

Evidenciação de riscos de empresas que captam recursos no mercado de capitais brasileiro: um estudo do setor de energia elétrica

Julien Ariani de Souza Laudelino (FURB) - j.lauds@hotmail.com

Francisco Carlos Fernandes (FURB) - fernandes.francisco@uol.com.br

Resumo:

A transparência necessária ao bom relacionamento da empresa com o mercado, bem como os requisitos legais inerentes à captação de recursos no mercado de capitais impõem à empresa a elaboração de prospectos informativos de sua situação econômico-financeira que sejam suficientes para sustentar adequadamente a decisão dos investidores. Uma análise adequada exige também informações sobre riscos. Este estudo tem como objetivo investigar se as empresas brasileiras com ações negociadas na BOVESPA evidenciam satisfatoriamente os riscos importantes para a decisão dos investidores no momento em que lançam ofertas de títulos no mercado de capitais. A pesquisa caracteriza-se como descritiva e documental, com abordagem qualitativa e quantitativa. A população é constituída pelas empresas brasileiras que captam recursos no mercado de capitais e a amostra intencional é formada por 14 empresas de energia elétrica que fizeram ofertas públicas de valores na BOVESPA no período de 01/01/2006 a 31/12/2006. O desenvolvimento da pesquisa passou pela análise dos prospectos, classificação das informações ali contidas em categorias de risco e pelo estabelecimento de padrões que permitiram a pontuação das informações divulgadas e a elaboração de um ranking das empresas analisadas. Verifica-se que os prospectos não contém informações que permitam a percepção da gravidade dos riscos e os mecanismos de controle utilizados na sua gestão. Conclui-se que, embora algumas empresas tenham atingido melhores graus de satisfação na evidenciação de seus riscos, o nível de evidenciação geral atual admite melhorias em termos de satisfação das necessidades de informação dos investidores.

Palavras-chave: *Gestão de Riscos. Evidenciação de Riscos. Bovespa. Governança Corporativa.*

Área temática: *Controladoria*

Evidenciação de riscos de empresas que captam recursos no mercado de capitais brasileiro: um estudo do setor de energia elétrica

Resumo

A transparência necessária ao bom relacionamento da empresa com o mercado, bem como os requisitos legais inerentes à captação de recursos no mercado de capitais impõem à empresa a elaboração de prospectos informativos de sua situação econômico-financeira que sejam suficientes para sustentar adequadamente a decisão dos investidores. Uma análise adequada exige também informações sobre riscos. Este estudo tem como objetivo investigar se as empresas brasileiras com ações negociadas na BOVESPA evidenciam satisfatoriamente os riscos importantes para a decisão dos investidores no momento em que lançam ofertas de títulos no mercado de capitais. A pesquisa caracteriza-se como descritiva e documental, com abordagem qualitativa e quantitativa. A população é constituída pelas empresas brasileiras que captam recursos no mercado de capitais e a amostra intencional é formada por 14 empresas de energia elétrica que fizeram ofertas públicas de valores na BOVESPA no período de 01/01/2006 a 31/12/2006. O desenvolvimento da pesquisa passou pela análise dos prospectos, classificação das informações ali contidas em categorias de risco e pelo estabelecimento de padrões que permitiram a pontuação das informações divulgadas e a elaboração de um ranking das empresas analisadas. Verifica-se que os prospectos não contém informações que permitam a percepção da gravidade dos riscos e os mecanismos de controle utilizados na sua gestão. Conclui-se que, embora algumas empresas tenham atingido melhores graus de satisfação na evidenciação de seus riscos, o nível de evidenciação geral atual admite melhorias em termos de satisfação das necessidades de informação dos investidores.

Palavras-chave: Gestão de Riscos. Evidenciação de Riscos. Bovespa. Governança Corporativa.

Área Temática: Controladoria.

1. Introdução

A evidenciação de informações é relevante tanto para os gestores quanto para os investidores que tomam decisões que sempre importam na assunção de algum nível de risco no intuito de aproveitar oportunidades de negócios. Nos últimos anos, as entidades participantes do mercado de capitais têm exigido maiores níveis de informação como forma de obter um nível de proteção maior para os investidores.

A evidenciação possui a função de auxílio na avaliação das melhores oportunidades de alocação de recursos por parte dos investidores, já que, com base nas informações apresentadas pelos gestores, os investidores farão inferência sobre o desempenho e perspectivas futuras da Companhia e tomarão a decisão de investimento em determinado empreendimento (LANZANA, 2004).

Silva (2006, p. 46) afirma que “a governança corporativa cuida das relações entre os acionistas e a alta administração de uma Companhia, de modo que, através do gerenciamento da organização, resulte em aumento do seu valor de mercado”.

O presente trabalho tem como foco a evidenciação de informações sobre os riscos empresariais nas sociedades anônimas de capital aberto que possuam ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) no momento em que essas empresas apresentam ofertas públicas de valores mobiliários.

Neste contexto, a presente pesquisa tem como objeto a evidenciação desses riscos empresariais, pretendendo responder à seguinte questão problema: “é satisfatória a

evidenciação de riscos importantes para a decisão dos investidores de mercado de capitais em empresas do setor de energia elétrica com ações negociadas na BOVESPA?”

O objetivo geral deste estudo é investigar se as empresas do setor de energia elétrica com ações listadas na BOVESPA evidenciam satisfatoriamente, no momento de lançamento de oferta de valores mobiliários, os riscos empresariais importantes para a decisão dos investidores do mercado de capitais. Os objetivos específicos são: a) levantar as informações sobre riscos existentes nos prospectos definitivos de oferta de valores imobiliários; b) identificar as informações sobre gestão de riscos empresariais evidenciadas pelas empresas brasileiras participantes desta pesquisa; c) verificar se a evidenciação das informações de riscos empresariais prestadas pelas empresas pesquisadas atende às diretrizes emitidas pela CVM; e d) comparar as informações relativas a riscos divulgadas nos prospectos pelas empresas pesquisadas, verificando se evidenciam satisfatoriamente seus riscos empresariais.

2. Risco

Bernstein (1997, p. 1) faz a seguinte afirmação sobre riscos:

“A idéia revolucionária que define a fronteira entre os tempos modernos e o passado é o domínio do risco: a noção de que o futuro é mais do que um capricho dos deuses e de que homens e mulheres não são passivo ante a natureza. Até seres humanos descobrirem como transpor essa fronteira, o futuro era um espelho do passado ou o domínio obscuro de oráculos e adivinhos que detinham o monopólio sobre o conhecimento dos eventos previstos” .

Segundo Baraldi (2004, p.13), “riscos são elementos incertos e expectativas que agem, constantemente, sobre os meios estratégicos e o ambiente e que provocam os desastres financeiros e morais e, por consequência, se bem gerenciados, forçam a criatividade e fazem nascerem oportunidades”.

O risco é intrínseco a qualquer atividade na vida pessoal, profissional ou nas empresas, e pode implicar em perdas, bem como oportunidades. Na literatura de finanças, a relação risco-retorno indica que quanto maior o nível de risco aceito, maior o retorno esperado dos investimentos. Esta relação vale tanto para investimentos financeiros como para outros negócios, cujo retorno é representado pelos dividendos e pelo aumento do valor econômico da empresa.

Goulart (2003, p. 74) argumenta que “o risco existe quando há probabilidade de experimentar retornos diferentes do que se espera. Nesse sentido, há ‘risco’ tanto de ocorrência de resultados inferiores quanto de ocorrência de resultados superiores ao esperado”.

Duarte Jr. (2001, p. 103) afirma que “qualquer medida numérica dessa incerteza pode ser chamada de risco”.

Jorion (2001, p. 3) diz que risco refere-se à “volatilidade de resultados inesperados, normalmente, relacionados ao valor de ativos ou passivos de interesse”.

Já Hoji (2001, p. 223) manifesta que “geralmente, o risco está associado a algum fator negativo que possa impedir ou dificultar a realização do que foi planejado”.

Gitman (1997, p. 202) comenta que “o risco, em seu sentido fundamental, pode ser definido como a possibilidade de prejuízo financeiro [...]”.

Apesar da aceitação na literatura de que riscos podem ser representados por resultados inesperados positivos, adota-se neste trabalho a conotação negativa de risco, admitindo-se que quando um risco se materializa nos negócios de uma empresa têm-se um evento de perda.

2.1. Classificação dos Riscos

A seguir é comentada a classificação dos riscos presentes no âmbito empresarial.

2.1.1. Risco de Mercado

Os riscos de mercado são decorrentes dos movimentos adversos de preços, taxas de juros, de câmbio, índices, ações e títulos, commodities ou qualquer outro tipo de ativo que possa afetar de alguma forma as atividades da empresa ou seu preço de mercado.

Para Stuchi (2003, p. 6), “este tipo de risco é devido a variações em fatores como taxas de câmbio, ações e commodities”.

De acordo com Marshall (2002, p. 19), “riscos de mercado são aquelas flutuações em receitas líquidas ou no valor de carteira resultantes de mudanças de fatores específicos de mercado”.

As empresas de energia elétrica analisadas nesta pesquisa se expõem aos riscos de mercado como qualquer outra. Além das flutuações de câmbio e juros, também os preços livres da *commodity* energia elétrica vendida pelas empresas do segmento estudado podem impactar seus fluxos de caixa e de resultados. Quaisquer movimentos de preços de mercado que afetem o valor de seus ativos, passivos ou fluxo de caixa afetam também o valor de mercado da empresa e, portanto, a gestão desse tipo de risco é de grande importância para o segmento.

2.1.2. Risco Legal

Afirma Moraes (2003, p. 54) que riscos legais são representados pela “possibilidade de perdas decorrentes da inobservância de dispositivos legais ou regulamentares, da mudança da legislação ou de alterações na jurisprudência aplicáveis às transações da organização”.

As empresas de energia elétrica expõem-se ao risco legal em todos os contratos que celebram, mas merecem destaque no cenário brasileiro os riscos legais decorrentes da aplicação do marco regulatório, incluindo as questões relacionadas com as funções da agência reguladora (a ANEEL) que ainda pode ser caracterizada como de transição.

2.1.3. Risco Operacional

Consiste no risco de falha no contexto operacional de uma empresa, incluindo falhas nos processos, sistemas, pessoas e equipamentos, bem como eventos de natureza externa (como, p. ex., catástrofes naturais) que podem afetar o andamento das atividades normais.

Crouhy, Galai e Mark (2004, p. 35) afirmam que o risco operacional “se refere a perdas potenciais resultantes de sistemas inadequados, falha da gerência, controles defeituosos, fraude e erro humano”.

A categoria dos riscos operacionais é também de grande importância para as empresas de energia elétrica, pois elas estão sujeitas a falhas, fraudes, eventos externos – incluindo catástrofes naturais – e diversos fatores relacionados com o funcionamento normal nos sistemas e processos de geração, transmissão e distribuição de energia.

2.1.4. Risco Estratégico

Conforme Marshall (2002, p. 20), “riscos estratégicos são aquelas mudanças ambientais de longo prazo que podem afetar como uma empresa adiciona valor para seus interessados”.

Para Moraes (2003, p. 55), risco estratégico é “possibilidade de perdas pelo insucesso das estratégias adotadas, levando-se em conta a dinâmica dos negócios e da concorrência, as alterações políticas no País e fora dele e as alterações na economia nacional e mundial”.

Os riscos estratégicos também se fazem presentes nas empresas de energia elétrica. Merecem destaque os riscos relacionados com possibilidades de alteração nas regras que regulam o setor e que podem interferir na capacidade de geração de caixa e de obtenção de financiamento dessas empresas. A importância estratégica da energia elétrica no cenário da infra-estrutura necessária ao desenvolvimento da economia brasileira coloca o setor no centro dos movimentos de revisão e definições de regras e modelos de desenvolvimento.

2.1.5. Risco de Crédito

É o risco de uma contraparte não cumprir as obrigações contratuais. O risco de crédito está presente no cotidiano de qualquer empresa, seja uma empresa da área financeira, seja uma empresa de serviços, comercial ou industrial.

Para Marshall (2002, p. 19), “risco de crédito são flutuações de valores de lucro líquido ou ativos líquidos resultantes de um determinado tipo de evento externo, a inadimplência de uma contraparte, de um fornecedor ou de um tomador”.

As empresas de energia elétrica estão sujeitas ao risco de crédito em todos os contratos que celebram. Merecem especial atenção os contratos de fornecimento de energia, para cujos riscos de inadimplemento as empresas possuem um mecanismo mitigador que é o corte do fornecimento. Também as exposições existentes nos instrumentos financeiros e ativos de investimento podem ser relevantes..

2.1.6. Risco de Liquidez

É o risco referente à capacidade de assumir e honrar as obrigações feitas em uma transação.

“É o risco de que uma instituição não seja capaz de executar uma transação ao preço prevalecente de mercado, porque não há, temporariamente, qualquer apetite pelo negócio 'do outro lado' do mercado” CROUHY, GALAI E MARK (2004, p. 34).

Para as empresas de energia elétrica, a gestão do risco de liquidez torna-se ainda mais importante em razão dos níveis elevados de investimento necessário à manutenção da infra-estrutura de geração, transmissão e distribuição de energia. O financiamento dessa estrutura de ativos, então, é assunto de grande relevância e nele se inserem as oportunidades de captação de recursos no mercado de capitais.

2.1.7. Risco de Reputação ou Imagem

Brito (2000) entende que o risco de reputação ou imagem é decorrente de veiculação de informações que afetam negativamente a imagem da instituição, pondo em risco a manutenção de clientes e, conseqüentemente, a consecução de transações com esses clientes.

Portanto, o risco de imagem é a possibilidade de perdas por motivo de que a empresa pode ter sua reputação desgastada junto ao mercado em razão de publicidade negativa, verdadeira ou não.

Com a introdução da possibilidade de os grandes clientes adquirirem energia em um mercado livre, a gestão dos riscos de imagem ganhou importância ainda maior para as empresas de energia elétrica. Problemas com a imagem da empresa podem afetar sua habilidade de conseguir clientes. Há também a possibilidade de que eventos que danifiquem a imagem das empresas possam produzir ações punitivas por parte dos órgãos reguladores, tais como diligências, fiscalizações conjuntas e imposição de penalidades.

2.2. Gestão de Riscos

Embora o gerenciamento de riscos tenha recebido maior atenção na indústria financeira ao longo do tempo (BRITO, 2000), a gestão de riscos é um tema que tem, atualmente, despertado muito interesse nos gestores de empresas dos mais diversos segmentos econômicos. Sobre a gestão de riscos nas empresas não-financeiras, Brito (2000, p. 17) comenta que:

A administração de riscos nas instituições ganha atenção especial com relação às corporações não financeiras porque o fator risco está presente na atividade de intermediação financeira de forma bastante acentuada. O foco da atividade financeira tem o risco como parte integrante. Nas corporações não-financeiras, como as manufaturas, há a produção de um bem tangível. Os riscos, então, ganham importância no sentido de proteção da atividade, que é a produção de bens.

A análise ou gerenciamento de riscos vem ganhando muita importância nas empresas de energia porque além de identificar as causas dos possíveis riscos e em seguida mitigá-los, é possível também medi-los. O gerenciamento de riscos por meio de uma análise eficaz permite que uma empresa aproveite oportunidades no mercado que outras não podem aproveitar, o que leva a uma vantagem competitiva .

Conforme Medeiros (2003), com as reformas do setor elétrico, aumentaram consideravelmente os riscos para os agentes do setor, pois eles ficaram expostos ao preço do Mercado Atacadista de Energia (MAE). Para se proteger dessa alta volatilidade do preço da energia no curto prazo e minimizar suas exposições, os agentes precisam de instrumentos eficazes de gerenciamento de seus riscos.

2.3. Governança Corporativa

Para Shleifer e Vishny (apud SILVEIRA, 2005, p. 28), a governança corporativa deve ser percebida como o “conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento”. Quando o autor comenta “fornecedores de recursos” significa que são credores e acionistas que se dispõem a injetar recursos nas empresas.

Para Vasconcellos (2002 p. 19), as “Boas Práticas de Governança Corporativa aumentam a eficiência da gestão, reduzem o custo de capital, atraem novos investimentos e possibilitam o crescimento da empresa”. Ainda comenta o mesmo autor que: “A maior transparência resulta em menor risco para os investidores e, conseqüentemente, aumenta a valorização da empresa”

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (2007) comenta que governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma Companhia, ao proteger todas as partes envolvidas, facilitando o acesso ao capital.

Cabe salientar que na 3ª versão do Código do IBGC (2007), estão relacionados os princípios básicos: Transparência, equidade, Prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa.

As boas práticas de governança corporativa incluem a atenção aos riscos que afetam os negócios da empresa. Sobre o gerenciamento de riscos, ao tratar das atribuições do conselho de administração nas empresas, o IBGC (2007, p. 32) afirma que:

“O Conselho de Administração deve assegurar-se de que a Diretoria identifique preventivamente – por meio de sistema de informações adequado – e liste os principais riscos aos quais a sociedade está exposta, sua probabilidade de ocorrência, bem como as medidas e os planos adotados para sua prevenção ou minimização”.

Já em relação ao principal executivo, o Instituto (2007, p. 35) afirma que:

“O principal executivo é responsável pela criação de sistemas de controle internos que organizem e monitorem um fluxo de informações corretas, reais e completas sobre a sociedade, como as de natureza financeira, operacional, de obediência às leis e outras que apresentem fatores de risco importantes. A efetividade de tais sistemas deve ser revista no mínimo anualmente”.

Assim, seguindo os padrões brasileiros de melhores práticas em governança corporativa, a gestão de riscos e os controles internos são parte importante da governança corporativa de uma empresa.

2.4. Governança Corporativa e Evidenciação de Riscos

Quinteiro (2004, p. 1) comenta que, “a evidenciação de informações contábeis relevantes reduz a assimetria de informações no mercado e, conseqüentemente, o risco de os investidores cometerem erros em suas decisões, aumentando a atração de capitais.”

A evidenciação, nos últimos anos, está tendo uma importância crescente no mercado de capitais, sendo exigida uma maior proteção para os investidores.

O Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP Nº. 01/2006, nos itens 21 e 21.6 regulamentam a evidenciação de riscos empresariais:

“Desde que a matéria foi disciplinada pela CVM, continua a ser observada uma expressiva defasagem entre o conteúdo da Instrução e Nota Explicativa nº. 235/95 e a prática da divulgação de instrumentos financeiros pelas Companhias abertas brasileiras. É expectativa da CVM que as Companhias abertas fiquem atentas para o assunto, para que se possa equiparar a qualidade das informações produzidas pelas Companhias brasileiras com as melhores práticas internacionais e atender à expectativa da comunidade dos investidores. Ao se falar de instrumentos financeiros, não há como dissociar-se da questão do risco. Os instrumentos financeiros (derivativos em especial) servem precipuamente, como estratégias de gestão de risco de uma dada Companhia aberta; ou alavanca (visando a lucros) a exposição de uma dada Companhia aberta a fatores de risco a ela inerentes, ou reduzem-na (visando a mitigar prejuízos).”

Para obter resultados na gestão de riscos a empresa deve ter, além de transparência na evidenciação dos riscos, também um conjunto adequado de controles internos.

2.5. Controles Internos

No mundo corporativo, os controles internos são utilizados como estratégia para a identificação, mensuração e mitigação dos riscos empresariais. Um adequado gerenciamento de controles internos é fundamental para melhor definir, avaliar e compreender a estrutura da empresa.

Crouhy, Gali e Mark (2004, p. 105) afirmam, sobre os responsáveis pelo controle interno e gerenciamento de riscos, que “a governança corporativa com melhores práticas exige que um subcomitê do conselho administrativo (digamos, um comitê de avaliação de gerência de risco e de conduta) reveja e aprove as políticas de gerência de risco pelo menos uma vez por ano”.

No contexto atual de gestão de riscos e controles internos nas empresas, uma estratégia utilizada é a de implementar ou aprimorar os controles internos com base na identificação e mensuração dos riscos empresariais. (MARTIN et al., 2004; SPIRA, 2003; BERGAMINI JUNIOR, 2005 apud Paulo et al, 2006).

2.6. O Prospecto de Oferta Pública de Valores Mobiliários

Para as finalidades deste trabalho é fundamental a verificação do grau de evidenciação de riscos requerido por parte do órgão normatizador, neste caso a Comissão de Valores Mobiliários (www.cvm.gov.br).

As informações dos prospectos das empresas pesquisadas foram extraídas no sítio da internet da CVM, na seção de Registro de Oferta Pública.

Cabe salientar que foram utilizados somente os prospectos definitivos de oferta de valores mobiliários das empresas pesquisadas e só serão analisadas nesses documentos as seções destinadas à apresentação dos fatores de risco. Ressalta-se que, ao discorrer sobre os fatores de riscos que fazem parte desta pesquisa, a Instrução Normativa da CVM nº. 400/03 comenta que:

4. FATORES DE RISCO

4.1 Expor, em ordem de relevância, os fatores relacionados com a emissão, com o valor mobiliário, com a Emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a atuar, com seus acionistas e com o ambiente macroeconômico que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor, devendo ser considerado no horizonte de análise de risco o prazo do investimento e do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta.

Diante disto, os gestores devem oferecer no prospecto de oferta de valores de sua empresa, informações sobre os riscos de acordo com a seção da Instrução Normativa descrita acima.

A Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (ANBID) regulamenta por meio de seu código as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, conforme, mencionado no Capítulo I do Código da ANBID, a Nova versão de 2005 (www.anbid.com.br):

Art. 1º. O objetivo do presente Código de Auto-Regulação (“Código”) é estabelecer princípios e normas que deverão ser observados pelas Instituições Participantes abaixo definidas nas ofertas públicas de valores mobiliários previstas na Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (“Ofertas Públicas”) e regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, com a finalidade de propiciar a transparência e o adequado funcionamento do mercado.

Portanto, as empresas devem evidenciar seus riscos em seus prospectos de acordo com a Regulamentação da CVM e dentro das regras e normas do Código de Auto-Regulação da ANBID. Ressalta-se que nesta pesquisa analisará as evidenciações de riscos das empresas de acordo com a Instrução Normativa nº 400/03 da CVM.

3. Método e procedimentos do estudo

Marconi e Lakatos (2002) mencionam que os métodos e as técnicas a serem empregados na pesquisa científica podem ser selecionados desde a proposição do problema, da formulação das hipóteses e da delimitação do universo ou da amostra.

Esta pesquisa se caracteriza, quanto aos objetivos, como descritiva. Quanto ao procedimento adotado, a pesquisa é documental. Também será utilizada a pesquisa bibliográfica que dará suporte à pesquisa documental e auxiliará na interpretação dos resultados. Utilizou-se na pesquisa a abordagem qualitativa por meio da leitura e interpretação os fatores de riscos evidenciados nos prospectos definitivos das empresas participantes da pesquisa e também a abordagem quantitativa com a codificação e quantificação de cada item de evidenciação analisado.

No presente estudo, a população é constituída por todas as empresas brasileiras que captam recursos no mercado de capitais e a amostra intencional é formada por 18 empresas de energia elétrica, que fizeram ofertas de pública de valores ações ou debêntures na BOVESPA no período de 01/01/2006 a 31/12/2006. A escolha da amostra foi intencional e 4 empresas foram retiradas da população pesquisada por não apresentarem o prospecto definitivo (só apresentaram no sítio da CVM minutas do prospecto). Assim, a amostra útil utilizada na pesquisa é constituída por 14 empresas abertas do setor de energia elétrica.

A escolha do segmento de energia elétrica deve-se ao fato de que foi este o segmento que mais ofertas públicas registrou no período analisado, conforme pode ser observado na Tabela 1:

Tabela 1 – Resumo dos prospectos de oferta pública de valores emitidos em 2006

Prospectos por Segmento Bovespa		
Segmento Bovespa	Prospectos	Participação
Energia Elétrica	18	17,3%
Holdings Diversificadas	12	11,5%
Securitizadoras de Recebíveis	10	9,6%
Soc. de Arrendamento Mercantil	8	7,7%
Exploração de Imóveis	6	5,8%
Demais Segmentos (*)	50	48,1%
Total de Prospectos em 2006	104	100,0%

(*) Nenhum segmento com mais de 3 prospectos

Fonte: dados da pesquisa.

A coleta de dados foi realizada no sítio da Comissão de Valores Mobiliários, no link Registro de Oferta Pública. (www.cvm.gov.br). Utilizou-se como instrumento o prospecto definitivo de oferta pública de valores mobiliários das seguintes empresas: Cemig Distribuição S.A, Ampla Energia e Serviços S.A, Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S.A – ENERSUL, Bandeirante Energia S.A, Espírito Santo Centrais Elétricas S.A - ESCELSA, Companhia Piratininga de Força e Luz S.A – CPFL Piratininga, Companhia Paulista de Força e Luz S.A – CPFL Paulista, Energisa S.A, Companhia Brasileira de Energia S.A, Companhia Paranaense de Energia S.A – COPEL, Light Serviços de Eletricidades, Companhia Energética de Pernambuco S.A – CELPE, Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A e Equatorial Energia S.A.

Todos esses prospectos foram publicados na *homepage* da CVM (www.cvm.gov.br) no período de 01/01/2006 a 31/12/2006.

Neste estudo são analisados os riscos encontrados nos prospectos definitivos de valores mobiliários, especificamente na seção de fatores de risco.

Utilizou-se também como ferramenta de pesquisa a análise de conteúdo. Para Bardin (1979), a análise de conteúdo trabalha a palavra, quer dizer, a prática da linguagem realizada por emissores identificáveis. É a manipulação de mensagens, para evidenciar os indicadores que consentiram inferir sobre outra realidade que não a da mensagem.

4. Análise dos dados e resultados da pesquisa

4.1. Apresentação e Características Gerais das Empresas

Apresentam-se, na Tabela 1, as características das 14 empresas participantes desta pesquisa. Verifica-se que a maioria das empresas é localizada na região sudeste. Com relação ao controle acionário: 12 empresas são controladas por empresas privadas. E a Cemig e a

Copel têm seu controle misto, sendo que os maiores acionistas destas são: o governo de Minas Gerais e o governo do Paraná, respectivamente.

Cabe salientar que as empresas: Bandeirante, ENERSUL e ESCELSA fazem parte do mesmo grupo, denominado Energia do Brasil e as Companhias CPFL Paulista e CPFL Piratininga fazem parte do Grupo CPFL Energia. Destaca-se ainda que a Companhia Brasileira exerce controle acionário da Eletropaulo.

Tabela 2 - Características das empresas participantes da pesquisa

CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS				
EMPRESAS	QUANTIDADE CONSUMIDORES ATENDIDOS	LOCALIZAÇÃO DA SEDE	CONTROLE ACIONÁRIO	
			PRIVADA	MISTA
Ampla Energia e Serviços S.A.	2,3 Milhões	Rio de Janeiro/RJ	X	
Bandeirante Energia S.A.	1,3 Milhões	São Paulo/SP	X	
Cemig Distribuição S.A.	6 Milhões	Belo Horizonte/MG		X
Companhia Brasileira de Energia S.A.	5,4 Milhões	São Paulo/SP	X	
Cia. Energética de Pernambuco S.A.	2,2 Milhões	Recife/PE	X	
Companhia Paranaense de Energia S.A.	3,39 Milhões	Curitiba/PR		X
Companhia Paulista de Força e Luz S.A.	5,2 Milhões	Campinas/SP	X	
Cia. Piratininga de Força e Luz S.A.	1,3 Milhões	Piratininga/SP	X	
Eletropaulo Metropolitana de Eletricidade de São Paulo S.A.	16,5 Milhões	São Paulo/SP	X	
Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S.A.	596 Mil	Mato Grosso do Sul/MS	X	
Energisa S.A.	2 Milhões	Rio de Janeiro/RJ	X	
Equatorial Energia S.A.	1,3 Milhões	São Luís/MA	X	
Espírito Santo Centrais Elétricas S.A.	3,1 Milhões	Vitória/ES	X	
Light Serviços Elétricos S.A.	3,8 Milhões	Rio de Janeiro/RJ	X	

Fonte: dados da pesquisa.

4.2. Atendimento das Diretrizes da CVM para Evidenciação de Riscos

Nesta seção, averigua-se se todos os riscos evidenciados nos prospectos das empresas participantes da pesquisa atendem às diretrizes da Instrução Normativa nº 400/03 da Comissão de Valores Mobiliários no que se refere o item 4, já apresentado na seção 2.6 deste artigo.

Para verificar o atendimento de acordo com desta Instrução Normativa da CVM supracitada, os riscos evidenciados foram separados em quatro categorias referenciadas na IN 400/03: riscos inerentes ao ambiente macroeconômico; riscos da emissora dos valores mobiliários; riscos do setor da economia em que atua a empresa; e riscos relacionados com o próprio valor mobiliário.

Como forma de avaliar o conteúdo dos riscos evidenciados, os riscos foram também agrupados de acordo com a classificação apresentada do item 2.1 e sustentada pela pesquisa bibliográfica. Assim, os riscos foram classificados em: Mercado; Legal; Operacional; Estratégico; Crédito, Liquidez e de Imagem. Desde já, informa-se que nenhum risco evidenciado pelas empresas foi classificado como “risco de imagem”, o que, por si só, já evidencia uma fraqueza nas informações fornecidas pelas empresas, porque é notório que todas elas estão submetidas a eventos de risco dessa natureza.

Por meio da análise documental e da análise de conteúdo, constatou-se que as empresas pesquisadas praticamente evidenciaram todas o mesmo conteúdo de riscos,

basicamente variando apenas as redações apresentadas nos prospectos diferentes e sendo que algumas apresentaram inclusive textos idênticos para alguns itens analisados. Constata-se também que todas as empresas pesquisadas categorizam seus riscos conforme a Instrução Normativa nº. 400/03.

Observou-se também na evidenciação de riscos das empresas pesquisadas a ausência de alguns itens nos prospectos definitivos de oferta de valores mobiliários: quantificação; o impacto; a limitação, o gerenciamento de controle destes riscos; não comentam sobre quais riscos são cobertos por seguro.

4.3 Comparações das Informações Divulgadas e Determinação do Grau de Satisfação das Evidenciações dos Riscos Empresariais.

Nesta seção descrevem-se as comparações das informações relativas a riscos empresariais na seção “fatores de risco” divulgadas nos prospectos sobre os riscos de mercado, legal, operacional, estratégico, crédito e liquidez e relata-se sobre os mecanismos de controles evidenciados nos prospectos das empresas participantes deste estudo.

Para compreensão da avaliação comparativa entre as empresas é importante mencionar:

- que o propósito básico é o de estabelecer comparação entre as empresas para mensuração do grau em que as empresas satisfazem os requisitos da norma CVM;
- que os riscos apresentados podem ter sido agrupados, mas que isto simplesmente traduz riscos iguais para uma mesma terminologia (por exemplo, risco de desvalorização do real e risco de taxa de câmbio é a mesma nesta pesquisa). Utilizou-se da análise quantitativa descrevendo todas as informações analisadas.

4.3.1. Análise da Quantidade de Riscos Evidenciados pelas Empresas Analisadas

A pontuação dos riscos para mensuração do grau de satisfação da evidenciação exigida pela CVM está contida na Tabela 3. Para cada item evidenciado em cada categoria atribuiu-se 1 ponto e os totais de cada empresa em cada classe de risco é apresentado na Tabela 3.

Tabela 3 – Quantidade de riscos evidenciados por empresas.

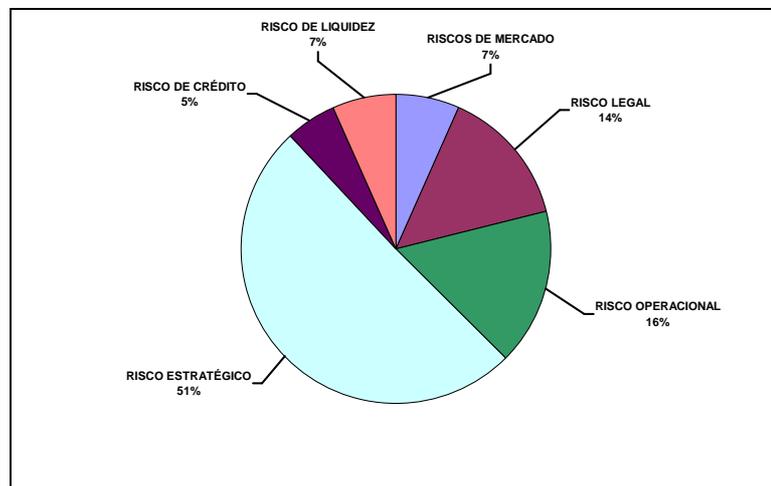
EMPRESA	RISCOS EVIDENCIADOS						PONTUAÇÃO GERAL
	MERCADO	LEGAL	OPERACIONAL	ESTRATÉGICO	CRÉDITO	LIQUIDEZ	
CEMIG	2	5	3	14	2	3	29
ENERGISA	2	4	3	13	2	3	27
ENERSUL	2	4	4	12	1	1	24
BANDEIRANTE	2	4	4	12	1	1	24
ECELSA	2	4	4	12	1	1	24
BRASILIANA	1	3	5	12	1	2	24
LIGHT	1	3	6	11	2	1	24
AMPLA	1	3	6	8	2	1	21
CELPE	2	2	1	13	1	2	21
ELETROPAULO	1	2	4	11	1	2	21
EQUATORIAL	0	2	4	12	1	1	20
COPEL	1	3	1	12	1	1	19
CPFL PIRATININGA	2	3	3	8	0	1	17
CPFL PAULISTA	2	3	3	8	0	1	17

Fonte: dados da pesquisa

A análise documental das informações evidenciadas pelas empresas não mostrou nenhuma base para se esperar houvesse divergência significativa entre a quantidade de itens de risco que cada uma evidencia em cada uma das classes de riscos. Entretanto, a Tabela 1

demonstra que o nível de divergência entre a quantidade de riscos evidenciados entre a empresa que mais evidenciou (29 itens) e a que menos evidenciou (17 itens) é significativa.

Na Figura 1 demonstra-se o percentual de cada tipo de risco evidenciado no prospecto de cada empresa participante desta pesquisa.



Fonte: dados da pesquisa

Figura 1 - Tipos de riscos mais evidenciados pelas empresas analisadas.

Dentro da classificação dos riscos feita neste estudo, as empresas analisadas evidenciaram em maior número, com 51% os riscos estratégicos. E na seqüência com 16% os riscos operacionais. O risco menos evidenciado foi o risco de crédito com 5%.

4.3.2. Análise dos Mecanismos de Controle Evidenciados pelas Empresas Analisadas

A pesquisa também analisou os fatores mencionados pelas empresas que poderiam ser considerados como elementos mitigadores de riscos, conforme o Quadro 1, a seguir:

MECANISMOS DE CONTROLE
Política de Responsabilidade Social
Política Ambiental
Política de Dividendos
Política de Atendimento de Clientes
Política de Gestão de Riscos
Política Comercial
Política de Suprimentos
Política de Remuneração dos Acionistas
Política de Proteção Cambial (Hedge)
Política de Divulgação de Informações Relevantes
Política de Negociação de Valores Mobiliários
Política de Remuneração e Benefícios a Empregados
Política de Proteção de Marcas e Patentes
Política de Relações com Investidores
Política de Recursos Humanos
Política de Inadimplência
Política Contábil
Política de Terceirização
Política de Seguros
Manuais de Normas e Procedimentos
Código de Ética
Modelo de Avaliação de Riscos
Manual ou Política de Controle Interno

Fonte: dados da pesquisa

Quadro 1 – Elementos de Mitigação de riscos mencionados pelas empresas

Para cada um dos elementos de mitigação apresentados no Quadro 1 foi feita uma análise nos prospectos de emissão de valores mobiliários de cada uma das empresas com a finalidade de estabelecer uma pontuação para a evidenciação de mecanismos de controle. A pontuação foi atribuída da seguinte maneira: 2 pontos quando o prospecto apresentava o elemento de mitigação de forma detalhada; e 1 ponto quando o elemento era apenas citado, sem nenhum detalhamento. A pontuação total obtida pelas empresas na apresentação dos elementos de controle é apresentada na Tabela 4, abaixo:

Tabela 4 - Pontuação dos mecanismos de controle evidenciados pelas empresas

ORDEM	EMPRESAS	Controles
1	CEMIG DISTRIBUIÇÃO S.A	25
2	COMPANHIA ENERGÉTICA DE PERNAMBUCO S.A	18
3	EMPRESA ENERGÉTICA DE MATOGROSSO DO SUL S.A	13
3	BANDEIRANTE ENERGIA S.A	13
3	ESPÍRITO SANTO CENTRAIS ELÉTRICAS S.A	13
3	LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE S.A	13
4	COMPANHIA PAULISTA DE FORÇA E LUZ S.A	11
5	ENERGISA S.A	10
5	COMPANHIA BRASILIANA DE ENERGIA S.A	10
6	AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS S.A	9
6	ELETROPAULO METROPOLITANA DE ELETRICIDADE S.A	9
6	COMPANHIA PIRATININGA DE FORÇA E LUZ S.A	9
7	EQUATORIAL ENERGIA S.A	7
8	COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA S.A	4

Fonte: dados da pesquisa

A maior pontuação foi obtida pela CEMIG (25 pontos), seguida pela CELPE (18 pontos). As menores pontuações ficaram para a COPEL (apenas 4 pontos) e Equatorial (7 pontos).

4.3.3. Ranking Geral de Evidenciação de Riscos das Empresas Pesquisadas

A análise conjunta das pontuações obtidas pelas empresas na evidenciação dos riscos (Tabela 3) e dos controles (Tabela 4) permitiu a definição de um ranking geral para as empresas componentes da amostra desta pesquisa. O resultado é apresentado na Tabela 5.

Tendo sido a melhor tanto na evidenciação de riscos como na evidenciação de controles, a CEMIG obteve também a melhor pontuação no ranking geral de evidenciação de riscos nas empresas analisadas, com um total de 54 pontos, bem acima da segunda colocada, que foi a CELPE, com 39 pontos.

A pontuação dos controles fez diferença para a segunda posição do ranking. Se a análise incluísse apenas os itens de risco evidenciados, a Energisa seria a segunda colocada (27 pontos na Tabela 2). Entretanto, sua pontuação na tabela de controles (apenas 10 pontos) a fez cair uma posição no ranking.

No outro extremo, entre as empresas com pior pontuação, a COPEL ficou com a pior posição, o que se deve também à baixa pontuação obtida na apresentação dos controles de riscos em seu prospecto.

Tabela 5 - Ranking das evidenciações dos riscos empresariais das empresas pesquisadas.

ORDEM	EMPRESAS	Total de Itens	Contro-les	Total
1	CEMIG DISTRIBUIÇÃO S.A	29	25	54
2	COMPANHIA ENERGÉTICA DE PERNAMBUCO S.A	21	18	39
3	EMPRESA ENERGÉTICA DE MATOGROSSO DO SUL S.A	24	13	37
3	BANDEIRANTE ENERGIA S.A	24	13	37
3	ESPÍRITO SANTO CENTRAIS ELÉTRICAS S.A	24	13	37
3	LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE S.A	24	13	37
3	ENERGISA S.A	27	10	37
4	COMPANHIA BRASILIANA DE ENERGIA S.A	24	10	34
5	AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS S.A	21	9	30
5	ELETROPAULO METROPOLITANA ELETRICIDADE S.A	21	9	30
6	COMPANHIA PAULISTA DE FORÇA E LUZ S.A	17	11	28
7	EQUATORIAL ENERGIA S.A	20	7	27
8	COMPANHIA PIRATININGA DE FORÇA E LUZ S.A	17	9	26
9	COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA S.A	19	4	23

Fonte: dados da pesquisa.

5. Conclusões

O propósito desta pesquisa foi apresentar contribuições ao estudo e debate dos aspectos inerentes ao conjunto das informações da evidenciação dos riscos empresariais divulgadas nos prospectos definitivos de oferta pública pelas empresas brasileiras de capital aberto.

Com relação ao problema de pesquisa “é satisfatória a evidenciação de riscos importantes para a decisão dos investidores de mercado de capitais em empresas de energia elétrica com ações negociadas na BOVESPA?”, verificou-se, por meio desta pesquisa, que apesar de algumas empresas se destacarem no ranking das evidenciações de riscos empresariais (Tabela 5), o nível de evidenciação ainda não está direcionado para auxiliar os investidores na tomada de decisão. Percebeu-se pela análise documental que o conteúdo dos prospectos está direcionado a atender os requisitos da Comissão dos Valores Mobiliários, entendidos estes dentro de uma interpretação excessivamente literal dos requisitos apresentados na IN 400/03 da CVM, com pouca atenção dada à inspiração dessa norma que é a de levar ao conhecimento dos potenciais investidores “as informações relevantes necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes” (IN CVM 400/03, Art. 56, Par. 5º).

Tendo como base os dados coletados nos prospectos definitivos de oferta pública das empresas de energia elétrica analisadas, considera-se atendido o objetivo geral da pesquisa que é: investigar se as empresas de energia elétrica com ações listadas na BOVESPA evidenciam os riscos empresariais satisfatoriamente, no momento de lançamento de oferta de valores mobiliários, os riscos empresariais importantes para a decisão dos investidores do mercado de capitais.

Quanto ao primeiro objetivo específico deste trabalho, “levantar as informações sobre riscos existentes nos prospectos definitivos de oferta de valores mobiliários”, foi elaborado, após análise individual, um sumário das informações de riscos apresentadas na seção “Fatores de Risco” de cada prospecto.

Em relação ao segundo objetivo específico, “identificar as informações sobre gestão de riscos empresariais evidenciadas pelas empresas brasileiras participantes desta pesquisa”, verificou-se por meio desta pesquisa que nos prospectos analisados não se encontra

informações suficientes sobre a gestão de risco e, por este motivo, teve-se que buscar informações nos sítios da internet destas referidas empresas.

Quanto ao terceiro objetivo específico, “verificar se as evidenciações das informações de riscos empresariais prestadas pelas empresas pesquisadas atendem às diretrizes emitidas pela CVM”, a pesquisa demonstrou que todas as empresas atendem às diretrizes emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários, apresentando em seus prospectos uma lista de riscos de acordo com as categorias mencionadas pela CVM. Percebe-se, entretanto, que as empresas não evidenciam nenhuma informação sobre a gravidade dos riscos e nem sobre os mecanismos de controle adotados para os riscos mais graves.

Em relação ao último objetivo específico, “comparar as informações relativas a riscos divulgadas nos prospectos pelas empresas pesquisadas, verificando se evidenciam satisfatoriamente seus riscos empresariais”, a pesquisa possibilitou constatar que as empresas realmente só se preocuparam em atender os requisitos da CVM, mesmo confirmando que algumas empresas evidenciaram mais riscos que outras.

A pesquisa mostrou lacunas sobre a evidenciação de riscos que claramente afetam essas empresas, como, por exemplo, o risco de catástrofe e o risco de imagem. Estouros de barragens e reclamações de clientes em órgãos de proteção ao consumidor são exemplos de eventos relacionados com essas categorias que certamente deveriam ser considerados quando se trata de empresas de energia elétrica.

Por fim, conclui-se que as empresas pesquisadas demonstraram que o nível de evidenciação atual é fortemente direcionado para o cumprimento dos requisitos regulamentares e que há espaço para melhorias em termos de satisfação das necessidades de informação dos investidores.

REFERÊNCIAS

BARALDI, Paulo. **Gerenciamento de riscos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos Deuses: A fascinante história do risco**. São Paulo: Campus, 1997.

BRITO, Osias Santana de. **Contribuição ao Estudo de modelo de controladoria de risco-retorno em bancos de atacado**. São Paulo; 2000. Tese. Universidade de São Paulo.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28/07/2007

COMISSÃO de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 400**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30 ago. 2007.

CROUHY, Michael. **Gerenciamento de risco: abordagem conceitual e prática: uma visão integrada dos riscos de crédito operacional e de mercado**. Rio de Janeiro. Qualitymark: São Paulo: SERASA, 2004.

DUARTE Júnior, Antônio Marcos. **Riscos: Definições, tipos, medição e recomendações para seu gerenciamento. Gestão de risco e Derivativos**. São Paulo: ATLAS, 2001.

GITMAN, Laurence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GOULART, André Moura Cintra. **Evidenciação contábil do risco de mercado por Instituições financeiras no Brasil**. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado de Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira: uma abordagem prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

JORION, Philippe. **Value at risk: a nova fonte de referência para o controle do risco de mercado**. 4. ed. São Paulo: BM&F, 2001. 305p.

LANZANA, Ana P. **Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação**. São Paulo: Atlas.

MARSHALL, Christopher Lee. **Medindo e Gerenciando Riscos Operacionais em Instituições Financeiras**. São Paulo: Qualitymark, 2002.

MEDEIROS, Lúcio de. **Previsão do preço spot no mercado de energia elétrica**. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Engenharia Elétrica, 2003.

MORAES, José Cássio Fróes. **Análise da eficácia da disseminação de conhecimentos sobre controles internos após sua implementação no Banco do Brasil**. Florianópolis, UFSC/ Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, 2003.

PAULO, Wanderlei de Lima et al. **Riscos e controles internos: Uma metodologia de mensuração de controle de riscos empresariais**. R. Cont. Fin. • USP • São Paulo • n. 43 • p. 49 - 60 • Jan./Abr. 2007.

QUINTEIRO, L. G. L. **A relação entre a evidenciação de informações contábeis e a volatilidade dos retornos das ações no Brasil**. In: CLADEA, 39, 2004.

SILVA, Edson Cordeiro. **Governança corporativa nas empresas**. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2005.

STUCHI, Luciano gabas. **Quantificação de risco de crédito: uma aplicação do modelo creditrisk+ para financiamento de atividades rurais e agroindustriais**. Piracicaba, 2003. Dissertação. Universidade de São Paulo.

VASCONCELLOS, P. C. Governança corporativa diz respeito à criação de valor. **Revista RI - Relações com Investidores**. Junho, nº 52, 2002.