



Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica

Risk disclosure and capital-raising initiatives in the brazilian stock market: a study in the drazilian eletric energy sector

Francisco Carlos Fernandes¹, Julien Ariani Laudelino de Souza²,
Ana Cristina de Faria³

RESUMO

Este estudo tem como objetivo investigar se as empresas brasileiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA - evidenciam satisfatoriamente os riscos importantes para a decisão dos investidores, no momento em que lançam ofertas de títulos no mercado de capitais brasileiro. A pesquisa caracteriza-se como descritiva e documental, com abordagem qualitativa. 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 durante o ano de 2006. O desenvolvimento da pesquisa passou pela análise dos prospectos, classificação das informações ali contidas e pelo estabelecimento de padrões que permitissem a avaliação das informações divulgadas e a elaboração de um *ranking* das empresas analisadas. Verifica-se que os prospectos não contêm informações que permitam a percepção plena da gravidade dos riscos existentes e dos 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 ainda admite melhorias em termos de satisfação das necessidades de informação dos investidores.

Palavras-chave: Evidenciação; Energia elétrica; Gestão de riscos; Governança corporativa.

ABSTRACT

This study examines whether Brazilian companies traded on the Sao Paulo Stock Exchange (BOVESPA) satisfactorily disclose risks important to investor decision-making when they launch securities offerings in the Brazilian capital market. An intentional sample was studied consisting of the 14 energy companies that made public offerings of securities on the BOVESPA during 2006. Analysis involved examination of prospectuses, classification of information they contained and setting standards for evaluation of the information disclosed tht permitted development of a ranking of the companies examined. It was observed that the prospectuses examined did not contain information that permit full understanding of the degree of risk or of the control mechanisms used in risk management. We conclude that, although some companies have achieved better degrees of risk disclosure than others, there is room for improvement in the overall level of risk in terms of meeting the information needs of investors.

Keywords: Risk discloser; Risk management; Corporate governance; Electric energy s ector

¹ Universidade Regional de Blumenau (FURB) - franciscofernandes@furb.br

² Universidade Regional de Blumenau (FURB) - j.lauds@hotmail.com

³ Universidade Municipal de São Caetano do Sul - anacfarria@uol.com.br

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. Isso aumentou, a partir de 2002, com a exposição pública das atividades ocorridas na empresa norte-americana de energia elétrica ENRON. Outros exemplos são os da *WorldCom* e da *Parmalat*. O desfecho desse fato, amplamente conhecido, foi a falência tanto da ENRON quanto de seus auditores; sendo a destes, pelo simples fato da quebra da credibilidade.

Diante disso, a evidenciação das informações possui a função de auxílio na avaliação das melhores oportunidades de alocação de recursos por parte dos investidores, que buscam retorno em seus investimentos, 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).

Entre as informações que mais interessam aos investidores, estão os riscos que serão assumidos quando da aquisição de um determinado investimento. Esses riscos representam componentes que podem determinar ações de compra ou venda de participações e sua gestão é um tema que tem despertado grande interesse dos gestores e, principalmente, nos investidores.

A palavra risco possui conotação de dolo, perda ou situação incerta, em que não há previsão exata para o fim de determinada ação. Na opinião de Carvalho (1996, p.43), “risco é a probabilidade de ocorrência (ou de não ocorrência) de um resultado futuro não esperado (ou esperado)”. Jorion (2006, p.3), por sua vez, em uma visão de risco do mercado financeiro, afirma que o “risco pode ser definido como a volatilidade de resultados inesperados, normalmente relacionados ao valor de ativos ou passivos de interesse”.

Em 2001, o *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO) iniciou um projeto com a finalidade de oferecer suporte ao processo de gestão de riscos das organizações e solicitou à empresa de auditoria e consultoria Pricewaterhousecoopers que desenvolvesse uma estratégia de fácil utilização para avaliar e melhorar o próprio gerenciamento de riscos (COSO, 2009). De acordo com Zonatto e Beuren (2010), a adoção do modelo do COSO é recomendada pela Lei Sarbanes & Oxley promulgada em 2002, para que as empresas norte-americanas utilizem padrões éticos na elaboração das informações financeiras a serem reportadas aos investidores, bem como reparem a confiança nos gestores das empresas que disponibilizam ações em Bolsas de Valores.

O controle interno é uma das ferramentas para o auxílio do gerenciamento de riscos (Farrel, 2004). 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. Trabalhos anteriores focalizaram suas análises em tipificações dos riscos, tais como Penha e Parisi (2005); Paulo *et. al.* (2007) e Zonatto e Beuren (2010), que pesquisaram sobre as classificações de riscos evidenciadas nos Relatórios da Administração de 2007.

Diante desse contexto, o objeto desta pesquisa é a evidenciação desses riscos empresariais, pretendendo responder à seguinte questão: A evidenciação de riscos importantes é satisfatória 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

rios; 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 estas evidenciam satisfatoriamente seus riscos empresariais.

Este trabalho está estruturado da seguinte maneira: além desta introdução, no tópico 2, será apresentada a fundamentação teórica que envolverá a definição e a classificação dos tipos de riscos empresariais, gestão dos riscos, governança corporativa e o prospecto de oferta pública de valores mobiliários. No tópico 3, estão descritos os aspectos metodológicos da pesquisa. A descrição e análise dos resultados constam do tópico 4. Por último, serão apresentadas as considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste tópico, serão tratados os riscos empresariais e as diversas classificações dos riscos presentes no âmbito empresarial.

2.1 Riscos empresariais

O risco é intrínseco a qualquer atividade na vida pessoal, profissional ou empresarial, e pode implicar em perdas, bem como em oportunidades. Nas teorias 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 quanto para outros negócios, cujo retorno é representado pelos dividendos e pelo aumento do valor econômico da empresa (Brito, 2007). Bernstein (1997, p. 1), em seu livro "O Desafio aos Deuses", 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 passivos 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 (Bernstein, 1997, p. 1).

É destacado nesse pensamento o desafio de lidar com os riscos. 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"

Hoji (2001, p. 223), por sua vez, manifesta que, "geralmente, o risco está associado a algum fator negativo que possa impedir ou dificultar a realização do que foi planejado". Gitman (2004, p. 202) comenta que, "o risco, em seu sentido fundamental, pode ser definido como a possibilidade de prejuízo financeiro". Na visão de 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".

Apesar da aceitação na literatura analisada de que riscos podem ser representados tanto por resultados positivos quanto negativos, admite-se neste trabalho que, quando um risco se materializa nos negócios de uma empresa, tem-se um evento de perda. A gestão de riscos é, portanto, uma gestão voltada à mitigação dessas perdas. A seguir, é comentada a classificação dos riscos presentes no âmbito empresarial, que são: riscos de mercado, legal, operacional, estratégico, crédito, liquidez e de reputação ou imagem.

2.1.1 Risco de mercado

O risco de mercado é decorrente 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 (2004, 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 expõem-se 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 o valor de mercado da empresa; portanto, a gestão desse tipo de risco é de grande importância para o segmento.

2.1.2 Risco legal

Moraes (2003, p. 54) afirma 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 Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL) que, ainda, pode ser caracterizada como de transição.

2.1.3 Risco operacional

O Risco Operacional consiste no risco de falha no contexto operacional de uma empresa, incluindo falhas em processos, sistemas, pessoas e equipamentos, bem como eventos de natureza externa (como, por exemplo, catástrofes naturais), que podem afetar o andamento das atividades normais. Crouhy; Galai e Mark (2005, p. 35) afirmam que o risco operacional “refere-se às perdas potenciais resultantes de sistemas inadequados, falha da gerência, controles defeituosos, fraude e erro humano”.

A categoria dos riscos operacionais é de grande importância para as empresas de energia elétrica, pois elas estão sujeitas a falhas, fraudes, eventos externos – incluindo catástrofes naturais, bem como a diversos fatores rela-

cionados com o funcionamento normal nos sistemas e processos de geração, transmissão e distribuição de energia.

2.1.4 Risco estratégico

Marshall (2002, p. 20) afirma que, “riscos estratégicos são aquelas mudanças ambientais de longo prazo que podem afetar como uma empresa adiciona valor para seus interessados”. Moraes (2003, p. 55) complementa, afirmando que risco estratégico é “a 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 estão presentes nas empresas de energia elétrica, sendo destacados 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 infraestrutura 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 (STUCHI, 2004). O risco de crédito está presente no cotidiano de qualquer empresa, seja esta da área financeira, de serviços, comercial ou industrial. Para Marshall (2002, p. 19), “risco de crédito são flutuações de valores de lucro 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. As exposições existentes nos instrumentos financeiros e ativos de investimento, também 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; Mark, 2005, 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 infraestrutura de geração, transmissão e distribuição de energia. O financiamento dessa estrutura de Ativos é assunto de grande relevância, e nele inserem-se as oportunidades de captação de recursos no mercado de capitais.

2.1.7 Risco de reputação ou imagem

Brito (2002) 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 possa ter sua reputação desgastada junto ao mercado, em razão de publicidade negativa, seja esta 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. Após serem conhecidos os tipos de riscos existentes, o foco será a gestão destes riscos.

2.2 Gestão de riscos

Embora o gerenciamento de riscos tenha recebido maior atenção na indústria financeira

ao longo do tempo, a gestão de riscos é um tema que tem, atualmente, despertado muito interesse nos gestores de empresas dos mais diversos segmentos econômicos (Marrison, 2002). 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, pois além de identificar as causas dos possíveis riscos, e em seguida mitigá-los, é possível, também mensurá-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.

Para o COSO (2009), o gerenciamento de riscos corporativos é um processo conduzido em uma organização, pelo Conselho de Administração, Diretoria e demais empregados, sendo aplicado no estabelecimento de estratégias formuladas para identificar, em toda a organização, eventos com potencial capaz de afetá-la e administrar os riscos, de modo a mantê-los compatíveis com o apetite a risco da organização, e a possibilitar garantia razoável do cumprimento dos seus objetivos estratégicos e operacionais.

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. Um deles é a Governança Corporativa, que vem sendo praticada com maior intensidade há alguns anos, em função de todo o contexto supracitado.

2.3 Governança corporativa

Em 1992, o Cadbury Committee definiu que Governança Corporativa é o “sistema por meio do qual, companhias são dirigidas e controladas. Os Conselhos de Administração são responsáveis pela governança de suas companhias. O papel dos acionistas na governança é indicar os conselheiros e os auditores e certificar que uma adequada estrutura de governança está sendo implantada” (Dedman, 2002).

Em 1999, esse mesmo comitê redefiniu o conceito: “A Governança Corporativa é expressa por um sistema de valores que rege as organizações, em sua rede de relações internas e externas. Ela, então, reflete os padrões de comportamento da sociedade”. Silva (2006, p. 46), por sua vez, 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” (Dedman, 2002).

Para Shleifer e Vishny citados por 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 predispõem 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”. Este autor ainda comenta que, “a maior transparência resulta em menor risco para os investidores e, conseqüentemente, aumenta a valorização da empresa” (Vasconcellos, 2002, p. 19).

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2009a) 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 4ª versão do Código das Melhores Práticas do IBGC (2009), estão relacionados os princípios básicos: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corpo-

rativa. 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 referido código contempla 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 organização está exposta, além da sua probabilidade de ocorrência, a exposição financeira consolidada a esses riscos (considerando sua probabilidade de ocorrência, o impacto financeiro potencial e os aspectos intangíveis) e as medidas e os procedimentos adotados para sua prevenção ou mitigação (IBGC, 2009, p. 32).

Em relação ao principal executivo, o Código do IBGC (2009, p. 54) denota 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 partes importantes da Governança Corporativa de uma empresa. Quintero (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, regulamenta 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. 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 (2005, p. 105) tratando sobre os responsáveis pelo controle interno e gerenciamento de riscos, afirmam 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 implantar ou aprimorar os controles internos com base na identificação e mensuração dos riscos empresariais (Spira e Page, 2003; Martin; Santos e Dias Filho, 2004; Bergamini Junior, 2005; PAULO *et al*, 2007).

2.4 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 CVM. Ressalta-se que, ao discorrer sobre os fatores de riscos que fazem parte desta pesquisa, a Instrução Normativa da CVM nº. 400/03 em seu tópico 4.1 comenta que:

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.

Ressalta-se que esta pesquisa analisará as evidenciações de riscos das empresas, de acordo com a Instrução Normativa (IN) nº 429/06 da CVM, que não detalha sobre os referidos fatores de risco; mas dispõe sobre procedimento de registro automático de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Por meio das regras desta IN é que os gestores devem oferecer no prospecto de oferta de valores de sua empresa.

A Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (ANBID), por sua vez, 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 (2009):

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. No próximo tópico, serão descritos os aspectos metodológicos empregados nesta pesquisa.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa caracteriza-se, quanto aos objetivos, como descritiva. Quanto ao procedimento adotado, a pesquisa é documental. Será utilizada a pesquisa bibliográfica que dará su-

porte à pesquisa documental e auxiliará na interpretação dos resultados. Utilizou-se na pesquisa a abordagem qualitativa por meio da leitura e interpretação dos fatores de riscos evidenciados nos prospectos definitivos das empresas participantes da pesquisa.

No presente estudo, a população é constituída por todas as empresas brasileiras que captam recursos no mercado de capitais. A amostra 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 a 31/12/2006, que foi o ano em que a pesquisa bibliográfica também foi iniciada. 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 deste segmento deve-se ao fato de que foi este o segmento em que mais ofertas públicas foram registradas no período analisado, conforme pode ser observado na Tabela 1:

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

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 (2006)

A coleta das informações dos prospectos das empresas pesquisadas foi realizada no sítio da *internet* da CVM, na seção (*link*) de Registro de Oferta Pública. Cabe salientar que foram utilizados somente os prospectos definitivos de oferta de valores mobiliários das empresas pesquisadas; sendo analisadas nesses documentos

apenas as seções destinadas à apresentação dos fatores de risco.

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, Energia 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, AES Eletropaulo S.A. e Equatorial Energia S.A.

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 (2008), esta ferramenta 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.

Para verificar o atendimento da IN CVM 429/06, os riscos evidenciados foram classificados em quatro categorias: 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 agrupados de acordo com a classificação apresentada do item 2.1 e sustentada pela pesquisa bibliográfica: riscos de mercado, legal, operacional, estratégico, crédito, liquidez e de imagem.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS DA PESQUISA

Neste tópico, serão descritos e analisados os resultados obtidos na pesquisa.

4.1 Apresentação e características gerais das empresas

Apresentam-se, na Tabela 2, as características das 14 empresas participantes desta pes-

Tabela 2 - Características das empresas da amostra.

Empresas	Consumidores atendidos	Sede	Controle acionário	
			Privado	Misto
AES Eletropaulo S.A.	16,5 Milhões	São Paulo/SP	X	
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	
Cia. Paranaense de Energia S.A.	3,39 Milhões	Curitiba/PR		X
Cia. 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	
Emp. Energética de Mato Grosso do Sul S.A.	596 Mil	Campo Grande/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 (2006)

quisa. Verifica-se que a maioria das empresas é localizada na Região Sudeste.

Com relação ao controle acionário: 12 empresas são controladas por empresas privadas. 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 na AES Eletropaulo.

4.2 Evidenciação dos riscos empresariais no setor de energia elétrica

Nesta seção, descrevem-se o atendimento das Diretrizes da CVM para Evidenciação dos riscos e 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; relata-se, também, sobre os mecanismos de controles evidenciados nos prospectos das empresas participantes deste estudo.

Por meio da pesquisa documental e da análise de conteúdo, constatou-se que todas as empresas pesquisadas, praticamente, evidenciaram o mesmo conteúdo de riscos; basicamente variando as redações apresentadas nos prospectos diferentes, sendo que algumas apresentaram, inclusive textos idênticos para alguns itens analisados. Nenhum dos riscos evidenciados pelas empresas foi enquadrado na classificação de “risco de imagem”, o que, por si só, já evidencia uma fraqueza nas informações fornecidas pelas empresas, pois é notório que todas elas estão submetidas a eventos de risco dessa natureza.

Constata-se que todas as empresas pesquisadas categorizam seus riscos, apenas seguindo a classificação genérica constante das IN CVM 400/03 e 429/06. Observou-se, também a ausência dos seguintes itens nos prospectos definitivos de oferta de valores mobiliários: quantificação; impacto; fatores de limitação ou padrões de gerenciamento e controle desses riscos; nenhum comentário sobre cobertura de riscos por apólices de seguro. Para compreensão da avaliação comparativa entre as empresas é importante mencionar que:

a) o propósito básico é o de estabelecer comparação entre as empresas para mensuração do

grau em que as empresas satisfazem os requisitos da IN CVM, e

- b) 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).

4.2.1 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 risco mencionado em cada categoria atribuiu-se 1 ponto e os totais de cada empresa em cada classe de risco são apresentados na referida tabela, a seguir:

A Tabela 3 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. Nas empresas que atingiram a mesma pontuação, optou-se por ordená-las alfabeticamente. A análise de conteúdo das informações evidenciadas pelas empresas não mostrou nenhuma base para verificar se houve divergência significativa entre a quantidade de itens de risco que cada uma evidencia em cada classe de riscos. Na Figura 1, a seguir, demonstra-se o percentual de cada tipo de risco evidenciado no prospecto de cada empresa participante desta pesquisa.

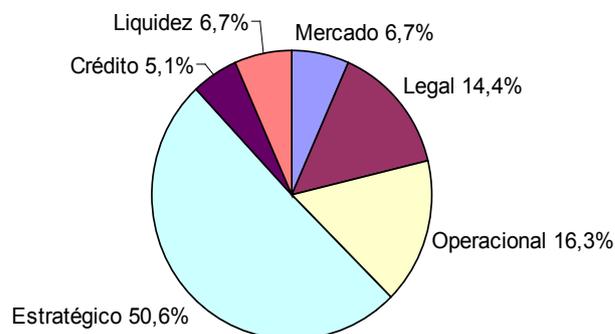


Figura 1 - Tipos de riscos mais evidenciados pelas empresas analisadas.

Fonte: Dados da pesquisa (2006)

Dentro da classificação dos riscos feita neste estudo, houve uma preponderância dos riscos estratégicos (50,6%) e, na sequência, os riscos operacionais (16,3%) e os riscos legais (14,4%). O risco menos mencionado foi o risco de crédito, com 5,1%. Diante do conhecimento dos tipos de riscos mais evidenciados pelas empresas, é importante verificar quais são os mecanismos de controle ou elementos mitigadores de riscos utilizados por estas.

4.2.2 Análise dos mecanismos de controle evidenciados pelas empresas analisadas

Na pesquisa foram analisados os fatores mencionados pelas empresas, que poderiam ser considerados mecanismos de controle ou ele-

Tabela 3 – Quantidade de riscos evidenciados por empresas.

Empresa	Mercado	Legal	Operacional	Estratégico	Crédito	Liquidez	TOTAL
Cemig	2	5	3	14	2	3	29
Energisa	2	4	3	13	2	3	27
Bandeirante	2	4	4	12	1	1	24
Brasileira	1	3	5	12	1	2	24
Ecelsa	2	4	4	12	1	1	24
Enersul	2	4	4	12	1	1	24
Light	1	3	6	11	2	1	24
Ampla	1	3	6	8	2	1	21
AES Eletropaulo	1	2	4	11	1	2	21
Celpe	2	2	1	13	1	2	21
Equatorial	0	2	4	12	1	1	20
Copel	1	3	1	12	1	1	19
CPFL Paulista	2	3	3	8	0	1	17
CPFL Piratininga	2	3	3	8	0	1	17
TOTAL	21	45	51	158	16	21	312

Fonte: Dados da pesquisa (2006)

mentos mitigadores de riscos: Políticas de Responsabilidade Social; Ambiental; de Dividendos; de Gestão de Riscos; Comercial e de Atendimento de Clientes; de Suprimentos; de Remuneração dos Acionistas; de Proteção Cambial (*Hedge*); de Divulgação de Informações Relevantes; de Negociação de Valores Mobiliários; de Recursos Humanos; de Proteção de Marcas e Patentes; de Relações com Investidores; de Inadimplência; Contábil; de Terceirização; de Seguros; bem como os Manuais de Normas e Procedimentos ou Política de Controles Internos; Código de Ética e Modelo de Avaliação de Riscos.

Para cada um desses elementos de mitigação foi feita uma análise de conteúdo 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, que consta na Tabela 4. Para a elaboração da Tabela 4, a pontuação foi atribuída da seguinte maneira: 2 pontos quando o prospecto apresentava o elemento de mitigação de forma detalhada; 1 ponto quando o elemento era apenas citado, sem nenhum detalhamento; e nenhum ponto quando a empresa sequer mencionava a existência do mecanismo de controle.

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

nota que estas empresas precisam rever suas práticas de Governança Corporativa.

4.2.3 *Ranking* geral de evidenciação de riscos das empresas pesquisadas

A análise conjunta das pontuações obtidas pelas empresas na evidenciação da quantidade de riscos (Tabela 3) e dos mecanismos de 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, a seguir:

Tendo sido a melhor tanto na evidenciação de riscos quanto 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 4 (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 à baixa pontuação obtida na apresentação dos controles de riscos em seu prospecto. Mais uma vez, optou-se por ordenar alfabeticamente as empresas que atingiram a mesma pontuação.

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	BANDEIRANTE ENERGIA S.A	13
3	EMPRESA ENERGÉTICA DE MATOGROSSO DO SUL 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	COMPANHIA BRASILIANA DE ENERGIA S.A	10
5	ENERGISA S.A	10
6	AES ELETROPAULO S.A	9
6	AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS 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 (2006)

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

ORDEM	EMPRESAS	Riscos	Controles	Total
1	CEMIG DISTRIBUIÇÃO S.A	29	25	54
2	COMPANHIA ENERGÉTICA DE PERNAMBUCO S.A	21	18	39
3	ENERGISA S.A	27	10	37
3	BANDEIRANTE ENERGIA S.A	24	13	37
3	EMP. ENERGÉTICA DE MATO GROSSO DO SUL 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
4	COMPANHIA BRASILIANA DE ENERGIA S.A	24	10	34
5	AES ELETROPAULO S.A	21	9	30
5	AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS 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 (2006)

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O propósito desta pesquisa foi 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. Com relação ao problema de pesquisa, verificou-se que, apesar de algumas empresas destacarem-se 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.

Pela pesquisa documental e de conteúdo, observa-se que o conteúdo dos prospectos está direcionado a atender aos requisitos da Comissão dos Valores Mobiliários, entendidos estes dentro de uma interpretação excessivamente literal dos requisitos apresentados na IN 429/06 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 429/06).

Tendo como base os dados coletados nos prospectos definitivos de oferta pública das em-

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

No que diz respeito 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 aos requisitos da CVM, mesmo confirmando que algumas empresas evidenciaram mais riscos que outras. Constatou-se que houve preponderância da evidenciação dos riscos estratégicos (50,6%), dos riscos operacionais (16,3%) e dos riscos legais (14,4%) nas empresas pesquisadas. O risco menos mencionado foi o risco de crédito, com 5,1%.

No que tange à gestão de risco, observou-se que há empresas utilizando maior quantidade de elementos de mitigação de riscos ou mecanismos de controle, tais como a CEMIG e a Companhia Energética de Pernambuco, enquanto a Companhia Paranaense de Energia apresenta poucos elementos, o que denota que esta empresa precisa rever suas práticas de Governança Corporativa.

A pesquisa mostrou lacunas sobre a evidenciação de riscos que, claramente, afetam essas empresas, tal 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 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 direcionado, com significativa intensidade, para o cumprimento dos requisitos regulamentares, e que há espaço para melhorias em termos de satisfação das necessidades de informação dos investidores. Recomenda-se que outros pesquisadores repliquem esta pesquisa

ou alguma similar a outros segmentos econômicos ou compare os resultados desta com outros períodos ou com outros países.

REFERÊNCIAS

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento. *Código ANBID de Regulação e Melhores Práticas de Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários*. Disponível em: http://www.anbid.com.br/regulacao_downloads/regulacao/ofertas_publicas/codigo_oferta.pdf Acesso em 16/12/2009.

Baraldi, P. (2004). *Gerenciamento de riscos*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Bardin, L. (2008). *Análise de Conteúdo* (6. ed). Lisboa: Edições 70.

Bergamini Júnior, S. (2005). Controles Internos como um Instrumento de Governança Corporativa. *Revista do BNDDES*. Rio de Janeiro(12) 24.

Bernstein, P. L. (1997). *Desafio aos Deuses: A fascinante história do risco*. São Paulo: Campus.

Brito, O. S. de. (2000). Contribuição ao Estudo de modelo de controladoria de risco-retorno em bancos de atacado. (Doctoral dissertation em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

_____. (2002). *Controladoria-De Risco-retorno em Instituições Financeiras*. São Paulo: Saraiva, 2002.

_____. *Gestão de Riscos - Uma Abordagem Orientada a Riscos Operacionais*. São Paulo: Saraiva.

CARVALHO, L. G. Uma contribuição à auditoria do risco de derivativos. *Tese* (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1996.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28/07/2009.

_____. **Instrução Normativa nº 400/2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30/08/2009.

_____. **Instrução Normativa nº 429/2006**. Institui o registro automático de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nas hipóteses que especifica, e altera as Instruções [400/03](#) e [155/91](#). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 30/08/2009.

COSO - *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*. **Gerenciamento de Riscos Corporativos** – Estrutura Integrada. Disponível em: <http://www.coso.org/documents/COSO_ERM_ExecutiveSummary_Portuguese.pdf>. Acesso em 30/10/2009.

CROUHY, M; GALAI, D; MARK, D. **Essentials of Risk Management**. McGraw-Hill Professional, 2005.

DEDMAN, E. The Cadbury Committee Recommendations on Corporate Governance: a Review of Compliance and Performance Impacts. **International Journal of Management Reviews**. v. 4, pp. 335-352, December 2002.

DUARTE JÚNIOR, A. M. **Riscos: Definições, tipos, medição e recomendações para seu gerenciamento**. Gestão de risco e Derivativos. São Paulo: Atlas, 2001.

FARREL, J. Internal controls and managing enterprise wide-risks. **The CPA Journal**. The New York, v. 74, n.8, p.11-12, Aug, 2004.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10a. Ed. São Paulo: Harbra, 2004.

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

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

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4ª. Ed. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhores-Praticas.aspx>> Acesso em 17/12/2009.

JORION, P. **Value at risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk**. 3a. Ed. McGraw-Hill Professional, 2006.

LANZANA, A. P. Relação entre *Disclosure* e Go-

vernança Corporativa das Empresas Brasileiras. São Paulo. **Dissertação** (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2004.

MARRISON, C. I. **The Fundamentals of Risk Measurement**. McGraw-Hill Professional, 2002.

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

MARTIN, N.C.; SANTOS, L.R.; DIAS FILHO, J.M. Governança Empresarial, Riscos e Controles Internos: A Emergência de um Novo Modelo de Controladoria. **Revista Contabilidade & Finanças**. v. 34, p. 7-22, São Paulo, janeiro/abril 2004.

MEDEIROS, L. Previsão do preço spot no mercado de energia elétrica. 2003. **Tese** (Doutorado em Engenharia Elétrica). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

MORAES, J. C. F. Análise da eficácia da disseminação de conhecimentos sobre controles internos após sua implementação no Banco do Brasil. **Dissertação** (Mestrado em Engenharia de Produção). UFSC, Florianópolis, 2003.

PAULO, W. L. *et al.* Riscos e controles internos: Uma metodologia de mensuração de controle de riscos empresariais. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo: n. 43, p. 49 - 60, Jan./Abr. 2007.

PENHA, J. C.; PARISI, C. Um caminho para integrar a gestão de riscos à Controladoria. **Anais...** In: XIII Congresso Internacional de Custos. São Leopoldo, 2005.

QUINTEIRO, L. G. L. A relação entre a evidenciação de informações contábeis e a volatilidade dos retornos das ações no Brasil. **Anais...** In: XXIX Asamblea Anual CLADEA, 2004, Puerto Plata.

SILVA, E. C. **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.

SPIRA, L. F.; PAGE, M. Risk management: The

reinvention of internal control and the changing role of internal audit. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 16, n. 4, p. 640-661, 2003.

STUCHI, L. G. Quantificação de risco de crédito: uma aplicação do modelo *creditriski+* para financiamento de atividades rurais e agroindustriais. **Dissertação** (Mestrado em Ciências – Economia Aplicada). USP/ESALQ, Piracicaba, 2004.

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

ZONATTO, V. C. S.; BEUREN, I. M. Categorias de Riscos Evidenciadas nos Relatórios da Administração das Empresas Brasileiras com ADR's. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**. v. 12, no. 35, p. 141-155, abr-jun, 2010.