectiveness will be assessed and then to apply that effectiveness test on a consistent basis for the duration of the hedge. *Several mathematical techniques can be used to measure hedge effectiveness, including ratio analysis, ie a comparison of hedging gains and losses with the corresponding gains and losses on the hedged item at a point in time, and statistical measurement techniques such as regression analysis. If regression analysis is used, the entity's documented policies for assessing effectiveness must specify how the results of the regression will be assessed.*

BC218 A third issue raised in the comment letters was whether, for a portfolio hedge, the retrospective effectiveness test should be assessed for all time buckets in aggregate or individually for each time bucket. The Board decided that entities could use any method to assess retrospective effectiveness, but noted that the chosen method would form part of the documentation of the hedging relationship made at the inception of the hedge in accordance with paragraph 88(a) and hence could not be decided at the time the retrospective effectiveness test is performed.

F.4 Hedge effectiveness

F.4.1 Hedging on an after-tax basis
Hedging is often done on an after-tax basis. Is hedge effectiveness assessed after taxes?

IAS 39 permits, but does not require, assessment of hedge effectiveness on an after-tax basis. If the hedge is undertaken on an after-tax basis, it is so designated at inception as part of the formal documentation of the hedging relationship and strategy.

180. A SNC entende que, no momento inicial da aplicação da política da contabilidade de hedge, todos os procedimentos relacionados à referida prática contábil deveriam ter sido previstos, de forma a permitir uma verificação posterior dos resultados produzidos com a

contabilidade de hedge.

181. Assim, sob a ótica da documentação formal, a SNC afirma que a inadequação ou inexistência dela seria capaz, por si só, de desqualificar toda a relação de hedge pretendida, conforme consta do item 88 do CPC 38[12].

182. A administração da Petrobrás teria admitido, em seu expediente, que teriam ocorrido problemas na documentação da política de contabilidade de hedge. Os auditores independentes da Companhia também teriam reconhecido problemas com relação à documentação da política ao consignaram existir "*oportunidades de melhoria na documentação interna preparada pela companhia, de forma a oferecer mais informações detalhadas sobre a prática de redesignações das dívidas, o que poderia justificar o atingimento de diferentes conclusões no Ofício*". E sobre a prática de redesignações adotada pela Petrobras, os auditores independentes teriam declarado que:

> *A prática de re-designação de um mesmo instrumento de hedge é adotada pela companhia e prevista pelas normas contábeis vigentes. Entretanto, em 2013, quando da adoção inicial da contabilidade de hedge, a companhia não mencionou explicitamente na documentação formal da contabilidade de hedge a possibilidade de re-designação de um instrumento de hedge após o encerramento da relação de hedge anterior. Não obstante, na prática, a companhia já vem adotando o procedimento da re-designação desde o final de 2013.*

183. Para a SNC, as explicações acima mencionadas teriam demonstrado que a documentação formal da contabilidade de hedge da Petrobras seria "*de importância diminuta, não relevante, e que pode ir sendo aprimorada ao longo do tempo. Ora, qual seria então a necessidade de documentação formal requerida pela norma (CPC 38.88a) no início da adoção da política de hedge accounting? No limite, poderíamos, por essa linha de*

---

[12] *88. Uma relação de hedge qualifica-se para contabilidade de hedge segundo os itens 89 a 102 se, e apenas se, todas as condições seguintes forem satisfeitas: (a) no início do hedge, existe designação* ***e*** *documentação formais da relação de hedge e do objetivo e estratégia da gestão de risco da entidade para levar a efeito o hedge. Essa documentação deve incluir a identificação do instrumento de hedge, a posição ou transação coberta, a natureza do risco a ser coberto e a forma como a entidade vai avaliar a eficácia do instrumento de hedge na compensação da exposição a alterações no valor justo ou nos fluxos de caixa do item coberto atribuíveis ao risco coberto; (b) espera-se que o hedge seja altamente eficaz (ver o Apêndice A, itens AG105 a AG113) ao conseguir alterações de compensação no valor justo ou nos fluxos de caixa atribuíveis ao risco coberto, consistentemente com a estratégia de gestão de risco originalmente documentada para essa relação de hedge em particular; (c) quanto a hedge de fluxos de caixa, uma transação prevista que seja o objeto do hedge tem de ser altamente provável e tem de apresentar exposição a variações nos fluxos de caixa que poderiam em última análise afetar o resultado;(d) a eficácia do hedge pode ser confiavelmente mensurada, isto é, o valor justo ou os fluxos de caixa do item coberto que sejam atribuíveis ao risco coberto e ao valor justo do instrumento de hedge podem ser confiavelmente mensurados; (Alterada pela Revisão CPC 03) (e) o hedge é avaliado em base contínua e efetivamente determinado como tendo sido altamente eficaz durante todos os períodos das demonstrações contábeis para o qual o hedge foi designado.*

entendimento, admitir também a falta de documentação de outros procedimentos no início da adoção da política de hedge accounting. À medida que falhas de documentação forem sendo observadas, 'oportunidades de melhoria' surgirão".

v. Conclusão

184. Diante disso, a SNC entende que a documentação suporte da política da contabilidade de hedge teria sido insuficiente para suportar a nova prática contábil, pois não teria atendido o item 88 do CPC 38. Ademais, a Petrobras teria descumprido o item 75 do CPC 38, bem como teria invertido a lógica entre objeto e instrumento de hedge, utilizando, em essência, transações futuras ditas altamente prováveis como instrumento de hedge de dívidas, contrariando as definições relativas à contabilidade de hedge dispostas no CPC 38.

185. Assim, a SNC ratifica o entendimento de que as demonstrações financeiras elaboradas pela Petrobras para os exercícios findos em 2013, 2014 e 2015, bem como as correspondentes informações intermediárias, não teriam representado adequadamente a posição patrimonial e financeira da Companhia.

III. Da Distribuição (fls. 680)

186. Na reunião do Colegiado de 04.04.2017, o presente processo foi a mim distribuído, nos termos do inciso VIII da Deliberação 463, de 2003.

É o relatório.

VOTO

I. Considerações iniciais

187. Conforme relatado, trata-se de recurso interposto pela Petrobras contra decisão da SEP que determinou o refazimento das demonstrações financeiras padronizadas relativas ao exercício social findo em 31.12.2013, 31.12.2014 e 31.12.2015, bem como a reapresentação dos formulários de informações trimestrais referentes aos segundo e terceiro trimestres de 2013 e aos anos de 2014, 2015 e 2016.

188. O processo foi instaurado no âmbito do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco, em decorrência da divulgação pela Petrobras em 10.07.2013 de Comunicado ao Mercado informando o início do reconhecimento e mensuração de operações de hedge, denominada contabilidade de hedge. Naquela oportunidade, a Companhia divulgou que utilizaria setenta por cento de suas dívidas líquidas expostas à variação cambial para proteger

cerca de vinte por cento das exportações por um período de sete anos.

189. Ainda conforme relatado, percebe-se que, desde a edição do referido Comunicado ao Mercado até a conclusão do processo no âmbito das áreas técnicas, transcorreram-se quase quatro anos. Esse tempo de tramitação do processo poderia indicar trabalho extenso de instrução processual, com a realização de diligências diversas, ou ainda que o surgimento de novos fatos ou argumentos ao longo dos trabalhos, o que teria implicado em novas análises, conclusões e manifestações. Ocorre, ao contrário, que os fatos e as normas controvertidas no presente caso são basicamente os mesmos desde o primeiro ofício expedido por esta Autarquia.

190. Deve-se destacar também, conforme relatado, que a tramitação processual é claramente dividida em duas fases temporais. A primeira se inicia com o requerimento da SEP[13] à Petrobras e à Price de informações e documentos relacionados ao novo procedimento contábil adotado pela Companhia (fls. 9 a 108 e 166 a 191). Esta fase termina com a manifestação[14] da SEP (itens 3 a 13 do relatório) de que "*Diante de todo o exposto, considerando a relevância e complexidade dos assuntos envolvidos (...) sugiro o encaminhamento do presente processo à SNC solicitando sua manifestação sobre a questão.*" (fls. 260). E com a manifestação[15] da SNC (itens 14 a 19 do relatório), em 20 de junho de 2014, que concluí "*que não existe óbice ao procedimento contábil levado a efeito pela companhia, ressalvada nossa consideração quanto aos riscos de gerenciamento de resultados possibilitado pela permissividade do CPC 38 (IAS 39), circunstância que estará sendo apresentada e discutida em fóruns técnicos competentes.*" (fls. 278).

191. Em 28 de julho de 2016, o processo tem novo impulso com a manifestação da SEP consubstanciada no RA/SEP/GEA-5/Nº43/2016 (fls. 375 a 396), por meio da qual aquela superintendência reavalia o cumprimento pela Petrobras de todos os requisitos definidos no CPC 38 (itens 20 a 65 do relatório). Esse relatório da SEP enseja novas tratativas com a SNC e com a Companhia que resultam no Ofício nº 30/2017/CVM/SEP/GEA-5 ("Ofício") "*determinando o refazimento, a reapresentação e a republicação das demonstrações financeiras anuais completas datas-base 31/12/2013, 31/12/2014 e 31/12/2015, e refazimento e reapresentação dos respectivos Formulários DFP, bem como o refazimento e reapresentação dos Formulários ITR apresentados no curso dos exercícios sociais de 2013 (2º e 3º), 2014, 2015 e 2016*", para que fossem estornados os efeitos decorrentes da aplicação da contabilidade de hedge nas demonstrações financeiras da

[13] OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-5/Nº 247/2013 (fl. 6); OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-5/Nº 284/2013, de 28.8.2013 (fls. 109 a 111).
[14] RA/SEP/GEA-5/Nº193/2013, de 20.12.2013 (fls. 255 a 260)
[15] MEMO/SNC/GNC/Nº13/2014, de 20.06.2014 (fls. 265 a 279)

Petrobras (fls. 478 a 491).

192. Além do aspecto temporal, o relatório ainda denota que a opinião da área técnica se altera substancialmente no transcorrer do processo ainda que os fatos analisados tenham se mostrado basicamente os mesmos desde a sua instauração. Neste voto, já se apontou a oportunidade em que se concluiu pela ausência de irregularidades no procedimento contábil e, como ainda será demonstrado, algumas teses iniciais são desprezadas no suceder de manifestações ou são reforçadas, inclusive após o recurso final da Companhia.

193. Essa dinâmica do processo pode ser em parte justificada pela curva de aprendizado da área técnica em relação ao procedimento adotado pela Petrobras, considerando inclusive a singularidade do modelo e da Companhia no universo fiscalizado. De outra parte, é necessário reconhecer a complexidade do assunto e a novidade do tema, dado que a adoção integral das normais internacionais de contabilidade (IFRS) ocorreu em 2010, o que ensejou um esforço paulatino e crescente de adaptação e compreensão por parte do mercado e da fiscalização.

194. A par desses fatores, a edição e a publicação de ordem de refazimento de demonstrações financeira após quatro anos da adoção de um modelo eletivo de demonstração contábil é, no mínimo, complexa e exige materialidade. Tem-se, pois, um cenário no qual é especialmente descabida a ordem se destinada ao aprimoramento de aspectos meramente formais.

195. Além disso, após o transcurso do prazo de estudo e análise pela área técnica, deve-se supor que à época da edição do Ofício a área técnica possuía elementos e convicção suficientes para o comando que viria a expedir. Assim, e de modo a estabilizar a lide, em benefício do contraditório e da ampla defesa, este voto admitirá como manifestação final e definitiva aquela contida no Ofício.

196. Ainda nesta fase preliminar do voto, impende esclarecer a natureza do contencioso administrativo estabelecido nos autos. A instrução processual realizada pela área técnica procurou demonstrar a inadequação do modelo adotado pela Companhia em face das disposições contidas na norma técnica de contabilidade. Pontualmente e a título de exemplo, operações de hedge são analisadas individualmente. Não se perquiriu até aqui, tampouco se procurou comprovar, desvios de conduta praticados pelos agentes responsáveis pela adoção da contabilidade de hedge em 2013, o que poderá ser feito em processo sancionador a juízo da área técnica.

II. Importadora Líquida versus Exportadora Líquida.

197. Uma das questões ventiladas ao longo do processo diz respeito à possibilidade ou não de adoção da contabilidade de hedge pela Petrobras considerando o fato de que ela teria sido importadora líquida de petróleo. Em apertada síntese, trata-se de verificar a possibilidade da Companhia utilizar contratos de dívida em dólares como instrumento de hedge para exportações futuras de petróleo considerando que, no montante global, a Companhia importava mais petróleo do que exportava. Em outras palavras, cuida-se de avaliar se instrumentos de hedge poderiam ser apontados unicamente para o resultado consolidado da balança de importações e exportações.

198. Conquanto essa questão tenha sido efetivamente levantada, impende registrar que a viabilidade da adoção de contabilidade de hedge na hipótese em apreço foi claramente sufragada pelas áreas técnicas em manifestações expressas nos autos. A SEP no RA/SEP/GEA-5/Nº43/2016, de 28 de julho de 2016, assevera que:

> *"Desta forma, à luz da norma vigente, não haveria impedimento para que a Companhia designasse parte do volume financeiro de suas exportações como item coberto específico, sem considerar os efeitos das importações para sua posição líquida"* (fl. 395).

199. A SNC, por sua vez, nos termos do MEMO/SNC/GNC/Nº13/2014, de 20 de junho de 2014, já consignava que:

> *"Logo, o fato de a Companhia também importar petróleo e derivados não inviabiliza a contabilidade de hedge para exportações futuras altamente prováveis de petróleo e derivados. Todavia, convém destacar que a Companhia deve dar plena divulgação à sua exposição ao risco de variação cambial, advindo dessas operações, nos termos dos itens 40, 41 e 42 do CPC 40, aprovado pela Deliberação CVM n° 604 de 19 de novembro de 2009"* (fl. 277)

200. Com efeito, o emissor internacional das normas contábeis expressamente manifestou interpretação favorável a essa possibilidade. O item F.2.6, do Implementation Guidance do IAS 39 não exige a redução do risco cambial em toda a entidade a fim de que a contabilidade de hedge seja aplicada. Transcreve-se:

> *F.2.6 Relações de cobertura: risco em toda a entidade.*
>
> *Uma entidade possui um ativo de taxa fixa e um passivo de taxa fixa, cada um tendo o mesmo valor principal. De acordo com os termos dos instrumentos, os pagamentos de*

juros sobre o ativo e o passivo ocorrem no mesmo período e o fluxo de caixa líquido é sempre positivo, pois a taxa de juros sobre o ativo excede a taxa de juros sobre o passivo. A entidade celebra um swap de juros para receber uma taxa de juros flutuantes e pagar uma taxa de juros fixa sobre um valor nocional igual ao principal ativo e designa o swap de taxa de juros com uma cobertura de valor justo do ativo de taxa fixa. A relação de cobertura se qualifica para a contabilização de cobertura ainda que o efeito do swap de taxa de juros em toda a entidade seja criar uma exposição às mudanças na taxa de juros que anteriormente não existiam?

***Sim. A IAS 39 não exige a redução de risco em toda a entidade como uma condição para a contabilização de cobertura. A exposição é avaliada com base na transação** e, nesse caso, o ativo que está sendo protegido possui uma exposição de valor justo aos aumentos na taxa de juros, que é compensada pelo swap de taxa de juros.*

201. Verifica-se, portanto, restar incontroverso nos autos e à luz das normas contábeis de regência, a possibilidade de serem utilizados instrumentos de hedge para cobertura de exportações futuras altamente prováveis, independentemente de a Companhia ter sido importadora líquida.

202. Apesar de reconhecer a possibilidade normativa do procedimento, a área técnica suscita novamente a questão nos itens 17 a 19 do Ofício de refazimento como suporte à alegação de ausência de essência econômica para a adoção do referido mecanismo contábil. O documento afirma que "*Ao fazer isso, a Petrobras quebrou a relação natural de hedge existente entre importações e exportações, aumentando ainda mais o montante financeiro de importações futuras descobertas*".

203. *Data maxima venia*, o argumento revela a rigor o inconformismo da área técnica com a norma internacional e, não, uma eventual irregularidade praticada pela Companhia. Esse fato se revela pela evidente contradição de se reconhecer a legalidade em tese do procedimento para, na sequencia, reputá-lo irregular no caso concreto.

204. Por um lado, é louvável que a área exponha suas convicções e inclusive as defenda nos fóruns internacionais competentes. Por outro, é descabido que sua interpretação própria seja aplicada nos autos de processo administrativo de refazimento de demonstrações financeiras, em detrimento da normal internacional de regência, destacadamente no contexto atual de convergência do arcabouço normativo brasileiro às regras internacionais de contabilidade.

205. Nesse ponto, a par da regularidade formal do procedimento, deve-se destacar ainda que a essência econômica da proteção é reforçada pela dinâmica dos fluxos de caixa futuros

da Companhia. Considerando que a oscilação cambial é um dos fatores que compõe a formação dos preços no mercado interno, a variação dos preços em dólares das importações são naturalmente protegidas pela variação dos preços de venda em reais no mercado local. Desse modo, as exportações futuras da Companhia não são o único hedge natural das importações realizadas.

206. Além disso, o Plano de Negócios e Gestão e o Plano Estratégico da Petrobras indicavam desde 2013 a projeção de crescimento relevante das exportações da Companhia. A perspectiva era de se tornar exportadora líquida nos próximos anos, o que veio a se realizar em 2016. Nesse aspecto, portanto, a adoção do *hedge accounting* estava alinhada à visão de futuro operacional da Companhia. Ao contrário, poderia se especular sobre a racionalidade econômica se a Companhia fosse exportadora líquida mas previsse se tornar importadora líquida nos anos subsequentes e ainda durante o prazo previsto de adoção da prática contábil. Em ambos os casos, contudo, não há vedação pela norma técnica.

207. Afaste-se ainda o argumento sofismático de que essa interpretação permitiria que qualquer empresa importadora adotasse a contabilidade de hedge de forma indiscriminada para diferir o impacto de suas dívidas sobre o resultado. Primeiro porque a utilização de instrumentos de dívida como instrumentos de hedge é permitida apenas para a proteção de riscos cambiais. Segundo, os objetos de hedge devem ser transações altamente prováveis. Terceiro, no caso da Petrobras, as transações altamente prováveis foram estimadas em, no máximo, 20% do volume financeiros das exportações futuras, percentual que se mostrou adequado em 99,2% das operações. Por fim, em qualquer cenário, deverá ser considerada a possibilidade de transmissão da variação cambial das importações aos preços de venda no mercado local.

III. Ausência de essência econômica da contabilidade de hedge – preocupação primária com a variação cambial do passivo dolarizado.

208. Conforme relatado, um dos argumentos apresentados pela área técnica para o refazimento das demonstrações financeiras (itens 4 a 10, fl. 480) seria o fato de que a aplicação da contabilidade de hedge às exportações futuras da Petrobras não refletiria a essência econômica do mecanismo de proteção existente entre as dívidas em dólares e as receitas futuras de exportações. No Ofício de refazimento, além do ponto já abordado acima sobre a posição líquida global, uma das razões que corroboraria esse entendimento seria a preocupação primária da Companhia com os efeitos da variação cambial dos passivos dolarizados no seu Demonstrativo de Resultado. Nesse sentido, aponta trechos da documentação da Companhia que demonstrariam foco principal na dívida vincenda.

"A Companhia afirma, por exemplo, que '(...) em razão do acentuado aumento de exposição cambial do balanço patrimonial produzido pelo crescente endividamento da Companhia agravado pelas crescentes captações em moedas estrangeira que, a partir de 31/3 totalizaram US$ 13,6 bilhões, o Planejamento Financeiro e Gestão de Riscos estudou alternativas que conduzam à redução do efeito das variações da taxa de câmbio spot no Demonstrativo de Resultado'

Em outro momento, argumenta que 'o Plano de Negócios e Gestão da Petrobras projeta um fluxo consistente de exportações em valor mais que suficiente para compensar a exportação cambial da dívida vincenda'" (fl. 479)

209. De fato, a leitura da NOTA TÉCNICA PLAFINA 01/2013 (fls. 13 a 17), de 20 de maio de 2013, permite aferir a preocupação da Companhia com o elevado endividamento causado pela captação de recursos em moeda estrangeira. O documento é farto em trechos no qual o Gerente Executivo de Planejamento Financeiro e Gestão de Riscos aponta impactos positivos da contabilidade de *hedge* para reduzir a exposição cambial e minimizar seus impactos nos resultados financeiros.

210. Ocorre, contudo, que não é possível conferir a esses trechos da Nota Técnica força probatória suficiente para, de per si, concluir-se que a adoção da contabilidade de *hedge* pela Companhia não representaria a essência econômica das operações da Petrobras.

211. Primeiro porque o documento, ao mesmo tempo, não deixa de demonstrar a correlação necessária, positiva e bilateral desse procedimento contábil como mecanismo de proteção simultâneo da dívida e das exportações futuras, destacadamente quando os instrumentos de *hedge* são contratos de dívida não derivativos. Veja-se:

"*Considerando que grande parte de eventuais ganhos ou perdas cambias sobre o endividamento em moeda estrangeira se efetiva no longo prazo, o risco de variação na taxa de câmbio spot na dívida da Companhia é naturalmente compensado pela exposição inversa ao mesmo tipo de risco de suas exportações futuras de petróleo e derivados."* (fl. 13)

(...)

"*Desta forma, podemos concluir que o risco de variação na taxa de câmbio spot sobre o endividamento em dólares da Companhia é protegido naturalmente pela exposição inversa ao mesmo tipo de risco de suas exportações de petróleo e derivados*"(fl. 15)

(...)

"[a utilização de derivativos] *desfaz a lógica de proteção estrutural da Política de Gestão de Risco da Companhia – equilibrar a exposição cambial entre obrigações e receitas futuras.*" (fl. 17).

212. Ademais, tratando-se de *hedge* natural viabilizado por instrumentos de dívida, contratados previamente ou não, é forçoso reconhecer o seu impacto sobre ambas as partes da relação de hedge. Ainda que os contratos de dívida sejam os instrumentos de hedge e que as exportações futuras altamente prováveis sejam os objetos de hedge, é fato que o estabelecimento da relação de hedge representa redução de risco nas duas posições. Neste ponto, tenho por correta a manifestação do Ilustre Professor Eliseu Martins (fl. 599), que transcrevo:

"A definição formal de se a exportação protege o risco trazido pela dívida, ou se a dívida protege o risco no valor das exportações futuras é, na essência, quase que uma escolha arbitrária em muitas situações. Na verdade, genuinamente e na essência, é como se o que se denomina de instrumento de hedge pudesse também ser chamado de objeto de hedge, ou o contrário. Qual designação vai efetivamente ser mais apropriada é muito mais o caso de uma análise particular de cada situação. A entidade pode, na prática, assumir dívida numa certa moeda porque tem exportações altamente prováveis futuras nessa moeda ou pode, em outro momento, negociar suas exportações futuras numa certa moeda porque tem dívidas nessa moeda. Ou pode simplesmente procurar o casamento da moeda da exportação numa negociação particular em um certo momento. Poderia, o que não é o caso, uma entidade até escrever num documento interno que definiu um lado como objeto de hedge e o outro como instrumento de hedge, quando na verdade deveria ter escrito o contrário, mas o fundamental é a essência econômica da operação e a consequência de sua adoção.

O fundamental é que esse tipo de hedge se aplica à situação em que um mesmo fato gerador produz duas consequências de efeitos contrários na entidade, porém em momentos ou períodos diferentes. Especificamente quando de variação de câmbio numa entidade que tenha dívidas em moeda estrangeira, mas também exportações nessa mesma moeda, a tendência é a de a dívida bruscamente se alterar numa modificação abrupta do câmbio, afetando imediatamente o resultado, mas essa mesma alteração cambial vindo a afetar, no futuro, as receitas de exportação nessa moeda, que às vezes ocorrem paulatinamente. O hedge em discussão tem exatamente o objetivo de distribuir o reconhecimento contábil de tal mudança cambial, fazendo com que o efeito sobre a dívida do primeiro momento seja diluído por um período futuro quando das exportações. Assim, o 'casamento' é um atributo relevante desse hedge.

Com a política de hedge, consegue-se essa melhor confrontação de tais efeitos, o que traz uma visão mais justa e verdadeira dos efeitos sobre o desempenho da entidade ao longo do tempo e das consequências das mutações cambiais." (fl. 599)

213. Além disso, também é necessário reconhecer que no momento inicial do estabelecimento da relação de hedge o que impacta o balanço patrimonial é a dívida e, não, as exportações futuras, pois estas impactarão as demonstrações financeiras quando forem reconhecidas. Assim, independentemente da vontade da administração, seria necessário que o analista apresentasse o impacto da contabilidade de hedge sobre os efeitos das variações da taxa de câmbio spot no demonstrativo de resultados, ou seja, sobre a dívida, destacadamente num momento de crescente endividamento da Companhia.

214. Por fim, verifica-se que a Nota Técnica é instruída com diversos anexos que compõe a documentação formal da contabilidade de hedge. Tais documentos não contém a alegada impropriedade e apresentam da seguinte forma o objetivo e a estratégia das relações de hedge:

"No que se refere ao gerenciamento de riscos cambiais, a Petrobras busca identificá-los e tratá-los de forma integrada através do reconhecimento ou criação de proteções naturais (hedge naturais), beneficiando-se das correlações entre suas receitas e despesas.
Com o objetivo de aceder à política de risco cambial da Petrobras, ***o risco cambial procedente das vendas futuras altamente prováveis de petróleos e derivado para o mercado externo em moeda estrangeiro é mitigado utilizando dívida em moeda estrangeira****."* (fl. 20,sem grifos no original)

215. Neste tópico, é perceptível a preocupação subjacente da área técnica com a possibilidade de que a decisão pela adoção da contabilidade de *hedge* tenha se pautado por um objetivo de curto prazo da administração da Companhia, como se a prática contábil tivesse sido eleita como estratégia adotada no primeiro momento para manipulação do resultado a partir de uma especulação sobre a variação cambial. Em linha com o item 196, cabe à área técnica, a seu juízo, decidir sobre a instauração e a instrução competente de procedimento administrativo de apuração.

IV. Utilização de instrumentos de dívida anteriores à operação de hedge.

216. Noutro ponto (itens 11 a 16, fls. 480 e 481), o Ofício de refazimento critica o fato de a Companhia indicar como instrumentos de *hedge* de exportações futuras dívidas dolarizadas,

anteriores à relação de cobertura, contratadas com o objetivo de financiar as suas operações. Admitir essa possibilidade significaria *recorrer a um instrumento de proteção antes mesmo da existência do risco a ser protegido*, o que não faria sentido sob a ótica econômica.

217. No entender da área técnica, o instrumento de cobertura não poderia ser designado retroativamente para uma relação de hedge e deveria ser contratado com o objetivo primordial de realizar a operação de hedge. Essa interpretação seria fundamentada pela redação do item F.3.9 do *Implementation Guidance* do IAS 39.

> "*O IAS 39 permite que uma entidade designe e formalmente documente um* ***contrato derivativo*** *como instrumento de cobertura após a celebração do contrato derivativo:*
>
> *Sim, prospectivamente. Para fins de contabilização de hedge, o IAS 39 exige que um instrumento de hedge seja designado e formalmente documentado como tal desde o início da relação de hedge (IAS 39.88). Em outras palavras, uma relação de hedge não pode ser designada retrospectivamente. Além disso, exclui a designação de uma relação de cobertura apenas durante uma parte do período durante o qual o instrumento de cobertura permanece em circulação (IAS 39.75). No entanto, não exige que o instrumento de cobertura seja adquirido no início da relação de cobertura"* (Tradução livre, sem grifos no original).

218. Este argumento também não merece acolhida. O item F.3.8 do *Implementation Guidance* do IAS 39 é claramente inaplicável ao caso dos autos. A pergunta descrita nesse item do guia de implementação é direcionada aos casos em que o instrumento de hedge é um contrato derivativo. A resposta, portanto, elucida uma questão diferente daquela exposta neste processo em que se estabeleceu um mecanismo de *hedge* natural utilizando contratos de dívida. Não há a vedação alegada pela área técnica.

219. Ainda que se utilize a redação do mencionado item para uma avaliação, por extensão, do caso presente, não é possível ampliar seu conteúdo de maneira a impedir o uso de instrumentos de dívida como proteção de risco cambial. Isto porque o item 72 do CPC 38 expressamente permite a utilização de passivo financeiro não derivativo como instrumento de hedge. Transcreve-se:

> "*72. Este Pronunciamento Técnico não restringe as circunstâncias em que um derivativo pode ser designado como instrumento de hedge desde que as condições do item 88 sejam satisfeitas, com a exceção de determinadas opções lançadas (ver o Apêndice A, item AG94). Porém, um ativo financeiro não derivativo ou um passivo*

financeiro não derivativo só pode ser designado como instrumento de hedge para a cobertura de risco cambial."

220. A prevalecer a tese da área técnica e a fim de se permitir empréstimos como instrumento de hedge, seria necessário que, para cada contrato de exportação, a Companhia realizasse uma dívida posterior de igual (ou muito semelhante) valor e maturidade. Além disso, a dívida em dólares deveria ser contraída com o objetivo de mitigar o risco cambial das exportações futuras altamente prováveis, de forma que o valor obtido não poderia ser usado nas operações da Companhia. Assim, em verdade, a área técnica descreve um derivativo. Esta, sim, é uma interpretação dos mencionados itens 72 do CPC 38 e F.3.8 do *Implementation Guidance* que não faz sentido sob a ótica econômica.

221. Tenho, portanto, visão diametralmente oposta àquela esboçada no Ofício de refazimento. A contabilidade de *hedge* com a utilização (i) de contratos de dívida como instrumentos de *hedge*, com esteio no permissivo expresso no item 72 do CPC 38, e (ii) de exportações futuras altamente prováveis como objetos de *hedge*, com esteio no permissivo expresso no item 78 do CPC 38, aproxima a informação contábil da realidade econômica da Companhia, além de eliminar a volatilidade nos resultados contábeis. Trata-se da essência do *hedge* natural decorrente das operações comerciais da Petrobras, retratada pelo *cash flow hedging accounting*.

V. Instrumentos de proteção com prazo superior ao do objeto de hedge - Item 75 do CPC 38.

222. O Ofício de refazimento relata que a Petrobras utilizou em sua contabilidade de *hedge* instrumentos de proteção com prazo superior ao do objeto de hedge associado, ou seja, designou para relações de *hedge* específicas somente parte do período de vigência do instrumento de *hedge*, o que contrariaria o disposto no item 75 do CPC 38. Vale citar o seu enunciado:

"*75. Uma proporção do total do instrumento de hedge, como 50% da quantia nocional, pode ser designada como instrumento de hedge na relação de hedge. Porém, a relação de hedge não pode ser designada para uma parte somente do período de tempo da duração do instrumento de hedge.*"

223. A par da interpretação literal realizada pela área técnica, destaca-se que esse entendimento não se coaduna com a orientação adicional da norma internacional de contabilidade. A proibição aludida pelo dispositivo diz respeito à utilização de fluxos de caixa de períodos específicos de duração do instrumento de hedge, como se percebe do item F.1.11

Hedging instrument: proportion of the cash flows of a cash instrument do *Guidance on Implementing* do IAS 39, transcreve-se:

> "*In the case of foreign Exchange risk, a non-derivative financial asset ou non-derivative financial liability can potentially qualify as a hedging instrument. Can an entity treat the cash flows for specified periods during wich a financial asset or financial liability that is designated as a hedging instrument remains outstanding as a proportion of the hedging instrument under IAS 39.75, and exclude the other cash flows from the designated hedging relationship?*
> *No. IAS 39.75 indicates that a hedging relationship may not be designated for only a portion of the time period in which the hedging instrument is outstanding. For example, the cash flows during the first three years or a ten-year borrowing denominated in a foreign currency cannot qualify as a hedging instrument in a cash flow hedge of the first three years of revenue in the same foreign currency.*"

224. É na mesma linha o item F.6.2 do *Guidance on Implementation* do IAS 39:

> "*IAS 39.75 states that a hedging relationship may not be designated for only a portion of the time in which a hedging instrument is outstanding. If the hedging relationship is designated as a cash flow hedge, and the hedge subsequently fails the test for being highly effective, does IAS 39.75 preclude redesignating the hedging instrument?*
> *No. IAS 39.75 indicates that a derivative instrument may not be designated as a hedging instrument for only a portion of its remaining period to maturity. IAS 39.75 does not refer to the derivative instrument's original period to maturity."*

225. Para demonstrar que a interpretação do *Guidance on Implementation* é adotada internacionalmente, a Companhia traz a colação orientações também contidas em manuais de contabilidade das grandes empresas de auditoria. Destaco o seguinte trecho do manual de contabilidade da Ernest Young, International GAAP 2016:

> "*2.1.4C Proportions of instruments*
> *In addition to the above exceptions, a propotion of the entire hedging instrument, such as 50% of the notional amount, may also be designated in a hedging relationshipt. However, a hedging relationship may not be designated for only a portion of the time period in which the hedging instrument is outstanding [IAS 39.75].*
> *A literal reading of the second sentence in paragraph 75 might suggest that a hedge relationship may not be designated for a shorter period for which the hedging instrument can remain outstanding. For example, if an interest rate swap has a remaining maturity of five years, then it might be concluded this could not be a*

hedging instrument in a hedge relationship that would only last four years. However, we do not believe that this is the intended meaning of the guidance. We believe that there is no restriction on the period of the hedge relationship itself, but only a restriction on what could be used as the hedging instrument. For example, in the case of the interest rate swap above, the payment and receipts over the next four years (i.e. ignoring those in year five) could not be designated as the hedging instrument. Instead, the whole derivative (i.e. including payments and receipts in the year five) must be designated as the hedging instrument, although the hedging relationship may itself last for only four years."

226. O ex-diretor do Conselho de Normas Contábeis Internacionais (IASB), Ian Engstrom, que participou da edição da norma em comento, faz coro às orientações do *Guidance on Implementation* e aos manuais de contabilidade citados. Em parecer juntado às fls. 570/572, é direto ao afirmar:

"*This wording is not to be read literally. I understand that the standard setters intention was to limit the possibility that a company with the same hedging instrument could move into a hedge, opt out and then in again to suit their perhaps somewhat dubious purpose.*
This wording is – in my opinion – not prohibiting cfh (cash flow hedging accounting) with hedging instruments with longer maturity than the hedged item. Efficiency must though be measured and stay within the relevant standards limit"

227. Além disso, importa registrar que os instrumentos de dívida são designados para relações de *hedge* durante toda a extensão de sua maturidade, ainda que os fluxos de exportações tenham periodicidade inferior. Ao final de uma relação de proteção, o instrumento de *hedge* é re-designado para uma nova relação, considerando a integral maturidade da dívida.

228. Por essas razões, não acompanho o entendimento da área técnica também neste ponto. O item 75 do CPC 38 não proíbe que o instrumento de proteção tenha prazo superior ao objeto de *hedge* na hipótese de *cash flow hedging accounting* adotada pela Petrobras.

VI. Avaliação da efetividade da cobertura.

229. O Ofício de refazimento relata terem sido realizados testes retrospectivos de efetividade para uma das relações de *hedge* individuais documentada pela Companhia e teria sido constatada inefetividade para a relação analisada, com resultado real da proteção (30%) fora do intervalo de 80% a 125%, em descumprimento ao item 88 (b) do Pronunciamento

Técnico CPC 38[16]. A razão da inefetividade seria a diferença entre as datas de vencimento dos instrumentos de *hedge* e a do objeto de *hedge*.

230. O Ofício destaca que, *a despeito de o teste se referir a apenas uma das relações de hedge individuais documentadas, a mesma dinâmica se aplicaria às demais relações de hedge individuais reportadas pela Companhia*.

231. Vale destacar inicialmente que a área técnica cita um caso concreto ou uma relação de hedge analisada e, por indução, conclui (ou simplesmente afirma) que a suposta irregularidade encontrada seria comum a toda contabilidade de hedge da Companhia. Lamentavelmente, entretanto, essa afirmação não é sustentada pela necessária apresentação de outros casos similares eventualmente constantes de provas obtidas pela superintendência, de forma que não se faz possível compreender se a suposta irregularidade apontada é um erro operacional isolado ou equívoco metodológico. Mesmo após a resposta da Petrobras, a SEP não apontou outros casos diversos daquela situação individual ressaltada no Ofício nem demonstrou a relevância da questão em relação ao conjunto das demonstrações financeiras.

232. Com efeito, a Companhia rechaçou a afirmação e apresentou informações de que o Contrato a Termo foi substituído por instrumento de dívida com vencimento posterior ao objeto de *hedge*. Essa substituição, prevista na documentação formal da Petrobras (fls. 19 a 33), não foi observada pela área técnica e desabona o resultado do teste de efetividade prospectivo levado a efeito na relação de *hedge* individualmente considerada.

233. De toda forma, apesar da área técnica mencionar uma específica relação de *hedge* analisada, o seu insurgimento é quanto à regra utilizada para a eleição de instrumentos de *hedge*. Como visto no tópico anterior, o entendimento da área técnica é de que os instrumentos de proteção não podem ter prazo superior ao objeto de proteção. Assim, ao

[16] 88. Uma relação de hedge qualifica-se para contabilidade de hedge segundo os itens 89 a 102 se, e apenas se, todas as condições seguintes forem satisfeitas: (...)
(b) espera-se que o hedge seja altamente eficaz (ver o Apêndice A, itens AG105 a AG113) ao conseguir alterações de compensação no valor justo ou nos fluxos de caixa atribuíveis ao risco coberto, consistentemente com a estratégia de gestão de risco originalmente documentada para essa relação de hedge em particular;

Apêndice A, item AG105. Um hedge só é considerado altamente eficaz se ambas as condições seguintes forem satisfeitas: (...)
(b) Os resultados reais do hedge estão dento do intervalo de 80 a 125%. Por exemplo, se os resultados reais forem tais que a perda no instrumento de hedge corresponder a $ 120 e o ganho nos instrumentos de caixa corresponder a $ 100, a compensação pode ser medida por 120/100, que é 120%, ou por 100/120, que é 83%. Nesse exemplo, supondo que o hedge satisfaz a condição da alínea (a), a entidade concluiria que o hedge tem sido altamente eficaz.

realizar os testes de efetividade, a SEP considerou que todos os descasamentos de vencimento decorrentes do fato das dívidas terem prazo superior às exportações deveriam ser considerados como inefetividade.

234. Ocorre, contudo, como já demonstrado, que o item 75 do CPC 38 não proíbe que o instrumento de proteção tenha prazo superior ao objeto de *hedge* na hipótese de *cash flow hedging accounting* adotada pela Petrobras, não sendo possível, portanto, desconsiderar tal instrumento de dívida nos testes de efetividade.

VII. Cancelamento de designações para as exportações previstas.

235. O Ofício de refazimento afirma que a Companhia cancelou relações de *hedge* mas manteve no patrimônio líquido as variações cambiais de seus instrumentos de dívida ocorridas quando da época da vigência da relação de *hedge*. Em seu entendimento, essa prática só seria possível caso se esperasse que as exportações ainda ocorressem em períodos subsequentes, o que não seria válido no caso da Petrobras, pois a empresa não identifica contratos de exportações individuais, mas meramente volumes financeiros.

236. Sobre o assunto, conforme destacado no próprio Ofício, a questão diz respeito à forma de aplicação da regra contida no item 101(d) do CPC 38, que dispõe:

> "*101. Em qualquer das seguintes circunstâncias, a entidade deve descontinuar prospetivamente a contabilidade de hedge especificada nos itens 95 a 100:*
> *d) a entidade revoga a designação. Para hedges de transação prevista, o ganho ou a perda cumulativo resultante do instrumento de hedge que se mantém reconhecido como outros resultados abrangentes desde o período em que o hedge era eficaz (ver item 95(a)) deve permanecer reconhecido separadamente no patrimônio líquido até que a transação prevista ocorra ou deixe de se esperar que ocorra. Quando a transação ocorrer, aplicam-se os itens 97, 98 ou 100. Se já não se espera que a transação ocorra, o ganho ou a perda cumulativa que tinha sido reconhecida diretamente no patrimônio líquido deve ser reconhecido no resultado.*"

237. Como se percebe, a relação de hedge pode ser descontinuada sem que haja a imediata reclassificação para o resultado de variações cambiais que se encontravam no patrimônio líquido. Para tanto, é necessário que a transação altamente provável continue sendo prevista, devendo ser reclassificada para o resultado quando não se espere que ela ocorra mais.

238. No caso da Petrobras, o objeto de *hedge* são os volumes financeiros relativos às primeiras exportações de cada mês, de acordo com a documentação formal da contabilidade

de hedge (i.e. fls. 26/27). Assim, se o volume financeiro altamente provável dessas exportações for reduzido mas continue sendo previsto, não será efetivamente necessário reclassificar a variação cambial para o resultado. Não verifico, portanto, a irregularidade apontada pela área técnica.

239. Ilustrativamente, tenho por oportuno colacionar o exemplo aduzido pela Companhia (fls. 536):

> "*Por exemplo, se a Companhia projetar exportações esperadas de US$ 100 milhões/mês, das quais US$ 30 milhões/mês são consideradas altamente prováveis, essa última parcela pode ser designada como objeto de hedge.*
> *Posteriormente, se as exportações esperadas passarem a ser de US$ 80 milhões/mês e as exportações altamente prováveis passarem a ser de US$ 24 milhões/mês, a relação de hedge é revogada e a variação cambial continuará acumulada no patrimônio líquido, uma vez que ainda há exportações previstas (US$ 80 milhões/mês) superiores ao montante originalmente designado (US$ 30 milhões/mês).*
> *Caso o total de exportações previstas ercue para US$ 20 milhões/mês, a variação cambial referente à parcela de US$ 10 milhões/mês que deixou de ser prevista (US$ 30 milhões/mês originalmente designados – US$ 20 milhões/mês atualmente previstos) deve ser reclassificada do patrimônio líquido para o resultado, no período em que as projeções forem revistas.*"

240. A prática da Companhia, em linha com o item 101(d) do CPC 38, foi registrada na nota 33.2(a) às demonstrações contábeis finda em 31 de dezembro de 2015, como destacado no parecer da PWC (fls. 581/582).

> "*Caso as exportações designadas em relação de hedge deixem de ser consideradas altamente prováveis, mas continuem sendo previstas, a relação de hedge é revogada e a variação cambial acumulada até a data da revogação é mantida no patrimônio líquido, sendo reclassificado para o resultado no momento em que as exportações ocorrerem.*
> *Também pode ocorrer situações em que as exportações designadas em relação de hedge deixem de ser previstas. Nesses casos, a variação cambial, referente às dívidas que excederam o total de exportações previstas, acumuladas no patrimônio líquido até a data da revogação, é reclassificada imediatamente para o resultado.*
> *Em dezembro de 2015, exportações designadas em relação de hedge para alguns meses do ano de 2016 deixaram de ser previstas, implicando na revogação da relação de hedge e na reclassificação da variação cambial acumulada no patrimônio líquido para o resultado. Essa parcela de variação cambial reconhecida no resultado de*

dezembro de 2015 foi de R$ 199."

VIII. Utilização de instrumentos de dívida vencidos.

241. O Ofício de refazimento afirma ter constatado a utilização de instrumentos de dívidas vencidos como instrumento de *hedge* de exportações futuras. Seria o caso do contrato CLEP-BB FUND-700 que, mesmo após ter vencido, teria continuado a sofrer ajuste de variação cambial contra o patrimônio líquido da Companhia.

242. Neste tópico, a área técnica novamente cita um caso concreto ou uma relação de *hedge* analisada e, por indução, conclui (ou simplesmente afirma) que a suposta irregularidade encontrada seria comum a toda contabilidade de *hedge* da Companhia (Ver tópico avaliação da efetividade das relações). Lamentavelmente, entretanto, essa afirmação não é sustentada pela necessária apresentação de outros casos similares eventualmente constantes de provas obtidas pela superintendência, mesmo após a contestação da Petrobras. Dessa forma, em ambos os casos, não se diferencia um erro operacional isolado de uma falha metodológica. Erros operacionais isolados não ensejam determinação abstrata de refazimento de demonstrações financeiras, considerada a relevância da irregularidade no conjunto das demonstrações.

243. Quanto ao contrato CLEP-BB FUND-700, a Companhia informa que a dívida tinha vencimento previsto para dezembro de 2014, porém, antes do vencimento, o prazo foi renegociado, tendo sido amortizada completamente em dezembro de 2015, quando a relação de hedge teria sido revogada. A PWC confirma a informação a partir de informações que teria obtido da Petrobras. Apesar da área técnica não ter solicitado documentação comprobatória da informação, a Companhia juntou a documentação pertinente.

244. Nesses termos, com esteio nos dados juntados aos autos, não é possível verificar sequer a existência de eventual erro operacional isolado.

IX. Críticas à documentação das relações de hedge.

245. O Ofício de refazimento critica a documentação das relações de hedge estabelecidas pela Companhia por não ter informado expressamente as práticas de *cancelamento de designações já realizadas quando da frustração das exportações previstas* (item 52) e de re-designação de instrumentos de dívidas para novas relações de *hedge* após a revogação da relação de *hedge* inicial (item 51).

246. Sobre este ponto, destaca-se inicialmente que ambas as práticas já foram tratadas neste voto (Ver tópicos V e VII) e encontram-se em conformidade com a norma técnica de regência. A irregularidade estaria, portanto, em não descrevê-las expressamente na documentação formal de *hedge.*

247. Quanto ao "cancelamento", verifica-se que a prática adotada pela Petrobras é aquela descrita no item 101(d) do CPC 38 e encontra-se textualmente descrita nos anexos I.a, I.b e I.c da documentação formal de contabilidade de hedge da Petrobras (fls. 19 a 33). Trata-se da descontinuidade de uma relação de *hedge* em razão do volume de exportações ter sido reclassificado de altamente provável para previsto, hipótese em que *os resultados abrangentes desde o período em que o hedge era eficaz deve permanecer reconhecido separadamente no patrimônio líquido até que a transação prevista ocorra ou deixe de se esperar que ocorra*.

248. Quanto às re-designações, resta assente nos autos que a Companhia as tem realizado de forma constante desde a adoção da contabilidade de *hedge* em 2013. Trata-se de uma prática facilmente perceptível pela mera observação da documentação de *hedge* da nova relação de proteção estabelecida com o instrumento de dívida supérstite. Assim, além de regular, a prática é claramente observável e, como reconhece a área técnica e o relatório da auditoria independente, foi realizada de maneira constante pela Petrobras. Não há, novamente, materialidade na crítica formulada, visto que a documentação mostrou-se suficiente para o entendimento e a análise das práticas da Companhia.

249. Nada obstante, ao tempo em que refuta as razões constantes do Ofício de refazimento, a Companhia sugere aprimoramentos aos documentos formais da contabilidade de *hedge*. Ela teria observado *a existência de oportunidades para promover melhorias adicionais, especialmente a partir das contribuições promovidas pela CVM através de suas considerações no Ofício, de modo a eliminar ou minimizar as diferentes percepções em relação ao tema*. Em resumo, propõe (fl. 543):

> "*(i) A documentação formal de designação das relações de hedge pode ser aprimorada para incluir a possibilidade de designar novas relações quando as exportações são realizadas, o que já tem sido praticado no dia-a-dia da gestão de risco da Companhia;*
> *(ii) O formato de sua documentação dos testes de efetividade deve ser ajustada para mitigar a possibilidade de um leitor da informação interpretar que há uma presunção, por parte da Petrobras, de simultaneidade para todos os vencimentos de exportações/dívidas; e*
> *(iii) Avaliação contínua de melhorias nas divulgações realizadas ao mercado, de forma a assegurar a manutenção ou aumento do nível de transparência aos usuários*

das informações contábeis.”

250. Como se percebe, as sugestões de aprimoramento propostas pela Companhia decorrem das alegações formuladas no Ofício de refazimento. Assim, considerando que as irregularidades apontadas pela área técnica foram afastadas nos termos deste voto, tenho que o adimplemento dessas sugestões de melhoria não é condição necessária para o desprovimento do comando de republicação. Observo, contudo, que tais medidas representam benefício para a *accountability* das demonstrações contábeis da Companhia, porquanto recomendo sua implementação.

X. Conclusão

251. Por todo o exposto, dou provimento ao recurso da Companhia para revogar a determinação de refazimento contida no Ofício n° 30/2017/CVM/SEP/GEA-5, de 3 de março de 2017.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de julho de 2017.

Original assinado por

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor Relator