

Artigo Publicado na Revista Fórum de Direito Tributário - RFDT. Belo Horizonte, ano 17, n. 102, p. 79-102, nov./dez. 2019.

**Autor: Ramon Tomazela Santos**

## **OPERAÇÕES COM FINALIDADE DE COBERTURA (HEDGE) E A PROTEÇÃO DE FLUXO DE CAIXA DE TRANSAÇÕES PROVÁVEIS**

**Resumo:** O presente artigo pretende examinar o conceito jurídico de operação com finalidade de cobertura (*hedge*) previsto no artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995, com o objetivo de verificar a possibilidade de proteção dos resultados de transações futuras.

**Palavras-chave:** *Hedge*. Operações prováveis. Fluxo de caixa. Contratos derivativos. Perdas financeiras.

**Sumário:** 1 Introdução – 2 As operações com finalidade de cobertura (*hedge*) e a proteção do fluxo de caixa de transações prováveis – 3 O conceito jurídico de operação de cobertura (*hedge*) – 4 A estratégia de proteção de resultados estimados e o possível descasamento dos valores nominais dos contratos derivativos – 5 A base de cálculo da CSLL – 6 Conclusões

## 1. Introdução

O presente artigo pretende examinar o conceito jurídico de operação com finalidade de cobertura (*hedge*) previsto no artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995, com o objetivo de verificar a possibilidade de dedução, para fins de determinação do lucro real e da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (“CSLL”), de perdas incorridas pela pessoa jurídica em virtude de contratos derivativos celebrados para proteger os resultados de transações prováveis.

Para tanto, pretende-se analisar, inicialmente, a validade jurídica da operação com finalidade de cobertura (*hedge*) realizada para a proteção de fluxo de caixa esperado sob o enfoque das regras regulatórias do Banco Central do Brasil, bem como o tratamento contábil aplicado ao chamado “*hedge* de fluxo de caixa”.

Em seguida, passa-se a examinar o conceito jurídico de operação com finalidade de cobertura (*hedge*) previsto no artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8981/1995 e a controvérsia a respeito do caráter cumulativo ou alternativo dos seus requisitos. Após essa análise do texto legal e das respectivas celeumas, pretende-se demonstrar que os contratos derivativos que protegem a atividade econômica da pessoa jurídica, tal como o seu fluxo de caixa, atendem às condições necessárias para a sua qualificação no conceito jurídico de operação de cobertura.

Por último, o presente artigo destaca que as perdas oriundas de operações de renda variável são dedutíveis na determinação da base de cálculo da CSLL, em virtude da ausência de base legal para a adição.

## 2. As operações com finalidade de cobertura (*hedge*) e a proteção do fluxo de caixa de transações prováveis

Antes de iniciar a análise do conceito jurídico de operação com finalidade de cobertura (*hedge*), é importante destacar que as regras regulatórias emitidas pelo Banco Central do Brasil (“BACEN”) e as regras internacionais de contabilidade, baseadas no padrão IFRS<sup>1</sup>, admitem a proteção de fluxos de caixa futuros oriundos de transações prováveis.

---

<sup>1</sup> *International financial reporting standards.*

De fato, sob o ponto de vista regulatório, a definição de operação com finalidade de cobertura prevista no artigo 3º, parágrafo 1º, da Circular BACEN nº 3.082/2002, ainda em vigor, menciona expressamente a possibilidade de proteção de riscos decorrentes da exposição às variações no fluxo de caixa de qualquer ativo, passivo, compromisso ou transação futura prevista. Veja-se:

*“Art. 3º. As operações com instrumentos financeiros derivativos destinadas a “hedge” realizadas pelas instituições de que trata o art. 1º devem ser classificadas em uma das categorias a seguir:*

*I – “hedge” de risco de mercado;*

*II – “hedge” de fluxo de caixa.*

*Parágrafo 1º. Para fins do disposto nesta circular, entende-se por “hedge” a designação de um ou mais instrumentos financeiros derivativos com o objetivo de compensar, no todo ou em parte, os riscos decorrentes da exposição às variações no valor de mercado ou no fluxo de caixa de qualquer ativo, passivo, compromisso ou transação futura prevista, registrado contabilmente ou não, ou ainda grupos ou partes desses itens com características similares e cuja resposta ao risco objeto de “hedge” ocorra de modo semelhante”.*

A Circular BACEN nº 3.082/2002 é relevante para a apreciação da questão enfrentada no presente estudo, pois prevê expressamente a possibilidade de realização de operações de cobertura para proteger o fluxo de caixa esperado em transação futura, independentemente do registro contábil. É o que se depreende da expressão “compromisso ou transação futura prevista, registrado contabilmente ou não”, utilizada no parágrafo 1º, do artigo 3º, da referida Circular.

A validade das operações com a finalidade de *hedge* de fluxo de caixa também encontra respaldo nas normas contábeis em vigor.

Realmente, as regras contábeis dividem as operações com finalidade de cobertura em três categorias distintas, a saber:

- *Hedge de valor justo*, cujo objetivo é proteger a exposição relativa a variações no valor justo de um ativo ou passivo reconhecido, ou de um compromisso firme não reconhecido, ou de um componente de quaisquer desses itens, que seja atribuível a risco específico e que possa afetar o resultado.

- *Hedge de fluxo de caixa*, que visa proteger a exposição relativa à variabilidade nos fluxos de caixa atribuíveis a riscos específicos associados a um ativo ou passivo reconhecido ou a um componente deles, ou a uma transação prevista altamente provável e que possa afetar o resultado.
- *Hedge de investimento líquido em operação no exterior*, por meio do qual se protege a exposição às variações de valor justo relativas a um investimento líquido no exterior.<sup>2</sup>

É importante esclarecer que tanto as regras regulatórias, quanto as regras contábeis utilizam a expressão “fluxo de caixa” em um sentido lato, para alcançar o fluxo monetário oriundo de um ativo, passivo, compromisso ou transação futura. Em rigor, a expressão “fluxo de caixa”, em seu sentido técnico, alcança todas as entradas e saídas de recursos financeiros de uma empresa. Porém, para fins regulatórios e contábeis, qualquer tipo de fluxo monetário de um ativo, passivo, compromisso ou transação futura, ainda que correspondente apenas às entradas, pode ser qualificado no âmbito do chamado “*hedge* de fluxo de caixa”, independentemente da questão semântica apontada. Assim, sob o enfoque contábil, as transações futuras altamente prováveis, inseridas no planejamento da alta administração da companhia, podem ser designadas como itens passíveis de proteção pelas operações com finalidade de cobertura (*hedge*).<sup>3</sup>

A título de ilustração, a proteção de receitas de exportações futuras e planejadas contra as oscilações de moeda estrangeira é tratada como um “*hedge* de fluxo de caixa” para fins contábeis, como se pode verificar do seguinte exemplo:

*“HEDGE DE FLUXO DE CAIXA DE EXPORTAÇÕES PLANEJADAS DE SUCO DE LARANJA. A exportadora A planeja vender seu estoque de suco de laranja para a Europa nos próximos quatro meses. A empresa poderia designar um hedge de fluxo de caixa contra as oscilações de moeda estrangeira sobre os recebíveis de exportações futuras para a Europa por meio de contratos derivativos futuros? Sim, este é um exemplo clássico de hedge de moeda estrangeira de fluxo de caixa. A Exportadora A deve garantir que as exportações planejadas sejam altamente prováveis com base nos históricos de vendas, orçamento e outras ferramentas de gestão financeira.”<sup>4</sup>*

<sup>2</sup> GALDI, Fernando Caio; BARRETO, Eric; FLORES, Eduardo. *Contabilidade de instrumentos financeiros – IFRS 9 – CPC 48*. São Paulo: Atlas, 2018, p. 188-189.

<sup>3</sup> GALDI, Fernando Caio; BARRETO, Eric; FLORES, Eduardo. *Contabilidade de instrumentos financeiros – IFRS 9 – CPC 48*. São Paulo: Atlas, 2018, p. 177.

<sup>4</sup> MOURAD, Nabil Ahmad; PARASKEVOPOULOS, Alexandre. *IFRS – normas internacionais de contabilidade para instrumentos financeiros IAS 32, IAS 39 e IFRS 7*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 93.

O item 6.5.2 do Pronunciamento Técnico CPC nº 48, que trata do registro contábil de instrumentos financeiros, menciona expressamente o “*hedge* de fluxo de caixa”, assim entendido o “*hedge* da exposição à variabilidade nos fluxos de caixa que seja atribuível a risco específico associado à totalidade de ativo ou passivo reconhecido, ou a um componente dele (como, por exemplo, a totalidade ou parte dos pagamentos de juros futuros sobre dívida de taxa variável) ou a transação prevista altamente provável e que possa afetar o resultado”.

Diante disso, percebe-se que a estratégia de proteção a ser buscada pelas pessoas jurídicas que pretendem proteger os seus resultados estimados ou fluxos de caixa futuros é perfeitamente legítima tanto sob a perspectiva das autoridades monetárias (BACEN), quanto sob o enfoque das regras contábeis em vigor.

Logo, os contribuintes podem realizar operações com contratos derivativos para proteger os resultados ou fluxos de caixa esperados de suas atividades econômicas, a fim de resguardá-los contra as oscilações de preços ou moedas, desde que tais operações sejam planejadas e altamente prováveis.

### 3. O conceito jurídico de operação de cobertura (*hedge*)

Visto que as regras regulatórias e contábeis conferem legitimidade à estratégia de proteção de risco cambial ou de oscilação de preços, passa-se a examinar o conceito jurídico de operação com finalidade de cobertura, com o intuito de verificar se as despesas ou perdas correspondentes podem ser deduzidas para fins de determinação do lucro real e da base de cálculo da CSLL.

Como se sabe, o artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995, ao tratar da tributação das operações realizadas nos mercados financeiros e de capitais, apresentou uma definição própria para as operações com finalidade de cobertura (*hedge*), nos seguintes termos:

*“Parágrafo 1º. Para efeito do disposto no inciso V, consideram-se de cobertura (hedge) as operações destinadas, exclusivamente, à proteção contra riscos inerentes às oscilações de preço ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado:*

*a) estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica;*

*b) destinar-se à proteção de direito ou obrigações da pessoa jurídica.”*

As operações de cobertura são caracterizadas a partir de sua finalidade de reduzir ou eliminar os riscos inerentes às oscilações de índices econômicos (preços, moedas, taxas e juros), por meio da contratação, no mercado de liquidação futura<sup>5</sup>, de uma operação em sentido inverso ao item patrimonial protegido no mercado à vista, a fim de que a perda incorrida em uma operação seja compensada, total ou parcialmente, com o ganho auferido na operação contraposta<sup>6</sup>.

Daí a definição de Rachel Sztajn no sentido de que “o hedge pode ser encarado como a participação em mercado futuro para evitar ou reduzir a exposição ao risco no mercado à vista. Isso implica celebrar contrato futuro como substituto temporário de uma operação à vista similar”<sup>7</sup>. Assim, ao realizar uma operação com finalidade de cobertura (*hedge*), o agente econômico utiliza uma estratégia financeira para neutralizar a sua posição (comprada ou vendida) em determinado item patrimonial, com o objetivo de reduzir ou limitar o impacto que as flutuações de índices econômicos podem causar nos resultados de sua atividade econômica.

É importante registrar que a finalidade de cobertura (*hedge*) não é uma característica intrínseca a determinado instrumento derivativo (termo, opção, futuro ou *swap*), refletindo, na verdade, a *função* ou a *utilidade prática* buscada pela pessoa jurídica no momento da realização da operação com o instrumento derivativo<sup>8</sup>. Não é correta, portanto, a afirmação de que determinada operação com derivativos tem a *natureza jurídica de hedge*, sendo mais adequado afirmar que essa é a sua *finalidade*, sob a perspectiva da pessoa jurídica que a contratou<sup>9</sup>. Pelo mesmo motivo, é equivocado afirmar que há “*hedge* com finalidade especulativa”, sendo certo que, ao menos sob o enfoque jurídico, para que seja qualificado como *hedge*, o contrato derivativo não pode ter finalidade especulativa.

<sup>5</sup> Segundo o artigo 1º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 283/1998, o mercado de liquidação futura compreende os mercados a termo, futuro, de opções e qualquer outro que mantenha pregão ou sistema eletrônico para a negociação de valores mobiliários em prazo superior ao estabelecido para os negócios no mercado à vista, sob a supervisão e a fiscalização de entidade reguladora.

<sup>6</sup> MÉLEGA, Luiz. As operações de hedging praticadas por firmas nacionais no comércio exterior – estrutura jurídica do hedge. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XVIII, v. 35, 1979, p. 54-55.

<sup>7</sup> SZTAJN, Raquel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultura Paulista, 1998, p. 189.

<sup>8</sup> É o que ensina Alberto Xavier: “[...] o conceito de hedge, ao menos para efeitos fiscais, não é um conceito estrutural, baseado nas características do negócio jurídico em que se traduz, mas um conceito funcional ou finalístico, cuja essência deriva da função que visa atingir e que é a de proteção de certos direitos e obrigações do patrimônio do sujeito contra riscos que o possam afetar negativamente” (XAVIER, Alberto. Regime tributário de operações de hedge realizadas em mercado de balcão: a distinção entre hedge interno e internacional. *Revista Dialética de Direito Tributário*, São Paulo, n. 233, 2015, p. 7).

<sup>9</sup> Como afirma Francisco Satiro, “[...] o hedge não é figura contratual. Não existe ‘contrato de hedge’. O hedge ou proteção de posição não é um contrato, mas a causa ou função econômica de certo contrato para o hedger” (SATIRO, Francisco. Derivativos de Bolsa. *Temas essenciais de Direito Empresarial – estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 597 – Coord. Luiz Fernando Martins Kuyven).

Nesse sentido, Elidie Palma Bifano aponta que o “hedge [...] não é um instrumento financeiro, em si, mas uma finalidade a que o instrumento pode destinar-se [...]. Por essa razão, efetuam-se operações financeiras com a finalidade de hedge e não operações de hedge, embora o mercado a elas assim se refira”<sup>10</sup>.

Logo, a finalidade especulativa nos contratos derivativos se caracteriza na hipótese em que o agente econômico adota uma posição, no mercado de liquidação futura, sem uma posição correspondente no mercado à vista. A distinção entre o *hedge* e a especulação reside justamente na pré-existência de um risco a ser protegido na operação de cobertura, o que não existe na especulação. Enquanto os *hedgers* utilizam os contratos derivativos para proteger os seus resultados, os especuladores operam com esses instrumentos com o único objetivo de obter ganhos<sup>11</sup>.

Daí decorre que o especulador nada mais é do que a contraparte do *hedger* no contrato derivativo, na medida em que assume, para si, a álea protegida pela pessoa jurídica que celebrou o contrato com a intenção de cobertura, apostando na alta ou na queda dos preços, a partir de tendências de mercado<sup>12</sup>. Nos mercados financeiro e de capitais, a especulação não deve ser encarada como algo negativo, pois a sua atuação confere liquidez ao mercado. Enquanto os *hedgers* recorrem aos contratos derivativos com a finalidade de proteção contra a volatilidade de índices financeiros, os especuladores operam com esses instrumentos com o único objetivo de obter resultados financeiros positivos, em função da alta ou da queda dos preços. Daí se dizer que os especuladores aceitam os riscos protegidos pelos *hedgers*, visando à maximização de seus ganhos financeiros.

É justamente por isso que a qualificação de um contrato derivativo como uma operação com finalidade de cobertura deve partir de uma verificação objetiva da realidade fática<sup>13</sup>, mediante a análise dos riscos protegidos e do comportamento dos instrumentos financeiros utilizados pela pessoa jurídica<sup>14</sup>.

<sup>10</sup> BIFANO, Elidie Palma. A tributação dos derivativos: conceito, dedutibilidade e discussões mais recentes. *O Direito Tributário e o mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2009, p. 129-130 – Coord. Roberto Quiroga Mosquera.

<sup>11</sup> BIFANO, Elidie Palma. *O Mercado financeiro e o Imposto de Renda*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 339.

<sup>12</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. São Paulo: Dialética, 1999, p. 232.

<sup>13</sup> Como já alertava Luiz Mélega, em 1979: “O que ocorre, na figura do ‘hedging’, é pura e simples interdependência factual, de índole econômica [...]” (MÉLEGA, Luiz. As operações de hedging praticadas por firmas nacionais no comércio exterior – estrutura jurídica do hedge. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XVIII, v. 35, 1979, p. 54).

<sup>14</sup> Na dicção de Ana Cláudia Akie Utumi: “Como já comentado, não há um tipo específico de operação que se denomine hedge. A caracterização como tal decorre da análise da operação realizada em relação aos riscos aos quais o investidor está exposto, bem como dos valores e prazos envolvidos. Ou seja, trata-se de uma constatação fática para se determinar se estamos diante ou não de uma operação de hedge” (UTUMI, Ana Cláudia Akie. Hedge via operações de swap: tributação pelo Imposto de Renda. *Revista Dialética de Direito Tributário*, São Paulo, n. 172, 2010, p. 18-19).

Segundo artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995, reproduzido acima, o conceito jurídico de operação com finalidade de cobertura (*hedge*) compreende as operações destinadas à proteção do resultado da pessoa jurídica face aos riscos inerentes às oscilações de preços ou de taxas, nas hipóteses em que o objeto do contrato negociado:

- (a) Estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica.
- (b) Destinar-se à proteção de seus direitos ou obrigações.

A alínea (a) contém um escopo abrangente, que alcança quaisquer contratos derivativos destinados à proteção de um risco (preço, taxa, índice, juros, moeda ou crédito) capaz de impactar atividade operacional da pessoa jurídica. Assim, a legislação adota um critério simples, que consiste na relação entre o objeto da operação de cobertura e a atividade operacional da empresa.

Diversamente, a alínea (b) acima trata da operação com finalidade de cobertura destinada à proteção de *direitos e obrigações* da pessoa jurídica.

Observe-se que o conceito de *direito* ou *obrigação* é mais amplo do que o mero registro de um *ativo* ou *passivo* contábil, tendo em vista que o direito ou obrigação a ser protegido pela pessoa jurídica não precisa ser, necessariamente, passível de registro na escrituração contábil. Nesse sentido, Lavínia Junqueira menciona que há direitos e obrigações que não são imediatamente reconhecidos como ativos e passivos nas demonstrações financeiras, tais como: (i) direitos e obrigações oriundos de negócios jurídicos sujeitos à condição suspensiva; (ii) as obrigações decorrentes de contratos de fiança e outros tipos de garantia; e (iii) os valores nocionais de contratos derivativos, que, para determinadas pessoas jurídicas, ainda podem ser registrados como itens “*off-balance sheet*”<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Confirma-se o entendimento da autora: “Importante notar que o conceito de direito ou obrigação é mais amplo do que o conceito de ativo ou passivo contábil, porque nem todo direito ou obrigação é passível de registro nos ativos e passivos da empresa. Alguns exemplos de direitos ou obrigações não contabilizados em ativos ou passivos: aqueles com condição suspensiva ou resolutória, condição aleatória, ainda incertas, aqueles decorrentes de fiança e outros tipos de garantia, incluindo performance, aqueles decorrentes de negociação de valores nominais em derivativos, aqueles ligados à negociação de bens não produzidos ainda, em algumas situações etc.” (JUNQUEIRA, Lavínia de Moraes de Almeida Nogueira. *Conceito jurídicotributário de operação de “hedging”*. *Direito Tributário e o Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 2009, p. 294 – Coord. Roberto Quiroga Mosquera).

A maior amplitude do conceito de *direito e obrigação* é importante para a atual realidade econômica das pessoas jurídicas por diferentes aspectos, dentre os quais se destacam, para efeito do presente estudo, os seguintes:

- (i) Direitos e obrigações sujeitos a condições suspensivas, que podem ser objeto de proteção, ainda que ainda não tenham sido registrados na escrituração contábil da pessoa jurídica.
- (ii) Evolução das estratégias de gestão de riscos e dos contratos derivativos adotados nas operações de cobertura, em virtude dos avanços nos mercados financeiro e de capitais.

De fato, as operações com finalidade de cobertura (*hedge*) podem proteger, além de direitos e obrigações, itens não reconhecidos no balanço patrimonial, mas sujeitos a riscos que podem afetar resultados futuros, variações no fluxo de caixa, transações projetadas e prováveis, entre outros elementos, impactando, assim, a atividade econômica da pessoa jurídica.

Em estudo doutrinário, Elidie Palma Bifano e Luciana Aguiar explicam que, embora as operações de cobertura, na sua origem, estivessem voltadas à proteção de ativos e passivos das sociedades, a complexidade atual das transações, com a crescente globalização das relações comerciais, exige que o administrador proteja itens que não estão, necessariamente, registrados no balanço patrimonial, mas que integram o patrimônio da sociedade em um sentido mais amplo, como é o caso *do fluxo de caixa e das receitas futuras*<sup>16</sup>. Não se quer, com isso, dizer que a alteração da realidade social e o aumento da complexidade das relações econômicas ampliaram o conceito jurídico de operação com finalidade de cobertura (*hedge*) previsto no artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995<sup>17</sup>. Na verdade, o que se pretende frisar é que as estratégias de proteção buscadas pelas empresas evoluíram com o desenvolvimento das relações econômicas, sendo que o antecedente normativo do

<sup>16</sup> Confira-se a posição das autoras: “[...] o conceito de hedge, na atualidade, não pode ser entendido como a compatibilidade perfeita de operações em sentido contrário, com datas de vencimento idênticas. O suporte negocial dessas operações terá importância relevante em termos tributários, como adiante se comentará [...]. Ao tomar um derivativo com finalidade de proteger-se, é certo que ele o faz na crença de que necessita buscar uma solução para o risco de seu negócio. São elementos fáticos determinantes da proteção: o mercado em que se insere a sociedade, suas perspectivas, o *fluxo de caixa esperado nos negócios*, o cenário econômico, o momento político local e internacional, e outros. Esses dados, próprios de cada operação desenvolvida, têm peso relevante nos negócios [...]” (BIFANO, Elidie Palma; AGUIAR, Luciana. Anotações sobre operações internacionais com a finalidade de cobertura (“hedge”). *Revista de Direito Tributário Internacional*, São Paulo, n. 10, p. 168-183, 2008).

<sup>17</sup> A respeito da hipercomplexidade do atual ambiente de negócios e a adaptação do direito à realidade fática, vide: TORRES, Silvia Faber. *A flexibilização do princípio da legalidade no Direito do Estado*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 305-306.

artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995 é amplo o suficiente para acomodar essa nova realidade.

Observe-se que o texto legal não esclarece se os itens (a) e (b) do artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995 são cumulativos ou alternativos, o que poderia suscitar dúvidas em relação às transações projetadas e prováveis, mas que ainda não se concretizaram sob o ponto de vista jurídico. O artigo 107 da Instrução Normativa RFB nº 1.700/2017 considerou que os requisitos para a caracterização da operação com finalidade de cobertura (*hedge*) são cumulativos, por meio da adição da conjunção aditiva “E” entre os dois incisos, tornando-os cumulativos<sup>18</sup>. Veja-se:

*“Art. 107. Consideram-se operações realizadas para fins de hedge as operações com derivativos destinadas, exclusivamente, à proteção contra riscos inerentes às oscilações de preço ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado:*

*I – estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica; e*

*II – destinar-se à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica. [G.n.]*

Assim, segundo o artigo 107 da Instrução Normativa RFB nº 1.700/2017, o direito ou a obrigação a ser objeto de proteção com o contrato derivativo deve estar relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica para que possa ser qualificado como uma operação de cobertura (*hedge*).

Em rigor, a exigência de que a operação de cobertura (*hedge*) esteja relacionada com a atividade da empresa deve ser observada em qualquer caso, uma vez que o próprio conceito de despesa necessária, previsto no artigo 47 da Lei nº 4.506/1964, exige que os dispêndios suportados pela pessoa jurídica sejam necessários, usuais e normais para a sua atividade econômica, bem como para a manutenção das fontes produtoras de rendimentos<sup>19,20</sup>.

<sup>18</sup> No passado, o artigo 35, parágrafo 2º, da revogada Instrução Normativa nº SRF 25/2001 acrescentou a conjunção disjuntiva “OU” entre os dois incisos, tornando-os alternativos. Por outro lado, o artigo 16 da Instrução Normativa SRF nº 404/2004, que trata do desconto de créditos de PIS e COFINS sobre as perdas de *hedge*, inseriu a conjunção aditiva “E” entre os dois incisos, o que deu origem às dúvidas sobre o tema.

<sup>19</sup> Esse parece ser o entendimento de Roberto Quiroga Mosquera, ao afirmar que “em todos os casos elencados pelo artigo 77 da Lei nº 8.981/95 estamos diante de operações que traduzem a realização da atividade principal da pessoa jurídica, atividades operacionais” (MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. São Paulo: Dialética, 1999, p. 231).

<sup>20</sup> Confira-se o texto legal: “Art. 47. São operacionais as despesas não computadas nos custos, necessárias à atividade da empresa e a manutenção da respectiva fonte produtora. §1º. São necessárias as despesas pagas ou incorridas para a realização das transações ou operações exigidas pela atividade da empresa. §2º As despesas operacionais admitidas são as usuais ou normais no tipo de transações, operações ou atividades da empresa”.

Assim, como a existência de uma relação de pertinência com a atividade econômica da pessoa jurídica é um requisito normativo para a dedução de qualquer despesa operacional, como prevê o artigo 47 da Lei nº 4.506/1964, seria razoável entender, pelo menos em uma primeira leitura, que o objetivo de proteger direitos e obrigações da pessoa jurídica é justamente o requisito adicional que qualifica a dedução das despesas e perdas oriundas de operações com a finalidade de cobertura.

Porém, há diferenças fundamentais entre o artigo 47 da Lei nº 4.506/1964 e o artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995 que precisam ser esclarecidas. As despesas necessárias são aquelas incorridas para a realização de qualquer transação ou operação exigida para o desenvolvimento da atividade econômica da pessoa jurídica e para manutenção das respectivas fontes produtoras de rendimentos. Trata-se, assim, de despesas incorridas em benefício da pessoa jurídica, para a realização de seu objeto social. Diversamente, as despesas incorridas nas operações com contratos derivativos não são, isoladamente consideradas, necessárias para a realização da atividade econômica da pessoa jurídica, mas servem justamente para proteger essas transações que são necessárias à atividade da empresa e à manutenção da respectiva fonte produtora dos rendimentos. Dito de outra forma, a relação de pertinência da operação de cobertura com a atividade da pessoa jurídica depende de uma investigação adicional relativa ao item protegido.

Note-se que o requisito da necessidade da despesa não deve ser interpretado literalmente, no sentido de que o dispêndio deve ser inevitável ou imprescindível para a atividade econômica da pessoa jurídica. Ao contrário, em certas circunstâncias, é possível que uma despesa aparentemente dispensável atenda aos pressupostos para a sua dedução na determinação do lucro real. Assim, a despesa não será necessária à atividade econômica da pessoa jurídica quando envolver a prática de ato de liberalidade, que deve ser entendido em seu sentido objetivo, na condição de ato de favor estranho aos objetivos sociais, contrário aos estatutos sociais ou que excede aos poderes conferidos à administração da empresa<sup>21</sup>. Tanto é assim que a própria lei societária estabelece, no artigo 154 da Lei nº 6.404/1966, que é vedado ao administrador praticar atos de liberalidade às custas da companhia.

---

<sup>21</sup> OLIVEIRA, Ricardo Mariz. *Fundamentos do Imposto de Renda*. São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 702.

O mesmo raciocínio se aplica à operação com finalidade de cobertura, pois a pessoa jurídica poderia desenvolver a sua atividade econômica sem incorrer nas despesas ou perdas relativas ao contrato derivativo. Por isso, o exame da finalidade de proteção deve ser realizado segundo critérios objetivos, sem qualquer julgamento pessoal ou juízo de valor a respeito das escolhas empresariais da pessoa jurídica. O intérprete, ao avaliar a política de gestão de risco da companhia, deve afastar ilações de ordem meramente subjetiva, examinando os fatos à luz da relação objetiva existente entre o item protegido, o contrato derivativo e a atividade econômica, evitando-se, com isso, inconsistências, incertezas e divergências baseadas em fatores unicamente subjetivos.

Com base em tais considerações, é possível afirmar que a alínea “a” do artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995 abrange as operações com finalidade de cobertura (*hedge*) que visam a proteger riscos relacionados à atividade operacional da pessoa jurídica, justamente porque a exploração de um empreendimento econômico envolve a assunção de diversos riscos, que podem se originar de fatores internos ou externos. Já a alínea “b” artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995 alcança os direitos e as obrigações que integram o patrimônio da pessoa jurídica em caráter geral, ainda que não constem do seu objeto social ou que decorram de atos atípicos, mas que também estejam sujeitos a oscilações de preço ou de taxas.

Daí decorre que as alíneas “a” e “b” do artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995 devem ser consideradas alternativas, de tal sorte que uma pessoa jurídica pode realizar operações com contratos derivativos para proteger operações com elevada probabilidade de ocorrência, mas que ainda não constituem direitos ou obrigações formalmente constituídas. Para tanto, basta que o item a ser protegido com o contrato derivativo esteja relacionado à atividade econômica da pessoa jurídica.

Humberto Ávila, ainda que sem entrar na discussão, parece partir do pressuposto que os requisitos previstos no artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995 são alternativos, de modo que bastaria a vinculação do item protegido com a atividade operacional da pessoa jurídica para o reconhecimento da finalidade de cobertura (*hedge*) do contrato derivativo. Veja-se:

*“Esses negócios jurídicos, à toda evidência, devem ser qualificados como autênticas operações de proteção ou hedge, inclusive do ponto de vista legal. Com efeito, segundo o art. 77 da Lei nº 8.981/1995, operações de cobertura (hedge) são as operações destinadas, exclusivamente, à proteção contra*

*riscos inerentes às oscilações de preço ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica ou destinar-se à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica<sup>22-23</sup>.” [G.n.]*

A posição é reforçada por Waldírio Bulgarelli, para quem “o hedge representa uma operação de cobertura contra riscos das variações e oscilações dos preços ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica, *ou ainda*, quando se destinar à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica”<sup>24</sup>.

Vale mencionar que a 1ª Turma Ordinária, da 4ª Câmara, da 1ª Seção do CARF, no Acórdão nº 1401-001.369, de 4.3.2015, reconheceu que os requisitos para a caracterização da operação com finalidade de cobertura (*hedge*) são alternativos, como se pode verificar da ementa abaixo:

*“OPERAÇÕES DE HEDGE. DEDUTIBILIDADE O artigo 77 da Lei nº 8.981/95 prevê que a dedutibilidade de despesas com operações de hedge requer que a operação esteja protegendo as atividades operacionais da pessoa jurídica ou que se destine a proteger direitos e obrigações da pessoa jurídica.” [G.n.]*

O período abrangido pela autuação fiscal abarca os anos-calendário de 2006, 2007 e 2008, época em que estava em vigor a Instrução Normativa RFB nº 25/2001, cujo artigo 35, parágrafo 2º, previa que os requisitos para a caracterização das operações com finalidade de cobertura eram alternativos, mediante o uso da conjunção alternativa “OU” entre os seus incisos I e II<sup>25</sup>. Apesar disso, o voto vencedor, redigido pelo Conselheiro André Mendes de Moura, assentou o caráter

<sup>22</sup> ÁVILA, Humberto. Operações de proteção contra variação do dólar e de redução dos custos operacionais. Hedge. Swap. Dedutibilidade da base de cálculo do IRPJ e da contribuição sobre o lucro líquido das despesas incorridas e das perdas sofridas. *Revista Dialética de Direito Tributário*, São Paulo, n. 193, 2011, p. 170.

<sup>23</sup> Vale registrar que, em outra passagem do trabalho, Humberto Ávila usa a conjunção “E”, o que sugeriria que os requisitos são cumulativos. Veja-se: “Note-se que a legislação específica não se afasta da regra geral, nem dos fundamentos constitucionais, ao garantir a dedutibilidade de despesas assumidas para a proteção contra riscos inerentes às oscilações de preço ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica e destinar-se à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica” (ÁVILA, Humberto. Operações de proteção contra variação do dólar e de redução dos custos operacionais. Hedge. Swap. Dedutibilidade da base de cálculo do IRPJ e da contribuição sobre o lucro líquido das despesas incorridas e das perdas sofridas. *Revista Dialética de Direito Tributário*, São Paulo, n. 193, 2011, p. 169). Porém, examinando o inteiro teor do trabalho, parece que a posição no autor é no sentido de que o elemento essencial para a dedução da despesa reside em sua relação com as atividades operacionais da pessoa jurídica.

<sup>24</sup> BULGARELLI, Waldírio. *Contratos mercantis*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 269.

<sup>25</sup> Veja-se: “Para efeito do disposto no parágrafo anterior, consideram-se de cobertura (*hedge*) as operações destinadas, exclusivamente, à proteção contra riscos inerentes às oscilações de preços ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado: I – estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica; *ou* II – destinar-se à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica”.

alternativo dos requisitos legais apenas com base na interpretação do artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995. Veja-se:

*“Assim, conforme o dispositivo acima, as operações de hedge devem estar relacionadas com as atividades operacionais da pessoa jurídica ou destinar-se à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica para ser possível a dedutibilidade de suas despesas para fins de apuração do Lucro Real. Com efeito, se a Turma entendeu pela regularidade do empréstimo, pela mesma razão, está comprovada que a operação de cobertura fora realizada, seja para proteger os direitos, seja para proteger as obrigações da empresa, uma vez que o primeiro se refere a seus investimentos na Argentina e o segundo se refere a empréstimos”.*

Trata-se, assim, de um importante precedente para justificar as operações com finalidade de cobertura destinadas à proteção do fluxo de caixa, na medida em que a turma julgadora do CARF considerou suficiente a relação entre o item protegido e a atividade operacional da pessoa jurídica.

Em rigor, o fluxo de caixa representa um elemento essencial para o desempenho da atividade econômica e para a administração de uma empresa. Sendo assim, a iniciativa de proteger os recebimentos esperados em um determinado intervalo temporal é imanente ao exercício de qualquer atividade empresarial, na medida em que o fluxo de caixa constitui ferramenta indispensável para a administração dos recursos financeiros da pessoa jurídica.

A partir do controle do fluxo de caixa e dos resultados projetados, os administradores poderão tomar as decisões necessárias ao exercício da atividade econômica da pessoa jurídica, o que corrobora a possibilidade de realização de operações de cobertura para a sua proteção contra as oscilações cambiais.

Daí se dizer que as operações com finalidade de cobertura (*hedge*) servem para reduzir a volatilidade do fluxo de caixa projetado pela companhia, protegendo, por consequência, a sua atividade econômica.

Vale ressaltar, ainda, que a legitimidade das operações de cobertura (*hedge*) para a proteção de fluxo de caixa, sob a perspectiva das autoridades monetárias (BACEN), confirma a sua regularidade no plano fiscal. Tanto é assim que a 1ª Câmara do antigo 1º Conselho de Contribuintes, no Acórdão nº 101-94.813, de 26.1.2005 (“Caso Latam Representações”), considerou que a Administração Tributária não pode, ao seu talante, descaracterizar operações de cobertura

consideradas legítimas sob a perspectiva das autoridades monetárias, que têm o poder-dever de regulamentar e fiscalizar as operações realizadas nos mercados financeiros e de capitais. Confira-se a ementa da decisão:

*“IRPJ. GLOSA DE DESPESAS FINANCEIRAS. PERDAS COM SWAP. DESCARACTERIZAÇÃO DO HEDGE. O art. 63 da Lei 8.383/91, ao determinar o cômputo, no lucro real, dos resultados líquidos obtidos nas operações de hedge, remeteu a norma tributária às normas da autoridade monetária. Cumpridas as normas da autoridade monetária, com o registro da captação de recursos em moeda estrangeira e comunicação da realização do hedge, sem qualquer oposição manifestada pelo Bacen, não há razão para que a fiscalização descaracterize o hedge”.*

Assim, considerando que a Circular nº 3.082/2002 admite a contratação de operações de cobertura (*hedge*) com a finalidade de proteger os resultados futuros, pode-se afirmar, com suporte no precedente acima, que a legalidade formal da operação de cobertura milita a favor da pessoa jurídica que realizou a operação com instrumentos derivativos, desde que observados os demais requisitos necessários para a comprovação da finalidade protetiva dos contratos derivativos utilizados.

Ademais, a 1ª Câmara do Primeiro Conselho de Contribuintes, no julgamento do Acórdão nº 101-93139, de 16.08.2000, considerou que cabe à fiscalização o ônus de descaracterizar a operação com finalidade de *hedge*, nos casos em que o contribuinte apresenta os contratos derivativos, os extratos bancários que evidenciam as perdas, bem como a relação de ativos protegidos. Veja-se:

*“IRPJ – PREJUÍZOS COM “HEDGE”. Se o contribuinte coloca à disposição do Fisco a documentação representativa dos ativos em ouro e dólar, cujas variações o “hedge”, provavelmente visava proteger; prova a existência de outros contratos em cuja liquidação auferiu resultados positivos, bem como demonstra a liquidação dos contratos, através de créditos em conta; e o Fisco não apresenta qualquer elemento objetivo que colocasse em dúvida a efetividade das operações e mesmo normalidade de tais operações: dá-se provimento ao recurso”.*

Em sentido semelhante, é possível mencionar o Acórdão nº 1301-002.915, de 10.4.2017, no qual a 1ª Turma Ordinária, da 3ª Câmara, da 1ª Seção do CARF converteu o julgamento em diligência para o envio de ofício às instituições financeiras, que deveriam comprovar o registro dos contratos de *swap* na Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (“CETIP”). Como o registro junto aos órgãos competentes cabe às instituições financeiras, a turma julgadora entendeu que

a finalidade de *hedge* não poderia ser descaracterizada sem que os meios de prova pertinentes fossem devidamente esgotados. Ainda de acordo com tal decisão, a finalidade de cobertura (*hedge*) dos contratos de *swap* restou comprovada, pois a pessoa jurídica atuada, que exportava carnes para clientes no exterior, protegeu as suas operações de financiamento e as suas receitas de exportação<sup>26</sup>.

Nessa altura da exposição, é interessante mencionar que a 1ª Turma Ordinária, da 3ª Câmara, da 1ª Seção do CARF, no Acórdão nº 1301-004.082, de 17.9.2019, cancelou parcialmente autuação fiscal de IRPJ e CSLL lavrada contra pessoa jurídica que realizava operações com finalidade de *hedge* para a proteção de receitas de exportação estimadas, com base em operações prováveis.

No caso em tela, a pessoa jurídica atuada desenvolvia a atividade de fabricação de pás para aerogeradores de energia eólica, e uma parcela significativa de seus resultados decorria de operações de exportação. Com o objetivo de reduzir a volatilidade cambial que poderia afetar as suas receitas de exportação, a pessoa jurídica em questão realizou operações com contratos derivativos (*swap* e termo de moeda estrangeira) para proteger o seu volume estimado de exportações para os anos-calendário de 2008 e 2009, que havia sido calculado com base no saldo de pedidos de compra de anos anteriores (“*backlog*”) e no volume de vendas previsto em contratos de fornecimento (“*forecast*”). Ocorre que, em virtude da maxidesvalorização do Real ocorrida entre agosto e dezembro de 2008, em decorrência da crise imobiliária do *subprime* nos Estados Unidos, a pessoa jurídica atuada optou por encerrar as suas posições nos referidos contratos derivativos, o que levou ao reconhecimento de perdas significativas nos meses de outubro de 2008 e março de 2009.

Ao tomar conhecimento dos fatos, a fiscalização lavrou autos de infração de IRPJ e CSLL para glosar a dedução das perdas decorrentes dos aludidos contratos derivativos, sob as seguintes alegações: (i) falta de comprovação da efetividade das perdas financeiras; e (ii) falta de comprovação da finalidade de proteção (*hedge*), em virtude da desproporção entre as receitas de exportação e as perdas com derivativos e da impossibilidade de utilização de pedidos de compra para a comprovação dos ativos protegidos pela empresa no mercado à vista.

---

<sup>26</sup> Confira-se a ementa da decisão: “APLICAÇÃO FINANCEIRA. SWAP PARA FINS DE HEDGE. DEDUÇÃO DE PERDAS. Os lançamentos fiscais aqui controvertidos partem da premissa errônea de que as perdas em operações de Swap para Hedge teriam finalidade especulativa, o que não se comprovou”.

Após uma decisão desfavorável em primeira instância administrativa, a 1ª Turma Ordinária, da 3ª Câmara, da 1ª Seção do CARF, com base em voto proferido pelo Conselheiro Fernando Brasil, julgou parcialmente procedente o recurso voluntário interposto pela empresa, reconhecendo que o direito passível de proteção, por meio de operações com finalidade de cobertura (*hedge*), não precisa estar registrado contabilmente, podendo ser, inclusive, o fluxo de caixa futuro de qualquer ativo. Assim, com suporte nas regras regulatórias do Banco Central do Brasil (em especial, o artigo 3º, parágrafo 1º, da Circular nº 3.082/2002), a turma julgadora considerou válida a estratégia de proteção de operações altamente prováveis, que foram calculadas com base em pedidos de compra atrelados a contratos de fornecimento devidamente formalizados. Em reforço, o voto proferido pelo Conselheiro Fernando Brasil ainda menciona que a finalidade de *hedge* de determinada operação com contratos derivativos deve ser examinada com base no cenário econômico e na estratégia de gestão de risco adotada pelo contribuinte à época, afastando, assim, a equivocada comparação feita pela fiscalização entre as receitas de exportação efetivamente recebidas e as perdas apuradas no período.

O acórdão em questão também reconhece que, em virtude de circunstâncias excepcionais, o fluxo de caixa futuro estimado pelo contribuinte no momento da contratação dos derivativos pode não se concretizar, sem que isso afete a sua finalidade de *hedge*, como aconteceu com a crise econômica de 2008, que conduziu ao cancelamento de diversos pedidos de compra recebidos pela empresa.

Vale esclarecer que o recurso voluntário foi julgado de forma parcialmente favorável ao contribuinte, tendo sido mantida a autuação fiscal em relação às perdas não comprovadas e à parcela de perdas de contratos derivativos cujos valores nocionais excediam à exposição cambial estimada, segundo valores indicados pelo próprio contribuinte em sua defesa administrativa.

Por fim, com relação à CSLL, a turma julgadora acertadamente reconheceu que não há base legal para a adição de perdas incorridas em operações de renda variável, de forma que a autuação fiscal foi mantida apenas em relação às perdas não comprovadas, em virtude da falta de apresentação de documentos.

Com base nas considerações acima, percebe-se que o Acórdão nº 1301-004.082 constitui um importante precedente proferido pelo CARF, no qual se reconheceu a finalidade de cobertura (*hedge*) de contratos derivativos celebrados para a proteção do fluxo de caixa esperado de transações futuras.

Aliás, ainda sobre a possibilidade de proteção de operações futuras, é interessante mencionar que a legislação tributária norte-americana, na seção 1.221 (b)(2)(a) do *Internal Revenue Code* (“IRC”), prevê expressamente que operação com finalidade de cobertura (*hedge*) pode estar relacionada com ativos ou passivos que a pessoa jurídica *possui* ou *irá possuir*. Veja-se:

*“Section 1221(b)(2)(A)*

*For purposes of this section, the term ‘hedging transaction’ means any transaction entered into by the taxpayer in the normal course of the taxpayer’s trade or business primarily –*

*(1) to manage risk of price changes or currency fluctuations with respect to ordinary property which is held or to be held by the taxpayer;*

*(2) to manage risk of interest rate or price changes or currency fluctuations with respect to borrowings made or to be made, or ordinary obligations incurred or to be incurred, by the taxpayer; or*

*(3) to manage such other risks as the Secretary may prescribe in regulations”.*  
[G.n.]

Como se vê, em razão do grande desenvolvimento do mercado de derivativos nos Estados Unidos e do avanço da legislação tributária daquele país, a definição legal adotada na seção 1.221 (b)(2)(a) do IRC deixa claro que a operação de *hedge* pode alcançar transações futuras e prováveis.

Trata-se, assim, de uma definição mais explícita do que aquela adotada no Brasil pelo artigo 77 da Lei nº 8.981/1995, examinado linhas acima. De todo modo, independentemente das diferenças no texto legal, fato é que os contratos derivativos que protegem a atividade econômica da pessoa jurídica, tal como o seu fluxo de caixa, atendem às condições necessárias para a sua qualificação no conceito jurídico de operação de cobertura, como visto acima.

Pelo exposto, é possível concluir que, desde que o fluxo de caixa a ser protegido pela pessoa jurídica esteja relacionado à sua atividade econômica, as despesas e perdas correspondentes devem ser consideradas dedutíveis para fins de determinação do lucro real e da base de cálculo da CSLL<sup>27</sup>.

<sup>27</sup> Desde que atendidos os requisitos previstos na legislação em vigor, as despesas e perdas apuradas em operações com a finalidade de cobertura (*hedge*) são consideradas integralmente dedutíveis do lucro líquido, para fins de determinação do lucro real e da base de cálculo da CSLL. Nesse sentido, confira-se o acórdão nº 1201-001.125, de 25.11.2014: “PERDAS. APLICAÇÕES FINANCEIRAS. HEDGE. São plenamente dedutíveis na determinação do lucro real as perdas verificadas pela pessoa jurídica em aplicações financeiras em bolsa e em swap quando tais aplicações tiverem como finalidade o *hedge*”.

#### 4. A estratégia de proteção de resultados estimados e o possível descasamento dos valores nocionais dos contratos derivativos

Como visto acima, o artigo 107 da Instrução Normativa RFB nº 1.700/2017 considerou que os requisitos para a caracterização da operação com finalidade de cobertura (*hedge*) são cumulativos, por meio da adição da conjunção aditiva “E” entre os dois incisos. Veja-se:

*“Art. 107. Consideram-se operações realizadas para fins de hedge as operações com derivativos destinadas, exclusivamente, à proteção contra riscos inerentes às oscilações de preço ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado:*

*I – estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica; e*

*II – destinar-se à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica”. [G.n.]*

Assim, na visão da Administração Tributária, a operação com finalidade de cobertura, além de estar relacionada com a atividade operacional da pessoa jurídica, deve proteger direitos ou obrigações da pessoa jurídica.

Daí decorre que a estratégia de proteção de resultados estimados pela pessoa jurídica, por meio de contratos derivativos, pode ser considerada pelas autoridades fiscais como uma operação de renda variável que não atende aos requisitos para a sua qualificação como uma operação com finalidade de cobertura, em virtude da ausência de direitos e obrigações juridicamente exigíveis e formalmente constituídos, segundo as normas jurídicas aplicáveis. Nessa hipótese, ausente a finalidade de *hedge*, as perdas apuradas em operações realizadas no mercado de renda variável serão dedutíveis até o limite dos ganhos auferidos em operações da mesma natureza, nos termos do artigo 72, parágrafo 4º, da Lei nº 8.981/1995<sup>28</sup>.

Vale ressaltar que a realização de operações de cobertura (*hedge*) para a proteção de fluxos de caixa oriundos de transações prováveis recomenda a observância de certas cautelas pelos contribuintes, tais como:

---

<sup>28</sup> Confira-se a redação do texto legal: “§4º As perdas apuradas nas operações de que trata este artigo poderão ser compensadas com os ganhos líquidos auferidos nos meses subsequentes, em operações da mesma natureza”.

- (i) As projeções dos fluxos de caixa elaboradas pela pessoa jurídica devem ser baseadas em estimativas consistentes.
- (ii) As operações incluídas nas projeções dos fluxos de caixa devem ser prováveis.
- (iii) As operações inseridas nas projeções de fluxos de caixa, para efeito de proteção, devem estar sujeitas a riscos, em razão da oscilação de preços, índices ou taxas.
- (iv) A proporção entre a exposição cambial protegida e os valores nominais dos contratos derivativos deve ser observada, evitando-se descasamentos excessivos.
- (v) As estimativas de resultados esperados e os prazos dos instrumentos derivativos devem ser conciliados de forma equilibrada.
- (vi) A eficácia do instrumento financeiro para a proteção do ativo-base protegido deve ser devidamente demonstrada, mediante a evidenciação de contrapartidas inversas entre o item objeto de proteção e o respectivo instrumento derivativo escolhido (i.e., adequação do contrato derivativo a uma função protetiva).

Evidentemente, a aderência entre o valor nominal do contrato derivativo e o valor a ser objeto de proteção não precisa ser perfeita, o que seria absolutamente inviável na atual dinâmica das atividades empresariais. Tanto é assim que a 1ª Câmara do antigo Primeiro Conselho de Contribuintes, no julgamento do Acórdão nº 101-91.027, de 13.05.1997, considerou que as eventuais diferenças nos fluxos financeiros não são suficientes para caracterizar a finalidade de especulação, tendo em vista que a lei não exige o cruzamento integral entre os fluxos financeiros do item patrimonial protegido e os fluxos financeiros do instrumento de proteção<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Veja-se a ementa da decisão: "HEDGE – OPERAÇÕES COM SOJA, FARELO DE SOJA E ÓLEO DE SOJA – Até o exercício de 1985, período base 1984, os resultados líquidos em operações a termo em Bolsa de Mercadorias no exterior são excluídos na apuração do lucro real, não caracterizando especulação a inexistência de sincronia nos contratos pertinentes ao mercado a termo e o mercado físico das exportações, notadamente se as negociações giraram indistintamente em torno de matéria prima sazonal (soja em grão) e seus derivados (óleo e farelo de soja) derivados".

Acertadamente, a turma julgadora considerou que a inexistência de sincronia entre as operações realizadas no mercado futuro e aquelas efetuadas no mercado à vista, por si só, não caracteriza a especulação, principalmente quando a fiscalização deixa de levar em consideração as particularidades do caso concreto. Na ocasião, segundo se pode depreender do voto proferido pelo conselheiro relator Raul Pimentel, a fiscalização deixou de considerar (i) a transformação industrial da soja em grão em óleo de soja e farelo de soja; e (ii) os intervalos entre os contratos de fornecimento de matéria-prima, em face de variações sofridas no mercado fornecedor devido às condições climáticas. Além disso, a turma julgadora asseverou que a Lei nº 8.981/1995, ao disciplinar o conceito de operação com finalidade de cobertura para fins tributários, não prevê que a falta de sincronia nas operações implica a desclassificação da finalidade de “*hedge*” do instrumento derivativo.

Realmente, a afirmação da turma julgadora é acertada, pois o artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995 não exige uma estrita relação matemática entre o valor nominal dos contratos derivativos e os itens patrimoniais protegidos pelo contribuinte. Ao contrário, a lei apenas prevê que essas despesas ou perdas devem decorrer de operações destinadas a proteger às atividades da pessoa jurídica. Porém, fato é que a existência de algum grau de correção entre o valor nominal dos contratos derivativos e a exposição no mercado à vista é inerente à finalidade de proteção.

Nesse contexto, cabe alertar que o agente econômico não realiza a operação com finalidade de cobertura (*hedge*) para proteger, necessariamente, a sua exposição total. Essa prática é absolutamente normal no mercado. Como exemplo, um produtor rural pode celebrar contratos futuros de *commodities* para proteger o preço futuro de 80% de sua produção, a fim de que eventual quebra na cultura estimada não afete a sua posição na bolsa de mercadorias e futuros. Esse aparente desvio é completamente compreensível e justificável, não interferindo na caracterização da operação de cobertura para fins tributários<sup>30</sup>.

No passado, o Pronunciamento do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC nº 38, atualmente revogado, em seu parágrafo AG 105 do Apêndice A – Guia de Aplicação, determinava que a operação de *hedge* somente seria considerada eficaz se

---

<sup>30</sup> Cite-se, como exemplo, o Acórdão nº 101-95.176, de 12.9.2005, no qual a 1ª Câmara do Primeiro Conselho de Contribuintes considerou que, uma vez comprovada a existência de operações indexadas em moeda estrangeira, as operações com instrumentos derivativos devem ser entendidas no seu contexto operacional macro de *hedge*. Veja-se: “HEDGE – INSTITUIÇÃO FINANCEIRA – LIMITAÇÕES NA COMPENSAÇÃO DE PERDAS – INAPLICABILIDADE – Restando configurado que a instituição financeira possuía diversas operações de renda variável indexadas em moedas estrangeiras, as suas operações com opções flexíveis de dólar devem ser entendidas no seu contexto operacional macro como *hedge*. Assim sendo, inaplicáveis as regras do Capítulo VI da Lei 8.981/95, bem como a limitação prevista no parágrafo 4º do artigo 76 do mesmo diploma legal. Recurso provido”.

ficasse constatado que o resultado da operação de proteção estava entre 80% e 125% da operação objeto de cobertura. Atualmente, o Pronunciamento do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC nº 48 não possui mais a previsão relativa ao referido intervalo. A revogação do intervalo provavelmente se deve ao fato de que a eficácia do *hedge* deve ser mensurada por meio de comparação entre o valor nominal das operações com instrumentos derivativos e o valor dos itens protegidos, independentemente do resultado efetivo das operações contratadas<sup>31</sup>. Esses indicadores quantitativos, inseridos no “método da compensação monetária”, fez com que muitas operações com finalidade de cobertura deixassem de ser contabilizadas pela metodologia de “*hedge accounting*”, em virtude de sua excessiva rigidez, ainda que a própria regra contábil admitisse a utilização de outros mecanismos para a avaliação da eficácia do instrumento de *hedge*. Seja como for, sob o ponto de vista jurídico, não há dúvida quanto à validade de uma operação com finalidade de cobertura (*hedge*) imperfeita, na qual o valor nominal dos derivativos é superior ou inferior ao valor dos itens protegidos pela empresa.

Por isso, diante de circunstâncias imprevistas, é possível que o agente econômico passe de uma posição de “*under-hedge*” para “*over-hedge*”, em virtude da exacerbada deterioração dos ativos ou passivos inicialmente designados para proteção. Nesse possível cenário, os valores nominais dos instrumentos financeiros ficarão superiores aos saldos de itens protegidos na mesma data, ainda que por um curto período. Apesar disso, o Fisco não poderá alegar que o contrato derivativo tem finalidade especulativa, pois o cancelamento de determinações operações é uma contingência da atividade econômica, que independe da vontade da empresa. Por isso, não é razoável admitir que, por esse motivo, a autoridade fiscal possa considerar que os contratos derivativos têm finalidade especulativa. Até porque, em decorrência da própria dinâmica dos negócios, o chamado “*hedge perfeito*” é uma exceção, pois, na maior parte das situações, o fluxo financeiro do contrato derivativo não é exatamente equivalente ao fluxo no mercado físico, seja porque os contratos derivativos são padronizados, seja porque o valor a ser protegido pode apenas ser estimado.

É por essa razão que a finalidade da operação de cobertura deve ser verificada a partir da função perseguida pela pessoa jurídica no momento da contratação dos derivativos, por meio da análise conjunta dos critérios levados em consideração para a contratação do *hedge*. Afinal de contas, a despeito do cuidado empregado no exame do cenário econômico antes da contratação da operação de cobertura, não se pode ignorar que fatores e fenômenos imprevisíveis podem ocasionar mudanças bruscas no comportamento do mercado, afetando a exposição de

<sup>31</sup> GALDI, Fernando Caio; BARRETO, Eric; FLORES, Eduardo. *Contabilidade de instrumentos financeiros – IFRS 9 – CPC 48*. São Paulo: Atlas, 2018, p. 169.

risco inicialmente calculada pela empresa. Essa perspectiva é confirmada pelo fato de que a operação com finalidade de cobertura (*hedge*) não elimina riscos, funcionando, na verdade, como uma estratégia de administração de riscos, que varia de empresa para empresa, no âmbito de sua gestão de exposições. É o que ocorre, por exemplo no caso de um contrato de *swap* utilizado para a troca da variação do dólar pela variação do Certificado de Depósito Interbancário (“CDI”)<sup>32</sup>.

Outro aspecto a ser destacado é que não cabe ao Fisco, em sua atividade de fiscalização, pretender substituir a decisão tomada pelo contribuinte em sua estratégia de proteção de exposição cambial, apenas com base em sua opinião particular a respeito do tema. As autoridades fiscais, no âmbito da atividade vinculada relativa ao lançamento de ofício, devem avaliar o cumprimento adequado, ou não, da lei tributária, mas jamais o mérito das decisões empresariais adotadas pelo contribuinte. A impossibilidade de ingerência do Fisco nas decisões empresariais é reconhecida na jurisprudência, como se pode verificar do Acórdão n. 101-95.806, de 27.12.2006, proferido pela 1ª Câmara do Primeiro Conselho de Contribuintes, no qual consta que a “conveniência do negócio regularmente realizado é alvitre da administração, que à evidência usou critérios lógicos para sua realização, correndo os riscos que são inerentes”. Outro não foi o entendimento manifestado pela antiga 7ª Câmara do Primeiro Conselho de Contribuintes no Acórdão n. 107-08400, de 15.11.2006, no qual se afirmou categoricamente que “o fisco não pode intervir em questão de conveniência e oportunidade”.

Nesse contexto, vale ressaltar que o Fisco não pode, sequer, examinar a qualidade da gestão empresarial do contribuinte, conforme apontado na seguinte passagem do Acórdão nº 9101-001394, de 17.2.2012, da 1ª Turma da Câmara Superior de Recursos Fiscais (“CSRF”), no qual se assentou que “uma boa ou má gestão empresarial não é descartável, e não pode ser criticada ou impugnada pelo Fisco, sob pena de se invadir a privacidade das políticas internas adotadas pelas empresas”. Assim, o Fisco não pode se imiscuir nas decisões empresariais, especialmente nas estratégias de proteção cambial adotadas pelo contribuinte.

---

<sup>32</sup> Esse aspecto foi bem destacado por Alessandro Broedel Lopes, Fernando Caio Galdi e Iran Siqueira Lima: “Não existem operações no mercado financeiro que eliminem completamente o risco. O que ocorre é uma transferência para um risco com a qual a entidade esteja mais confortável. Um risco que ela prefira correr. Essa administração dos riscos que a empresa pretende correr é chamada de gestão de riscos. [...] As empresas modernas possuem áreas especializadas na gestão de riscos. O objetivo dessas áreas é justamente alinhar o perfil risco versus retorno das atividades desenvolvidas pela empresa com o seu posicionamento estratégico. A decisão de quanto risco correr é uma decisão da alta administração da firma. Ou seja, não existe nível de risco certo ou errado. A empresa escolhe o posicionamento que melhor se adequa aos seus objetivos” (LOPES, Alessandro Broedel; GALDI, Fernando Caio; LIMA, Iran Siqueira. *Manual de Contabilidade e Tributação de Instrumentos Financeiros e Derivativos*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011, p. 250).

Por fim, com relação à comprovação, cabe destacar que, segundo o artigo 108 da Instrução Normativa RFB nº 1.700/2017, a pessoa jurídica deve manter conjunto probatório apto a evidenciar a necessidade da operação de cobertura, o processo e a metodologia de gerenciamento de risco, bem como a correlação entre as operações contratadas e os contratos derivativos. Para tanto, a pessoa jurídica deve demonstrar os valores protegidos, o processo de gerenciamento de risco, a metodologia utilizada para a apuração dos valores e a correção existente entre o instrumento derivativo e os retornos esperados dos itens objeto de proteção no mercado à vista.

## 5. A base de cálculo da CSLL

No que tange à apuração da base de cálculo da CSLL, deve-se registrar que inexistente norma jurídica semelhante ao artigo 77, parágrafo 1º, da Lei nº 8.981/1995, a qual é aplicável à apuração do lucro real. Dessa forma, não há previsão para adição, à base de cálculo da CSLL, das perdas auferidas em operações de renda variável, independentemente da finalidade de cobertura.

Nesse sentido, confira-se o entendimento manifestado pela própria Coordenação Geral de Tributação (COSIT), órgão responsável pela interpretação da legislação tributária federal, na Solução de Consulta COSIT nº 198, de 9.7.2014, cuja ementa segue abaixo reproduzida:

*“EMENTA: RENDA VARIÁVEL. PERDAS. DEDUÇÃO. As pessoas jurídicas que apuram o Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas – IRPJ com base no lucro real poderão deduzir da base de cálculo da CSLL as perdas em operações realizadas no mercado de renda variável, sem a limitação imposta pelo §4º do art. 76 da Lei nº 8.981, de 1995”.*

*DISPOSITIVOS LEGAIS: Lei nº 8.981, de 1995, arts. 57, 72 e 76. Instrução Normativa RFB nº 1.022, de 2010.*

Vale ressaltar que, segundo o artigo 9 da Instrução Normativa RFB nº 1.434, de 30.12.2013, as Soluções de Consulta e as Soluções de Divergência emitidas pela COSIT possuem efeito vinculante para a Administração Tributária e respaldam qualquer sujeito passivo que seguir a sua interpretação<sup>33</sup>. Assim, as autoridades administrativas estão obrigadas a seguir a Solução de Consulta COSIT nº 198, em virtude do princípio da vinculação da Administração Pública a seus próprios atos.

<sup>33</sup> Veja-se: “Art. 9º A Solução de Consulta Cosit e a Solução de Divergência, a partir da data de sua publicação, têm efeito vinculante no âmbito da RFB, respaldam o sujeito passivo que as aplicar, independentemente de ser o consulente, desde que se enquadre na hipótese por elas abrangida, sem prejuízo de que a autoridade fiscal, em procedimento de fiscalização, verifique seu efetivo enquadramento”.

Tanto isso é verdade que a 1ª Turma Ordinária, da 4ª Câmara, da 1ª Seção do CARF, no Acórdão nº 1401-002.352, de 10.04.2018, reconheceu que as perdas auferidas em operações com contratos derivativos são dedutíveis da base de cálculo da CSLL, ainda que não fique caracterizada a finalidade de proteção. Confira-se o seguinte trecho da ementa da citada decisão:

*“CSLL. FALTA DE PREVISÃO LEGAL PARA ADIÇÃO À SUA BASE DE CÁLCULO DE PERDAS EM OPERAÇÃO DE HEDGE. Nem todos os ajustes impostos ao IRPJ aplicam-se indistintamente à CSLL. No caso concreto, não há previsão legal de adição à base da CSLL do valor de perdas em cobertura cambial que foram descaracterizadas com tal pela fiscalização, pois referida regra legal somente é aplicável ao IRPJ, sendo inclusive reconhecida pela própria RFB por meio de Solução de Consulta (SC COSIT 198/2014). Lançamento que se afasta.<sup>34</sup>”*

Por último, acrescente-se que a própria Instrução Normativa RFB nº 1.700/2017, no item 167 de sua tabela de adições ao lucro líquido (anexo I), reconheceu que não há base legal para a adição das perdas de renda variável à base de cálculo da CSLL, independentemente da caracterização da finalidade de cobertura.

Por tais razões, sem prejuízos dos comentários feitos nos itens anteriores relacionados à determinação do lucro real, as despesas e perdas oriundas de operações de renda variável são dedutíveis do lucro líquido contábil, para fins de determinação da base de cálculo da CSLL, conforme reconhecido pelo próprio Fisco na Instrução Normativa RFB nº 1.700/2017 e na Solução de Consulta COSIT nº 198.

## 6. Conclusões

Face ao exposto, é possível concluir que:

- (i) As regras regulatórias emitidas pelo BACEN e as regras contábeis admitem a proteção de fluxos de caixa oriundos de transações prováveis.
- (ii) O conceito de direito ou obrigação é mais amplo do que o mero registro de ativo ou passivo contábil, tendo em vista que o direito

<sup>34</sup> No mesmo sentido, é possível citar o Acórdão nº 103-23.135, de 08.08.2007, da 3ª Câmara do antigo Conselho de Contribuintes, bem como o Acórdão nº 1301-004.082, de 17.09.2019, da 1ª Turma Ordinária, da 3ª Câmara, da 1ª Seção do CARF.

ou obrigação a ser protegido pela pessoa jurídica não precisa ser, necessariamente, passível de registro imediato na sua escrituração contábil.

- (iii) As operações com finalidade de cobertura podem proteger, além de direitos e obrigações, itens não reconhecidos no balanço patrimonial, mas sujeitos a riscos que podem afetar os resultados futuros de uma empresa, como transações projetadas e prováveis, que ainda não se concretizaram.
- (iv) A iniciativa de proteger os recebimentos esperados em um determinado intervalo temporal é imanente ao exercício de qualquer atividade empresarial, na medida em que o fluxo de caixa constitui ferramenta indispensável para a administração dos recursos financeiros da pessoa jurídica.
- (v) Do ponto de vista da apuração da base de cálculo da CSLL, não há norma correspondente ao artigo 77 da Lei nº 8.981/1995, o que significa dizer que a dedutibilidade das perdas incorridas em operações realizadas no mercado de renda variável é admitida, independentemente da finalidade das operações.