

RODRIGO RIBEIRO RORIZ

**MODELO OCASIONAL: UMA ANÁLISE DA DIVULGAÇÃO DE
RISCO EM EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS**

Trabalho de formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do Diploma de
Engenheiro de Produção

SÃO PAULO
2010

RODRIGO RIBEIRO RORIZ

**MODELO OCASIONAL: UMA ANÁLISE DA DIVULGAÇÃO DE
RISCO EM EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS**

Trabalho de formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do Diploma de
Engenheiro de Produção

Orientador: Prof. Dr. Renato de Castro
Garcia

SÃO PAULO
2010

FICHA CATALOGRÁFICA

Roriz, Rodrigo Ribeiro

Modelo ocasional: uma análise da divulgação de risco em empresas não financeiras / R.R. Roriz. -- São Paulo, 2010.
p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1. Análise de conteúdo 2. Medição de risco 3. Gestão da comunicação I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II. t.

DEDICATÓRIA

A minha família.

AGRADECIMENTOS

A meus avós, que sempre me incentivaram a seguir meus sonhos.

A meus pais, pela educação exemplar que me proporcionaram e pelo apoio essencial em todas as etapas da minha vida.

A meus irmãos, que sempre foram meus exemplos de dedicação e perseverança.

A meu sobrinho, pela alegria que me traz.

A meus amigos no Brasil, pelo apoio e carinho.

For my friends in Italy, who made those two years unforgettable.

Ao Professor Renato Garcia, pela orientação, assistência e dedicação durante este trabalho de formatura.

RESUMO

O objetivo deste trabalho de formatura é proporcionar um modelo de mensuração quantitativa e qualitativa da comunicação dos riscos de empresas não-financeiras listadas em Bolsa de Valores. A pesquisa promove a aplicação do modelo e a consequente análise dos resultados obtidos pelos relatórios anuais de 20 empresas no ano fiscal de 2008, além de compará-los aos de Bozzolan & Beretta (2004), pesquisa na qual este estudo se baseia. Inicialmente, uma revisão bibliográfica mais aprofundada é realizada, trazendo uma análise resumida de quais são as principais linhas de estudo na área, seus objetivos, processos de aplicação, e vantagens e desvantagens. Assim, optou-se por fazer uso da metodologia conhecida como *Análise de Conteúdo* a fim de medir o risco comunicado. Adicionalmente, a metodologia até então mais utilizada pelos pesquisadores, denominada de *busca-por-palavra*, também foi aplicada a mesma amostra, possibilitando uma comparação entre os diferentes modelos.

Palavras-chave: Análise de conteúdo. Medição de Risco. Gestão da Comunicação.

ABSTRACT

The objective of this study is to provide a model for a quantitative and qualitative measurement of risk communication of non-financial companies listed on stock exchanges. The model is applied and the subsequent analysis of the results obtained by the annual reports of 20 companies in fiscal 2008 is performed, being then compared to the Bozzolan & Beretta's research (2004), on which this study was based. Initially, a deeper review is conducted, bringing a summary of what are the main lines of study in the area, their objectives, application procedures, and advantages and disadvantages. Thus, the Content Analysis methodology was chosen in order to measure the risk disclosure. Additionally, the methodology mostly used by other researchers, called the *word-search*, was also applied to the same sample, allowing a comparison between different models.

Keywords: Content analysis. Risk measurement. Communication management.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 2.3.1 – Exemplo de gráfico radar	37
Figura 2.3.2 – Número de identificações de risco	38
Figura 2.3.3 – Identificações de risco na menor e maior empresa analisada	39
Figura 3.1.1 – Distribuição normal dos possíveis resultados	47
Figura 3.2.1 – Dimensões do risco	50
Figura 4.3.1 – Descrição do <i>sinal econômico</i>	61
Figura 4.3.2 – Descrição do <i>tempo</i>	62
Figura 4.3.3 – Descrição da <i>mensuração</i>	63
Figura 4.3.4 – Descrição do <i>tipo de risco</i>	64
Figura 4.3.5 – Gráfico de radar da codificação	67
Figura 4.8.1 – Setor da amostra.....	81
Figura 4.8.2 – Sede da amostra.....	81
Figura 5.1.1 – Média dos resultados.....	83
Figura 8.1.1 – Gráfico de <i>especificidades</i>	107
Figura 8.1.2 – Gráfico de percepções	108

LISTA DE TABELAS

Tabela 3.2.1 – Classificação de risco	51
Tabela 3.2.2 – Descrição das categorias	52
Tabela 4.3.1 – Exemplo de codificação.....	65
Tabela 4.3.2 – Resumo da codificação	66
Tabela 4.3.3 – Dados agregados da codificação.....	66
Tabela 4.8.1 – Setor e sede da amostra.....	80
Tabela 5.1.1 – Resumo dos resultados	85
Tabela 5.5.1 – Exemplo de agrupamento de palavras-chave	89
Tabela 5.5.2 – Maiores ocorrências de palavras-chave	90
Tabela 8.3.1 – Lista completa de palavras-chave	129

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AICPA: *American Institute of Certified Public Accountants.*

CICA: *Canadian Institute of Chartered Accountants.*

CSA: *Canadian Securities Administrators.*

CVM: Comissão de Valores Monetários;

FASB: *Financial Accounting Standard Board.*

FRR: *Financial Reporting Release.*

GASC: *German Accounting Standards Committee.*

IASB: *International Accounting Standards Board.*

ICAEW: *Institute of Chartered Accountants in England and Wales.*

IFAC: *International Federation of Accountants.*

IFRS: *International Financial Reporting Standards.*

IPO: *Initial Public Offer.*

MD&A: *Management Discussion and Analysis.*

SEC: *Securities and Exchange Commission.*

TBS: *Treasury Bond Secretariat.*

TSE: *Toronto Stock Exchange.*

SUMÁRIO

1	Introdução.....	13
1.1	Definição do Problema	16
1.2	Motivação	20
1.3	Objetivos da Pesquisa	25
2	Revisão Bibliográfica.....	27
2.1	Análise da Comunicação de Risco.....	29
2.2	Comunicação Voluntária versus Requerida.....	31
2.3	Estudos Recentes	35
2.4	Desvantagens de uma comunicação de risco completa	41
2.5	Vantagens de uma comunicação de risco completa.....	43
3	Modelo de Análise	46
3.1	Definição de risco	46
3.2	Classificação do Risco	48
4	Metodologia	54
4.1	Análise de Conteúdo	54
4.2	Aplicação do Modelo.....	59
4.3	Uso do Gráfico de Radar para Comparações.....	60
4.4	Exemplo de Aplicação do Modelo.....	64
4.5	Vantagens do Modelo	68
4.6	Desvantagens do Modelo	70
4.7	Escolha da amostra	71
4.8	Empresas selecionadas.....	73
4.9	Considerações Sobre o Setor e o Porte das Empresas	78
5	Análise Empírica	82
5.1	Resultados Encontrados	82
5.2	Gráficos de Posicionamento	87
5.3	Análise por Busca-por-Palavra	88
6	Conclusões e Recomendações.....	92
	LIMITAÇÕES.....	96

BIBLIOGRAFIA.....	97
GLOSSÁRIO.....	105
LIMITAÇÕES.....	107

1 Introdução

A comunicação do risco através de documentos publicados por empresas listadas em mercados de capitais é um instrumento que torna possível a elucidação dos fatores internos e externos que influenciam os resultados das firmas e, consequentemente, suas políticas de gestão. Essa comunicação contribui, portanto, para que os *stakeholders* fiquem mais informados dos riscos operacionais, mercadológicos, e financeiros que determinada empresa enfrentou, ou pode ainda enfrentar. De acordo com Linsley & Shives (2005), informação insuficiente e incompleta tem sido oferecida aos *stakeholders* a respeito dos riscos corporativos e das práticas de gestão de risco, fato que agrava a incerteza no processo de tomada de decisão por parte dos investidores. Assim, uma crescente demanda emerge no sentido de encorajar os gestores a reportarem informação de risco de forma mais consistente e completa através das publicações corporativas, em especial do *relatório anual*. Pesquisadores e instituições regulamentadoras argumentam que a governança corporativa requer que seus administradores sejam responsáveis pela comunicação de informações relevantes acerca dos riscos que as empresas enfrentam, seus possíveis impactos e medidas de controle. A comunicação de risco deve, pois, promover uma percepção mais clara e transparente das ameaças e oportunidades – tanto passadas como futuras – que influenciam de alguma forma os resultados das empresas.

Esse tipo de informação é visto como elemento crucial para a realização da análise da performance da empresa, bem como para a determinação do quanto previsível podem ser as mudanças do cenário futuro e quais estratégias devem ser tomadas diante de tais estímulos. Vários estudos relacionados ao tema, posteriormente discutidos na presente pesquisa, dirigiram seus esforços no sentido de analisar a crescente demanda por uma comunicação mais confiável e consistente, a qual influenciará o processo decisório dos analistas de negócios, acionistas, potenciais investidores, órgãos reguladores, funcionários em potencial, etc (Salomon et al., 2000).

Diferentemente do que alguns possam pensar *a priori*, risco não consiste somente de estímulos negativos. Uma comunicação eficaz dos riscos de uma empresa comprehende tanto risco negativo como positivo, influenciando o cenário futuro ou passado, sendo riscos internos ou externos. Além disso, esse tipo de informação pode ser uma identificação de determinado risco, seus possíveis impactos, ou estratégia de controle. Quando possível, deve descrever as informações não apenas qualitativa, mas também quantitativamente, bem como suas

probabilidades de ocorrência. Em outras palavras, uma boa comunicação de risco abrange o “o quê”, “como”, e o “quando” a empresa em questão enfrentará esses estímulos.

Assim, a necessidade de uma melhor comunicação de risco e a falta de controle por parte dos órgãos reguladores (Linsley & Shrives, 2005) fomentaram um número crescente de estudos direcionados à mensuração e à análise da informação reportada nos relatórios corporativos (em especial, o relatório anual). Entretanto, a subjetividade do que deve ser considerado como informação de risco e seu processo de codificação são intrínsecos à interpretação pessoal do pesquisador e, portanto, deixaram espaço para a elaboração de diferentes modelos, que podem variar em seus formatos e/ou objetivos. A necessidade latente por melhores modelos destinados a quantificar (e em alguns casos, também qualificar) o risco comunicado, porém, é ainda muito recente, ganhando maior importância nas últimas décadas.

Até agora, a maioria das pesquisas relacionadas fez uso da metodologia denominada de *análise de conteúdo* para contar palavras ou idéias de alguma forma relacionadas a risco com o objetivo de mensurar o nível de risco reportado. Há ainda, porém, poucas padronizações para as práticas na comunicação dos riscos aos *stakeholders* (Bozzolan & Beretta, 2004), *i.e.* empresas podem reportar as informações de formas variadas, o que pode influenciar os resultados da mensuração do risco nessas pesquisas. Além do mais, devido a essa falta de padronização, a aplicação dos diferentes modelos de mensuração é dificultada, o que poderia explicar o fato de a maioria das pesquisas mais recentes medirem apenas a *quantidade* do risco reportado, desconsiderando sua *qualidade*.

Dada essa crescente demanda por melhor informação de risco, esta pesquisa tem como objetivo a mensuração quantitativa e qualitativa do risco notificado aos *stakeholders* no relatório anual. Diferentemente do que vem sendo feito por alguns estudos, a pesquisa será aplicada em todo o documento (muitas pesquisas utilizavam como fonte de dados apenas partes do relatório anual), uma vez que, como percebido após a aplicação do modelo, não raramente informação relevante de risco era encontrada nos sub-itens *Políticas Contábeis* ou *Notas às Demonstrações Financeiras*, por exemplo, que não são seções dedicadas à gestão de risco.

Além disso, é preciso ressaltar que para uma informação ser considerada como um risco, a narrativa não deve necessariamente conter a palavra “risco”. Porém, a fim de comparar os resultados obtidos por meio do modelo aqui desenvolvido e pelo modelo baseado na *busca-por-palavra*, ambos foram aplicados a uma mesma amostra de relatórios anuais. Para o segundo modelo, uma lista de palavras que de alguma forma se relacionam a risco –

seja operacional, financeiro ou mercadológico – foi elaborada baseada em pesquisas anteriores (Tabela 5.3.1).

A amostra de empresas a ser estudada compreende vinte corporações não-financeiras e de capital aberto, e foi extraída aleatoriamente da lista publicada pela instituição *Mediobanca* contendo as seiscentas maiores empresas operando na Itália levando em consideração o volume de negócios (*disponível em: [http://www.mbrs.it/ita\(mb_pubblicazioni/societa.htm\)](http://www.mbrs.it/ita(mb_pubblicazioni/societa.htm))*). *Mediobanca* é o banco de investimento líder na Itália, e promove prestação de serviços de consultoria profissional e serviços de finanças, de empréstimos bancários tradicionais (*fonte: <http://www.mediobanca.it/>*).

A fim de promover uma comparação clara e eficiente entre os resultados encontrados na amostra analisada, um gráfico do tipo radar (item 4.3) foi construído para cada empresa, no qual cada um dos quatro eixos representa um tipo de classificação do risco: *tipo de risco* (*característico de empresa, estratégico, ou externo*); *sinal econômico* (*negativo, positivo, ou não divulgado*); *mensuração* (*quantitativo, ou não quantitativo*); e *tempo* (*passado, futuro, ou não especificado*). Adicionalmente, o resultado médio de todas as empresas analisadas também foi inserido nos gráficos objetivando uma comparação dos resultados individuais de cada empresa com a média da amostra.

Quanto aos resultados encontrados, foi indicado que as empresas analisadas relataram consideravelmente maior quantidade de ocorrências de risco do tipo *externo* e *passado* no ano estudado. Além disso, a maioria das ocorrências de riscos codificada foi do tipo *negativo* e *não-quantitativo*. Comparando com os resultados encontrados por Bozzolan & Beretta (2004), o resultado da presente pesquisa apresenta votáveis semelhanças melhor analisadas no item 5, com exceção do fato de que as outras pesquisas encontraram uma predominância de informação *positiva*. Essa diferença pode ser explicada devido à quantidade substancial de declarações sobre os impactos da crise financeira que teve seu ápice no segundo semestre de 2008, ou seja, várias informações de risco foram conduzidas para a identificação das consequências sobre a turbulência econômica que afetou consideravelmente os resultados. Na verdade, a descrição de cenários futuros que considerassem a crise financeira foi relativamente insignificante, e na maioria das vezes, não quantificada. Além disso, houve diferenças significativas entre as práticas adotadas para a comunicação de informação de risco, ou seja, a *localização*, a *especificidade*, e o *conteúdo* do relatório anual de cada empresa analisada variaram significativamente, fato que pode confundir o usuário do documento na comparação das empresas.

Este documento está dividido em nove seções, descritas a seguir: *Introdução* (sub-dividida em definição do problema, motivação, e objetivos da pesquisa); *Revisão Bibliográfica* (onde são apresentadas análises a respeito das pesquisas antecessoras acerca da mensuração de risco, de publicações de órgãos controladores, da necessidade por melhor comunicação de risco, da comunicação mandatária e voluntária, e das vantagens e desvantagens de reportar os riscos); *Modelo de Análise* (sub-dividida na definição e classificação de risco); *Metodologia* (onde é apresentada a metodologia de *análise de conteúdo*, a análise do modelo a ser aplicado, um exemplo de aplicação do modelo, a escolha da amostra, e estudo da influência do tipo de setor e porte da empresa na comunicação dos riscos); *Análise Empírica* (contém os resultados agregados, suas análises, principais conclusões feitas e discussão das limitações do modelo); *Análise por Busca-por-Palavra* (comparação do modelo desenvolvido com o denominado de busca-por-palavra); *Bibliografia*; *Glossário*; e *Apêndices* (contém os gráficos de posicionamento das empresas da amostra quanto à classificação de risco).

1.1 Definição do Problema

Ao longo das últimas décadas, tem ocorrido um crescimento na preocupação acerca da comunicação do risco corporativo. Como alguns estudos anteriores indicam, existe um *gap* considerável entre as práticas das empresas e a demanda dos *stakeholders*, fato que deu origem a diversas pesquisas tanto de órgãos reguladores como de pesquisadores. De forma geral, esses pesquisadores têm como objetivo oferecer novos procedimentos para a comunicação de risco, além de proporcionar modelos para a mensuração desse tipo de informação.

Entretanto, devido à subjetividade do que deve ser considerado como risco e a dificuldade de estabelecer a abordagem mais adequada para sua mensuração, a demanda por novas metodologias quantitativas e qualitativas vem crescendo consideravelmente. Para a definição de risco, existem ainda algumas diferenciações quanto a seu significado, principalmente devido ao fato de que estudos podem ter também objetivos divergentes, *i.e.* dependendo de qual for o escopo da pesquisa, a definição de risco pode alterar. De acordo com alguns dicionários financeiros, risco pode ser definido como:

- i) “Muitas vezes definido como o desvio padrão do retorno sobre o investimento total. Pode ser entendido como grau de incerteza do retorno de um ativo” (Harvey, 2001).
- ii) “Consiste na variabilidade dos retornos de um investimento. Quanto maior a variabilidade (na volatilidade dos dividendos, por exemplo), maior o risco. Devido ao fato de os investidores geralmente serem avessos ao risco, os investimentos com maior risco inerente devem prometer maior rendimento esperado” (*Fonte: Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor, David L. Scott, 2003*)
- iii) “Incerteza associada a qualquer investimento, ou seja, o risco é a possibilidade de que o retorno real sobre o investimento seja diferente do seu retorno esperado. Um conceito muito importante em finanças é a idéia de que um investimento que traz um alto risco tem o potencial de um maior retorno. Certos tipos de risco são mais fáceis de quantificar do que outros” (*Fonte: Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor, David L. Scott, 2003*).

Considerando as possíveis abordagens para medir o risco, estudos analisados na revisão bibliográfica desta pesquisa mostraram uma predominância de dois modelos: o chamado *word-search* (“busca-por-palavra”), e o *read and classification* (“leitura-e-classificação”) do conteúdo.

Segundo o modelo *busca-por-palavra*, que foi utilizado pela maioria dos estudos analisados, o pesquisador deve definir uma lista predefinida de palavras de alguma forma relacionadas a “risco”, tais como “risco”, “impacto”, “expectativa”, “perda”, “projeção”, etc, e procurá-las ao longo do documento a ser analisado. Sempre que uma ocorrência é detectada, é, então, verificado se o parágrafo constitui ou não informação de risco. O modelo é considerado rápido e, portanto, mais adequado quando há restrição de tempo para a análise da amostra. No entanto, pesquisas mais recentes como a de Bozzolan & Beretta (2004) discutem a falta de confiabilidade que tal metodologia pode impor devido à possibilidade de não identificar divulgações de risco que não contenham alguma das palavras selecionadas.

Quanto à metodologia alternativa, a *leitura-e-classificação*, um maior nível de confiabilidade é esperado, uma vez que o pesquisador deve ler e analisar as narrativas do documento e decidir se elas consistem ou não em informações de risco (Bozzolan & Beretta,

2004). Além disso, visando uma maior consistência, pesquisadores podem inserir também os princípios da *busca-por-palavra* neste tipo de modelo, ou seja, além de uma simples leitura das narrativas, o pesquisador também pode estar interessado na procura por uma lista de palavras relacionadas a risco, evitando que identificações de risco passem despercebidas. No entanto, devido a seu processo de aplicação, esse modelo demanda maior tempo e poderia, portanto, se tornar inviável nos casos em que há limitação de tempo.

As duas metodologias compartilham uma característica em comum: o uso da metodologia de *análise de conteúdo*. Em termos gerais, a *análise de conteúdo* é uma ferramenta de pesquisa que auxilia o pesquisador a detectar e codificar um conjunto de palavras, frases ou idéias em textos ou narrativas. Seu processo consiste em quantificar e classificar a incidência de termos e as relações entre as palavras, frases ou idéias predefinidas. Uma vez realizada essa fase, o pesquisador deve formular inferências sobre as mensagens transmitidas nos textos analisados. Assim, trata-se de uma metodologia de investigação centrada no conteúdo, sendo utilizada para avaliar a presença de conteúdos específicos dentro dos textos, além de quantificar a sua presença de forma objetiva. Devido ao seu amplo uso para pesquisas nessa área, o presente estudo também utilizou a metodologia de *análise de conteúdo*.

Porém, como o estudo da comunicação de riscos pode ser considerado um movimento recente, empresas continuam a reportar risco para as partes interessadas de uma forma que pode variar consideravelmente em sua forma e conteúdo.

O fato de que há uma ampla variedade de abordagens que as empresas podem escolher para a divulgação de risco e que, consequentemente, não atendem às necessidades dos *stakeholders* é apoiado principalmente pela falta de orientações legislativas, que permite às empresas construir um relatório de forma não padronizada no que diz respeito ao seu conteúdo, formato, especificidade e localização (Bozzolan & Beretta, 2004). A situação traz confusão principalmente quando se compara diferentes empresas ou quando o leitor do relatório possui conhecimentos mais limitados em gestão de risco. Além disso, deixa a divulgação dos riscos suscetível às estratégias dos gestores, o que dá margem a informações incompletas ou pouco confiáveis.

Devido a essa falta de regulamentação, empresas têm feito uso da divulgação voluntária para esclarecer aos interessados as ameaças e oportunidades que têm enfrentado ou poderão enfrentar no futuro, bem como sua capacidade da gestão de risco e suas estratégias. O fato de a comunicação de risco estar pouco normatizada pelos órgãos regulamentadores dá espaço para diferenças significativas nas práticas entre as empresas, fato que reduz

conseqüentemente a confiabilidade das declarações e resulta em maior incerteza num mercado tão preocupado com volatilidade.

Além disso, o problema da falta de comunicação de risco eficaz é enfatizado em contextos de escândalos contábeis, como os casos da *Enron*, *Parmalat* e *WorldCom* (Linsley & Shrives, 2005), e da crise financeira vista em 2008. Esses acontecimentos trazem à tona a ampla diferença entre a consciência do risco pelas partes externas à companhia e a situação real das empresas, fato que tem sido cada vez mais estudado por pesquisadores e órgãos reguladores. Essas pesquisas colocam em evidência a necessidade de maior transparência nas informações fornecidas nos relatórios corporativos, visando auxiliar os *stakeholders* no processo de tomada de decisão. A falta ou incompletude das informações comunicadas devido à dificuldade das empresas em obter informações consistentes sobre o assunto dá origem a uma importante discussão: as empresas devem divulgar mais informações sobre os riscos relacionados nos respectivos relatórios anuais ou não? De acordo com Yampolskaya (2006), a governança corporativa exige que a administração seja responsável pela divulgação do perfil do risco da empresa aos potenciais investidores, credores, empregados, fornecedores, clientes e aos órgãos reguladores, bem como controlá-los.

É importante enfatizar que o contexto em que esta pesquisa está inserida envolve o período de dois anos em que o autor esteve na Itália realizando seu diploma duplo no *Politecnico di Milano*. Nesse período, o autor trabalhou em conjunto com dois professores pesquisadores (Dra. *Michela Arnaboldi* e Dr. *Tommaso Palermo*) no estudo e elaboração de novas metodologias de análise e mensuração do risco reportado em empresas listadas não-financeiras. Contando com o apoio desses dois profissionais especializados na área de gestão de risco, o autor se familiarizou com os principais termos e estratégias utilizados no meio, além de analisar de forma mais aprofundada como empresas que atuam na Itália divulgam os principais riscos aos investidores. Como as empresas analisadas são multinacionais de grande porte, é razoável considerar que essas práticas estudadas podem se estender não somente às empresas que atuam na Itália, mas sim no mundo em geral.

1.2 Motivação

O nível dos valores contábeis do passado fornece uma base para a projeção dos estímulos que poderão vir a afetar o desempenho da empresa no futuro, sendo profundamente influenciado pela forças internas e externas que afetam o negócio, em particular, a estratégia da empresa e os riscos externos. Ajudar investidores e outras partes interessadas a avaliarem até que ponto o passado pode ser utilizado como indicação do cenário futuro é de fundamental importância na gestão de risco. Neste sentido, a comunicação do risco se faz importante uma vez que promove um aprendizado por parte dos *stakeholders* quanto aos estímulos já enfrentados por meio do registro de informações nos relatórios corporativos.

Espera-se que os relatórios anuais ofereçam informações resumidas, porém completas, a respeito da performance no período em questão das operações corporativas, incluindo valores financeiros e não-financeiros – sociais, organizacionais, estratégicos, ambientais, etc. Assim, tal documento tem um papel central no processo de comunicação de risco, sendo ainda considerado como o principal relatório para esse fim (ICAEW, 1999), e portanto, urge por melhorias e padronizações entre as práticas adotadas pelas empresas a fim de torná-lo mais claro aos interessados. Ainda nessa pesquisa, duas principais orientações para promover uma melhor comunicação de risco são levantadas:

- i) “Todas as informações sobre o risco devem ser publicadas. A alternativa de um diálogo com as pessoas é ineficiente, injusto e, em uma era de mercados globais de capitais, curiosamente paroquial. Mercados que utilizam o desenvolvimento da tecnologia de comunicação de massa para fazer melhor uso do tempo reduzirão os custos de capital e atrairão novos participantes” (pág. 15); e
- ii) “Os mercados precisam de informações reais a respeito de riscos fidedignas, não apenas palavras vagas indicando que o risco está sendo gerido de forma eficaz, ou que controles de risco são eficazes. Queremos que as empresas digam o que estão de fato colocando em prática para que os investidores possam entender e formar seus próprios julgamentos” (pág. 15).

Segundo Woods et al. (2004), mais e mais mercados de capitais globais, reguladores financeiros, governos e outros grupos interessados têm colocado pressão nas empresas a fim de que estas incluam e desenvolvam informações de risco nos relatórios divulgados buscando

permitir comparações entre exposições aos riscos, além de auxiliar atuais ou potenciais investidores na tomada de decisão. No entanto, a assimetria do conhecimento de risco entre as partes interessadas – externas ou internas – originada pela inefficiente e incompleta divulgação de risco torna mais difícil e incerto esse processo decisório.

Como já discutido anteriormente, a abrangência e a consistência dos relatórios de risco têm ganhado maior atenção ultimamente, fomentando de forma acentuada novos estudos sobre o assunto. No entanto, sendo ainda um campo de pesquisa recente, ainda há considerável escassez de diferentes modelos e pesquisas, especialmente quando se considera os diferentes objetivos e as restrições dos usuários de relatórios a respeito da especificidade, precisão e rapidez da aplicação a ser feita.

Segundo a ICAEW (1999), importantes orientações são fornecidas sobre como as empresas devem organizar-se para proporcionar um melhor relatório de risco aos seus *stakeholders*. Afirma-se que os gestores das empresas cotadas em Bolsa de Valores devem definir uma meta de operações “sem surpresas”. Em outras palavras, os gestores devem ser mais claros e precisos ao relatar os riscos, promover uma gestão de risco mais eficiente, colaborar com investidores a entender a volatilidade dos investimentos, e relatar os fatos relevantes encontrados. Além de melhorar as práticas de gestão de risco – uma vez que tornam mais claras as ameaças e oportunidades que a companhia poderia enfrentar –, tais medidas podem ainda trazer o benefício de um menor custo de capital, como já discutido.

Como percebido ao longo do processo de análise da revisão bibliográfica, a maioria dos modelos utilizados na medição da divulgação de risco nos relatórios de empresas não-financeiras (em especial a demonstração financeira consolidada) utilizam como abordagem de estudo a *busca-por-palavra*, no qual uma lista predefinida de palavras de alguma forma relacionadas a “risco” é procurada ao longo do documento, e sempre que uma ocorrência for encontrada, é verificado se a narrativa constitui ou não informação de risco. Contudo, tal metodologia, apesar de trazer dados de forma mais rápida, pode desconsiderar determinadas divulgações de risco que não contenham alguma das palavras selecionadas, comprometendo, pois, sua confiabilidade (Bozzolan & Beretta, 2004).

É possível imaginar que a metodologia conhecida como *busca-por-palavra* seja mais apropriada em casos de verificações mais rápidas e específicas. Se o objetivo for, por exemplo, de acessar as políticas de *swap* que determinada empresa (ou um grupo delas) mantém, e o pesquisador tiver restrição de tempo para a realização de tal tarefa, talvez essa metodologia o auxilie mais adequadamente.

Por outro lado, se o objetivo do analista é traçar o perfil de gestão de risco de determinada empresa (ou um grupo delas) com um nível de confiança e de cobertura maior, talvez seja aconselhável fazer uso de uma estrutura que compreenda a *leitura-e-classificação* de todas as narrativas do relatório anual, metodologia utilizada na presente pesquisa. Segundo estudos anteriores, esse tipo de modelo ainda é pouco utilizado pelos pesquisadores, além de precisar de melhores ajustes (Bozzolan & Beretta, 2004).

Apesar de todas as companhias cotadas em Bolsa de Valores terem que cobrir requisitos mínimos definidos pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) para a divulgação de informações regulares aos *stakeholders*, as práticas adotadas podem variar significativamente em função do volume e qualidade de informação fornecida ao mercado de capitais. Mesmo para as divulgações obrigatórias, tais como o relatório anual e demonstrações financeiras trimestrais, as empresas ainda têm poder considerável na clareza da exposição e do nível de detalhe fornecido (Lang & Lundholm, 1993). Diferenças nas políticas de divulgação são ainda mais acentuadas nas divulgações voluntárias, principalmente em relatórios à imprensa, contato direto com os analistas, ou mesmo ao longo das seções no relatório anual que não foram especificamente estruturadas para conter informações sobre riscos. Dada a variedade de canais de comunicação acessíveis e o fato de grande parte da informação ser qualitativa por natureza, é difícil quantificar a utilidade da divulgação de uma empresa, o que dá origem a diferentes opiniões e modelos para sua medição.

Tem-se observado uma preocupação crescente por parte dos órgãos reguladores no sentido de regular e incentivar os gestores a divulgarem informações sobre os riscos de forma mais confiável (Woods et al., 2004). Além do mais, como indicado na pesquisa realizada por Yampolskaya (2006), “o volume total de divulgações de risco prestado pelas empresas da amostra aumentou durante o período [analisados entre 2001 e 2005]”. Assim, a medição de divulgação de risco tem se tornando cada vez mais importante, e é por esta crescente demanda que a presente pesquisa é motivada.

No processo de divulgação dos riscos, a informação fornecida deve ser apresentada considerando como poderia influenciar a estratégia da empresa nos diferentes horizontes de tempo (ICAEW, 2000). É, pois, essencial comunicar primeiramente informações sobre a estratégia, os planos e o desempenho esperado pela empresa a fim de tornar possível a comparação entre o que foi planejado e os possíveis impactos oriundos dos riscos levantados. Assim, os riscos estão diretamente relacionados à variabilidade do desempenho esperado. É importante, entretanto, salientar que o risco pode representar uma incerteza que pode gerar tanto um resultado positivo como negativo para os planos da empresa.

Segundo o estudo feito por Bozzolan & Beretta (2004), existe um consenso de que as previsões futuras têm recebido grande atenção pelos órgãos reguladores e pesquisadores da área (ICAEW 1998, 1999, 2000, 2002; CICA 2001, IFAC 2002) em relação à comunicação voluntária de risco das empresas listadas no mercado de capitais. Além do mais, todos os modelos desenvolvidos pelos pesquisadores que foram estudados na presente pesquisa consideraram não apenas riscos financeiros, mas também ambientais, operacionais, e/ou estratégicos.

Em seu modelo, Wallman (1996) afirma que as empresas devem divulgar informações não-financeiras, como patentes, direitos de imagem, recursos humanos, etc, e informações financeiras, como resultado operacional, margem de contribuição, imposto, etc.

Apesar do fato de que a legislação e as práticas em diferentes países podem variar quanto ao conteúdo e extensão, muito comumente é possível notar algumas similaridades em suas intenções ao comparar publicações mais recentes dos órgãos reguladores, especialmente quando levamos em consideração as tendências para as quais a divulgação de risco está se direcionando. Esse fenômeno é explicado principalmente pelo crescimento da integração do mercado internacional, política internacional, e integração sócio-cultural, em particular a criação e desenvolvimento de acordos bilaterais – ou multilaterais –, como o Acordo de Livre Comércio (exemplo: Tratado de Livre Comércio Norte-Americano – NAFTA); a União Aduaneira (por exemplo: Organização Mundial do Comércio – OMC); o Mercado Comum (por exemplo: a extinta Comunidade Econômica Européia – CEE); a União Econômica (por exemplo: União Européia – UE); e a União Política (por exemplo: Os Estados Unidos da América – EUA). É importante enfatizar que, dependendo do tipo de acordo entre os países, as legislações comuns – ou similares – para as atividades empresariais podem variar em diferentes níveis dentre seus membros.

Exemplos de legislações que órgãos reguladores aplicam ao redor do mundo são listados abaixo:

- i) Austrália: o conselho do mercado de capitais australiano (*Australian Stock Exchange* – ASX) publicou em 2006 o guia para boas práticas que as empresas listadas devem adotar considerando a inclusão do perfil de risco da companhia no relatório anual. O guia foi denominado de *Principles of Good Corporate Governance & Best Practice Recommendations*;

- ii) Canadá e EUA: o comitê da Bolsa de Valores requer que empresas listadas comuniquem a seus *stakeholders* a situação financeira da empresa, sua liquidez, cenário futuro previsto, e riscos e incertezas na seção denominada *Management Discussion and Analysis* (MD&A) do relatório 10K (Lajili & Zeghal, 2005). Portanto, a descrição e a análise de informações de risco devem estar interligadas aos instrumentos financeiros, bem como estratégicos e de controle. Adicionalmente, é também requerido dessas empresas a reportar previsões tanto quantitativas como qualitativas de cenários futuros, e de acordo com uma determinada gama de classificação dos tipos de risco;
- iii) Europa: em 2004, o *International Accounting Standards Board* (IASB) publicou as novas normas a serem atendidas pelos membros da União Européia, o chamado *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Basicamente, o relatório exige que sociedades cotadas divulguem a exposição da empresa ao risco de mercado, bem como os riscos relacionados às questões de câmbio, taxa de juros, crédito, fluxo de caixa, liquidez, dentre outros instrumentos financeiros e operações. Além disso, traz informações sobre a preocupação das empresas a respeito das incertezas e suas medidas de incerteza; os possíveis impactos dos riscos nos ativos e passivos das empresas; e as práticas e estratégias de gestão de riscos aplicadas;
- iv) Alemanha: o *German Account Standards Committee* (GASC), divulgado pelo *Accounting Standards Committee of Germany*, define que as empresas listadas na Bolsa de Valores devem descrever as informações sobre riscos em uma seção separada do relatório anual. Devido à especificidade da indústria, muitas vezes os tipos de risco também variam (Bozzolan & Beretta, 2004) e, portanto, nenhuma classificação específica é aplicada. Assim, cada empresa deve agrupar os tipos de risco da mesma maneira que fazem para o seu controle interno. Embora possa parecer que essas ações representem boas práticas, estudos empíricos revelam deficiências significativas relacionadas com tal exigência para as divulgações de risco (Kajüter, 2003);
- v) Estados Unidos: a divulgação dos riscos quantitativos e qualitativos está entre os requisitos estabelecidos pelo *Financial Reporting Release* nº 48 (1997). Assim, as previsões sobre as possíveis mudanças no câmbio, taxas de juros e preços de *commodities* devem estar presentes nos relatórios financeiros das empresas

públicas. No entanto, um grande número de estudos voltados para essa questão considera que estas regras têm um alcance muito limitado, não são suficientemente claras, nem sempre são seguidas por avaliação das consequências, e contêm normas insuficientes a respeito do formato e local onde a informação de risco é disposta (Elmy, LeGuyarder, & Linsmeier, 1998; Roulstone, 1999; Hodder, Koonce, & McAnally, 2001);

- vi) Reino Unido: a Bolsa de Londres (*London Stock Exchange*) exige que todas as empresas listadas cumpram as regras sobre seus registros, capitalização de mercado, divulgação das perspectivas futuras, relatório de contas, governança corporativa, as jurisdições aceitáveis, normas de contabilidade, dentre outras normas (Yampolskaya, 2006). Um ponto peculiar nesta legislação é o fato de que os riscos financeiros e de governança corporativa são tratados à parte, além de conter padrões rígidos para a divulgação de informações contábeis (por exemplo, as empresas têm de provar que o seu capital de giro é suficiente para pagar suas dívidas para pelo menos os próximos doze meses). Além disso, as empresas com prospecção ao IPO na Bolsa de Londres têm de apresentar uma descrição detalhada dos planos futuros e perspectivas. Por fim, salienta a importância da estratégia de gestão de risco da empresa em relatar aos participantes seus principais riscos, mesmo que esta divulgação não seja obrigatória (Woods & Reber, 2003);

1.3 Objetivos da Pesquisa

Em face de uma necessidade de melhor divulgação de risco e da crescente demanda por pesquisas na área como anteriormente mencionado, o presente estudo objetiva contribuir com a literatura de mensuração de risco reportado por meio da apresentação de revisão e análise de estudos antecessores relacionados; do desenvolvimento de um novo modelo direcionado a quantificar e qualificar as identificações de risco ao longo das narrativas dos relatórios anuais de empresas não-financeiras por meio da classificação da informação; e análise nos resultados obtidos na aplicação do modelo desenvolvido em uma amostra de 20 empresas que operam na Itália.

Adicionalmente, as demonstrações financeiras consolidadas selecionadas para aplicação do modelo foram aquelas com data de encerramento mais próxima a 1º de janeiro de 2009. Esta escolha foi feita a fim de avaliar os efeitos da crise financeira nos resultados das empresas não-financeiras cotadas em Bolsa de Valores. Para avaliar os efeitos da crise medidos pelo modelo, foi realizada uma comparação entre os resultados encontrados no presente estudo e aqueles proporcionados por outros estudos anteriores que utilizaram a metodologia da *busca-por-palavra*.

É importante enfatizar que a análise técnica dos riscos aqui identificados bem como o julgamento da veracidade e acuracidade de cada ocorrência não faz parte do escopo dessa pesquisa. O objetivo é, pois, promover um modelo direcionado aos *pesquisadores* que identifique os riscos reportados nos relatórios anuais de empresas não-financeiras e listadas em Bolsa de Valores de forma quantitativa e qualitativa, além da aplicação em uma amostra, e comparação da metodologia de *leitura-e-classificação* com a *busca-por-palavra*.

2 Revisão Bibliográfica

Ao longo das últimas décadas, uma atenção crescente vem sendo prestada à confiabilidade e integralidade da comunicação de risco que as empresas vêm oferecendo para seus *stakeholders*. Apesar de firmas listadas nas bolsas de valores estarem reportando mais informação de risco do que nunca (Yuting, 2006), escândalos contábeis recentes, como os casos da *Enron*, *Parmalat* e *WorldCom*, indicam que ainda existe um grande *gap* entre a consciência da situação de risco de determinada corporação por parte dos investidores e a situação real da empresa (Linsley & Shives, 2005). Esse tipo de falha tem, portanto, chamado a atenção dos investidores para a gestão de riscos das empresas, o que gera um crescimento na demanda por uma melhor comunicação das ameaças e oportunidades enfrentadas pelas empresas, além de mais clareza de suas operações acerca do assunto (Yuting, 2006).

Um mercado mais competitivo e agressivo tem contribuído para tal crescimento no sentido de que investidores estão ficando mais conscientes sobre as implicações que os diferentes tipos de risco podem trazer. Pelo lado das empresas, gestores também têm prestado mais atenção à obtenção de informação de risco representativa que irá assistir suas tomadas de decisão para uma melhor gestão dos riscos.

A comunicação dos riscos corporativos para os *stakeholders* tem como objetivo oferecer informações relevantes a respeito não somente dos riscos que a empresa enfrentou no passado, mas também os estímulos que influenciarão o cenário interno e externo no futuro. Analistas de negócio usam publicações de risco para avaliar a performance das empresas e também como recomendações financeiras; acionistas e potenciais investidores utilizam tais informações como *input* para programar o volume e tempo de compra e venda de ações; trabalhadores atuais e aspirantes analisam essas publicações sob a ótica da segurança que a corporação oferece, estabilidade, crescimento, reputação, etc.; o governo e demais órgãos reguladores, como o SEC e CSA, por exemplo, podem também estar interessados na política de conservação de danos ambientais elaborada pela empresa. Dessa forma, a comunicação de risco não é essencial somente para o controle interno, mas também útil a entidades que estão, de alguma forma, relacionadas à empresa e suas atividades.

Dentre as pesquisas e artigos acerca da mensuração do risco reportado pelas empresas listadas nas bolsas de valores, muitos autores trouxeram à tona a importância do *relatório anual* como meio de comunicação. De acordo com Hopwood (1996), esse documento traz para a empresa uma grande oportunidade de administrar sua imagem perante o mercado e, portanto, é comum que gestores excedam os requerimentos mínimos exigidos pelos órgãos

reguladores, dando origem à chamada *comunicação voluntária* de determinadas informações estratégicas.

O *relatório anual* é comumente considerado como a principal fonte da qual os *stakeholders* extraem informações relevantes para suas tomadas de decisão. O documento deve, pois, conter um resumo de todas as informações necessárias para que o usuário do relatório seja informado acerca da situação financeira, operacional e mercadológica peculiare à empresa em questão (Linsley & Shrives, 2007). Porém, devido à grande quantidade de dados a ser considerada, outras publicações também devem ser consultadas, como relatórios parciais e notícias no site corporativo.

Marston & Shrives (1991) definem o *relatório anual* como “o principal veículo de comunicação” entre empresa e *stakeholders*, sendo o documento financeiro disponível mais compreensível e completo. É esperado que o relatório ofereça informação útil de forma adicional aos documentos contábeis da empresa (Beattie et al., 2002). Ele apresenta e valida, tanto em suas narrativas como de forma sintética, os números contidos nas tabelas, por exemplo, de Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa e Demonstração do Resultado do Exercício (Chugn & Meador, 1984). Além do mais, existe uma correlação positiva entre o nível de divulgação no relatório anual e a quantidade de publicações corporativas comunicadas ao público pelos diversos meios (Lang & Lundholm, 1993).

Em pesquisa recente conduzida pelo *Canadian Institute of Chartered Accountants* (CICA, 2008), de cada quatro investidores, três declararam que o *relatório anual* é o meio de comunicação mais importante que uma empresa listada na Bolsa de Valores pode oferecer aos seus *stakeholders*¹. Além do mais, 79% de todos os participantes concordaram que tal documento é uma ferramenta essencial para a tomada de decisão de onde e quando alocar seus investimentos.

Como existe uma assimetria entre o nível de conhecimento entre gestores e investidores (uma vez que o último é agente externo ao planejamento e controle das operações da empresa), devem existir meios e práticas para os gestores publicarem o status da firma, bem como as previsões feitas. No caso de comunicação ineficiente, consequências não desejáveis podem emergir, como por exemplo, o maior custo de capital (já que o custo de capital é fortemente determinado pela percepção de risco da empresa, *i.e.* quanto menor for o risco percebido de determinada empresa, menor será a taxa de juros a ser paga pelo capital

¹ A amostra de investidores incluía mais de cem investidores, gestores de portfólio, e analistas de valores.

emprestado); benefícios extras para os investidores que têm acesso privilegiado à informação; falta de confiança por parte dos investidores e instituições credoras de crédito acerca da performance da empresa; valor não representativo do valor das ações da empresa (uma vez que ameaças e oportunidades podem influenciar as operações futuras da firma, o que pode valorizar ou não o preço de seus papéis).

2.1 Análise da Comunicação de Risco

Uma parcela considerável das pesquisas que objetivam a análise do nível de comunicação de risco tem enfatizado o fato de que a quantidade e qualidade de informação útil ao público que faz uso dos relatórios anuais são ainda escassas. Como apresentado no artigo *No Surprises: the case for better risk reporting* (ICAEW 1999), o risco reportado no documento em questão é mais detalhado em períodos de instabilidade econômica, social ou política, além de não retomar pontos levantados em publicações sucessoras. Outra conclusão feita pela pesquisa foi de que as regulamentações para a publicação de risco ainda são poucas ou simplistas, o que dá espaço para que gestores proporcionem aos *stakeholders* apenas informações que julgam relevantes e que acreditam não afetar as operações e a estratégia da empresa.

Das inferências elaboradas pelo *Institute of Chartered Accountants* (1998, 1999, 2002), é possível induzir que essa falta de regulamentos dificulta que o público tome conhecimento de riscos que possam afetar os resultados das empresas, já que gestores podem comunicar aquilo que está em seu interesse. Além do mais, o menor nível de padronização entre as práticas de comunicação de risco dificultam ainda mais sua compreensão por parte dos *stakeholders*, uma vez que o formato e a localização das informações de risco no relatório anual podem variar de acordo com cada empresa. Por último, a falta de padronização diminui a confiança na integridade e certeza das informações publicadas, pois, como confirmado pela presente pesquisa, companhias listadas apresentam alto grau de variação de detalhes e abrangência na apresentação desse tipo de informação (Elmy, LeGuyader, & Linsmeier, 1998; Roulstone, 1999).

A falta de regras para a comunicação das ameaças e oportunidades que possam afetar as empresas é indicada na pesquisa *A framework for the analysis of firm risk communication*

(Bozzolan & Beretta, 2004): “[...] Como não existe regulamentação sobre este tema (comunicação do risco), divulgações sobre os riscos oferecidas pelas empresas observadas são quase totalmente voluntárias e não orientadas por regras que possam influenciar tanto o conteúdo das divulgações de informações, quanto à maneira pela qual as informações são apresentadas”.

Como consequência, os resultados encontrados por um estudo da narrativa da divulgação de risco (ICAEW, 1998) no Reino Unido mostrou que, entre as empresas que apresentaram informação de risco em seus relatórios anuais, apenas 18% ofereceram discussão clara sobre os impactos dos riscos em cenários futuros. Além disso, dos 18%, apenas 13% apresentaram números concretos sobre variações em que o risco poderia resultar.

Mesmo que a *Securities and Exchange Commission* (SEC) tenha publicado em 1997 novos requisitos para a divulgação de risco por empresas listadas, uma pesquisa realizada por Blankley, Lamb & Schroeder (2002) indicou que apenas 90% das empresas listadas no *Dow Industrials 30* seguiam os requisitos relativos à divulgação de informações qualitativas sobre risco de mercado. Os requisitos elaborados pela SEC consideram obrigatória a divulgação de informações qualitativas e quantitativas sobre o risco de mercado por cada empresa registrada na instituição, com períodos anuais que terminem depois de 15 de junho de 1998. Além disso, foi também concluído que as recomendações propostas pelo órgão regulador não eram plenamente seguidas por todas as empresas, não apresentando a informação necessária aos *stakeholders*. Outra conclusão importante foi a de que divulgação de informações mais detalhadas era freqüentemente superficial e não acompanhavam análises fundamentais de impacto.

Em sua pesquisa, Hodder, Koonce & McAnally (2001) concluíram que a inexistência de um regulamento organizado resulta em informações incompletas e disseminadas ao longo de um documento relativamente extenso – o relatório anual –, e torna muito mais difícil para os investidores avaliarem as diferentes variantes dos riscos. No entanto, é importante lembrar que a definição de regras para a comunicação de risco em um mercado que opera em uma extensa variedade de setores, tamanhos e competências pode ser extremamente complexa devido à particularidade de cada negócio. É razoável pensar, pois, que os requisitos de divulgação de risco para a indústria química, por exemplo, não devam ser os mesmos que de uma instituição financeira.

Como discutido em por Frankel et al. (1995), cabe aos gestores das empresas decidirem a quantidade e a integralidade da divulgação dos riscos para as partes interessadas, uma vez que eles têm maior nível de acesso à informação da situação atual bem como da

prevista da empresa quando comparados às entidades externas, além do fato de que, como já discutido, a escassez de uma legislação completa da comunicação de risco deixa espaço para a subjetividade na hora de reportá-lo.

Debates e estudos acerca do fato de a legislação para a comunicação de risco ser considerada muito limitada e a consequente importância dada à divulgação voluntária das empresas que têm ações listadas na Bolsa de Valores vem ganhando maior relevância nos últimos tempos. De forma geral, essas discussões levantam questões de governança corporativa, a importância da divulgação de informações aos acionistas, as abordagens para a escolha das normas de contabilidade, e a gestão de riscos. É senso comum entre as entidades especializadas no assunto que as informações sobre a estratégia, situação ambiental e situação financeira compreendem *inputs* cruciais para os *stakeholders* tomarem suas decisões. No entanto, gestores tendem a esconder ou reprimir o que consideram informações desfavoráveis para si ou para a empresa, mesmo tendo em conta a importância da divulgação de informação útil, já que os requisitos obrigatórios são muito brandos.

2.2 Comunicação Voluntária versus Requerida

Diante da falta de orientações legais descritas anteriormente, as empresas listadas têm utilizado bastante a chamada *divulgação voluntária* para informar seus *stakeholders* acerca dos riscos que enfrentam. Entidades especializadas no tema vêm focando suas atenções no sentido de desenvolver guias e diretrizes que promovam uma comunicação de risco mais completa e útil para as partes interessadas. Os esforços desses estudos se destinam a fornecer as melhores práticas e padrões de relatório para uma divulgação de informações mais eficiente, além de analisar quais abordagens as empresas têm desenvolvido para a comunicação de risco. Assim, a divulgação de risco tem ganhado maior importância, fomentando novos estudos acerca do assunto. Sendo ainda uma área de investigação recente e que enfrenta uma crescente procura de melhores práticas como descrito anteriormente, há grande necessidade de novos modelos e pesquisas, e assim, o presente estudo objetiva aproveitar tal demanda para analisar tanto a comunicação voluntária como a mandatária.

Devido à demanda emergente por melhores práticas de comunicação de risco, órgãos reguladores ao redor do mundo têm pesquisado e elaborado novos regulamentos e modelos a fim de assessorar as empresas na gestão do risco e sua consequente publicação.

O *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA, 1994) elaborou uma diretriz para a divulgação voluntária com foco na qualidade e integridade da comunicação dos resultados e operações das empresas. De acordo com esse estudo, as informações devem ser fornecidas ao público considerando cinco dimensões: informações financeiras e não-financeiras; uma análise das narrativas sobre informações financeiras e não-financeiras; perspectivas para o futuro; informações sobre os gestores da empresa e outros *stakeholders*; e operações passadas da empresa.

O modelo desenvolvido por CICA (2001) para a comunicação voluntária coloca foco na importância da apresentação da visão da empresa, que compreende as atividades principais e estratégias de longo período; seus FCSs (fatores críticos de sucesso); os planos e recursos para atender às estratégias elaboradas; retornos esperados; e riscos existentes (tanto oportunidades como ameaças).

Um grande desenvolvimento sobre este assunto é feito por organismos profissionais do Reino Unido. Ao longo dos últimos dezessete anos, os institutos de contabilidade do Reino Unido estudaram uma série de maneiras de melhorar os relatórios de informações financeiras e não-financeiras. Tudo começou com a publicação denominada *Financial Aspects of Corporate Governance* (1992), mais conhecido como *Cadbury Report* – o nome é dedicado a *Adrian Cadbury*, presidente da comissão que elaborou o relatório. No relatório, o controle interno e as funções de relatório anual foram descritos e delegados aos diretores, além de também formular recomendações sobre as práticas dos conselhos das empresas para controlar os riscos e evitar falhas. Mais tarde, foi lançado o *Study Group on Directors Remuneration* (1995), mais conhecido como *Greenbury Report* – o nome é dedicado a *Richard Greenbury*, presidente da comissão que elaborou o relatório. Basicamente, o documento confirma as orientações apresentadas pelo *Cadbury Report*, além de apresentar as bases sobre as políticas de remuneração dos administradores. Em 1998, uma revisão sobre a governança corporativa no Reino Unido foi lançada, a *Committee on Corporate Governance*, mais conhecida como *Hampel Report* – o nome é dedicado a *Ronnie Hampel*, presidente da comissão que elaborou o relatório. Basicamente, é feita uma análise do código apresentado no *Cadbury Report*.

Adicionalmente, a publicação *Financial Reporting of Risk – Proposals For a Statement of Business Risk* (ICAEW, 1998) dirigiu seus esforços a fim de convencer empresas listadas a acrescentar a análise de risco em seus relatórios anuais, mostrando mais uma vez a

importância de minimizar a assimetria entre o conhecimento dos gestores e dos *stakeholders* acerca dos fatores que possam vir a afetar a empresa, positiva ou negativamente. Um ano depois, a mesma instituição publicou *No Surprises – The Case For Better Risk Reporting* (ICAEW, 1999), confirmando suas sugestões anteriores para a comunicação de informações mais completas e consistentes, mas dessa vez, dando maior enfoque ao encorajamento dos gestores a informar planos de controle dos riscos e análises de seus possíveis impactos nos resultados da empresa. No mesmo ano, a instituição publicou o *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, mais conhecido como *Turnbull Report* – o nome foi dedicado a *Nigel Turnbull*, presidente da comissão que elaborou o relatório. O artigo apresenta aos diretores das empresas suas obrigações a respeito da administração dos controles internos e suas práticas para oferecer auditorias eficientes a fim de assegurar a qualidade entre as partes envolvidas nas operações das empresas.

Em geral, estudos anteriores indicam que as empresas têm fornecido aos seus *stakeholders* principalmente percepções de risco orientadas no passado e de forma não quantificada, e em muitos casos, a quantidade de informação quantificada e futura recebe muito pouca atenção. Tal fato se deve principalmente a dois motivos: o último grupo é mais difícil e mais caro de serem obtidos; e alguns gerentes podem não estar dispostos a arriscar suas reputações ao fazer previsões que não venham a acontecer, e, portanto, preferem não divulgar as previsões feitas. Além disso, de acordo com a literatura estudada, empresas também estão divulgando mais informações sobre acontecimentos que refletem impactos positivos, o que é explicado principalmente pelo fato de que alguns gestores não têm a intenção de transmitir um cenário negativo, o que poderia, segundo a perspectiva deles, afastar potenciais investidores. No entanto, para um processo completo e confiável de tomada de decisão, os interessados devem ser providos com todas as ameaças e oportunidades significativas que afetem os resultados das empresas, demanda essa que tem fomentado o crescente número de pesquisas relacionadas ao assunto.

Tal como referido em muitos estudos anteriores, pode haver importantes custos potenciais a serem considerados pelos gestores na divulgação de certos tipos de informação de risco. Entre essas desvantagens, é possível listar: pode ser muito difícil e caro – em alguns casos, impossível – juntar dados confiáveis (Linsley & Shrvies, 2007); gestores não querem ser culpados pelos investidores que tomaram decisões com base em informações sobre os riscos futuros que ocasionalmente não ocorreram; algumas informações sobre riscos podem ser sensíveis ao mercado, e divulgá-las a potenciais investidores que estão estudando em qual empresa investir, poderia colocar a empresa em uma aparente desvantagem competitiva; a

divulgação de certos tipos de informações sobre a estratégia da empresa para controlar os riscos relacionados aos seus concorrentes poderia colocá-la em desvantagem, uma vez que os concorrentes poderiam se antecipar às táticas.

De qualquer forma, benefícios relevantes – provavelmente mais relevantes do que os custos – podem ser originados de uma comunicação de risco consistente e confiável. Dentre os principais ganhos levantados por pesquisas anteriores, o que mais estimula gestores a melhorarem suas práticas na apresentação da gestão de risco aos *stakeholders* é o fato de que uma comunicação eficiente pode melhorar a percepção de risco por parte dos credores de recursos financeiros, o que poderia levar, consequentemente, a uma redução no seu custo de capital. Em outras palavras, quanto menos arriscada uma firma é considerada, menor será a taxa de interesse do capital emprestado.

Os benefícios econômicos não são a única motivação por trás do desejo dos gerentes em publicar informações relacionadas ao risco nos documentos oficiais da corporação. Questões sociais e ambientais também influenciam seus esforços nesta questão. Governo e outras instituições especializadas têm se empenhado no sentido de incentivar as empresas a divulgar mais informações sobre seus planos, oportunidades, riscos e outros indicadores não-financeiros nos relatórios empresariais. Dentre outros potenciais benefícios, é possível listar: uma vez que os investidores estão conscientes dos riscos da empresa, eles estarão mais dispostos a investigar quais as ações de gestão de risco a empresa está tomando, estimulando dessa forma a diretoria a se concentrar mais no controle das ameaças e oportunidades; é estimulado um tratamento mais justo e igual aos investidores de acesso à informação, reduzindo a assimetria entre o conhecimento dos riscos por parte de investidores com diferentes capacidades financeiras; uma divulgação de confiança sobre as questões de risco da empresa pode proporcionar uma melhor percepção de sua imagem quanto à confiabilidade dos gestores e eficiência para reconhecer riscos internos e externos; há maior estímulo a uma melhor compreensão dos valores explicitados no documento (os *stakeholders* devem conhecer os fatores que levaram aos números reportados, incluindo os riscos); e informações mais práticas e relevantes são fornecidas (divulgações de riscos futuros são mais úteis aos investidores - Schipper & Francis, 1999).

É, pois, objetivo da presente pesquisa propor um modelo com base na análise do conteúdo das narrativas presentes no relatório anual de empresas não-financeiras que mensure a quantidade e qualidade do risco reportado. Para a análise da aplicabilidade do modelo desenvolvido, uma amostra de 20 empresas não-financeiras que operam na Itália (no ano fiscal de 2008) foi utilizada. A fim de comparar o modelo aqui desenvolvido e o da *busca-*

por-palavra (modelo mais conhecido como *word-search*), o último também foi aplicado a cada uma das empresas analisadas. Essa comparação é apresentada no item 5.

Além disso, é também objetivo do estudo analisar quais efeitos a crise financeira de 2008 teve sobre a divulgação de risco pelas empresas listadas na Bolsa de Valores. Como resultado, riscos negativos e externos são esperados em maior quantidade quando comparados aos resultados encontrados em pesquisas anteriores. Essa expectativa é baseada no fato de que a crise do crédito influenciou significativamente o desempenho das empresas: “No consumo, a alta dos preços teve influência negativa sobre a poupança da população, impactando, consequentemente, no volume de investimentos, ocasionando num aumento dos custos e diminuição da demanda” (Qoquiauri, 2009).

2.3 Estudos Recentes

Muitos estudos foram publicados considerando a análise e proposição de um modelo de mensuração do volume e utilidade dos relatórios de empresas listadas em diferentes mercados nas últimas décadas. Como já mencionado, devido à falta de legislação que defina as comunicações corporativas, a maioria dessas pesquisas foram baseadas na disposição de informação do tipo voluntária aos *stakeholders*, principalmente envolvendo o relatório anual.

Através da metodologia de análise de conteúdo² (mais comumente conhecida como *content analysis*), Linsley & Shrives (2006) reuniram 79 relatórios anuais de empresas listadas não-financeiras britânicas como amostra para codificar o número de sentenças destinadas à comunicação de risco. Os objetivos da pesquisa foram testar a relação entre o número de divulgações de risco e o porte das empresas; a relação entre o número de divulgações de risco e nível de risco da empresa; e analisar as características das informações apresentadas nas narrativas, as quais eram o *tipo de risco*, a *orientação no tempo* da divulgação do risco, se o *impacto* do risco foi quantificado, e se ele representa *notícia boa* ou *ruim*. Sua conclusão foi que as declarações eram na maioria descrições de riscos não específicos da indústria em que a empresa está inserida, além de detectar incoerência nas

² Análise do Conteúdo: “A análise de conteúdo é um instrumento de pesquisa utilizado para determinar a presença de certas palavras ou conceitos nos textos ou conjuntos de textos” (Fonte: *Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor*, David L. Scott, 2003)

informações divulgadas, o que indica uma assimetria entre as partes interessadas externas e internas à empresa em relação as suas oportunidades e ameaças.

Diferentemente do artigo previamente mencionado, Bozzolan & Beretta (2003) analisam a comunicação de risco sob a ótica da mensuração tanto quantitativa como qualitativa, a qual deu origem, um ano mais tarde, a um relatório mais completo e descritivo contendo um modelo de análise mais aprofundada pelos mesmos autores. Nesse último relatório, Bozzolan & Beretta (2004) propuseram uma metodologia que mede a qualidade e quantidade da divulgação de risco aos *stakeholders*. Através da análise de conteúdo, eles analisaram empresas não-financeiras listadas (químicas, têxteis, eletrônicas, alimentícias, de mídia, de logística, e de utilidades) na Bolsa de Valores italiana. De forma geral, o modelo consistia em quatro aspectos fundamentais: o conteúdo da informação reportada; o aspecto econômico atribuído aos impactos esperados; o tipo de medida utilizada para quantificar e qualificar os impactos esperados; e o horizonte de tempo no qual as identificações de risco se inseriam. Para estudar o volume total de divulgação feito pela empresa, os pesquisadores fizeram uso da regressão (Método dos Mínimos Quadrados³) usando como parâmetros o porte das empresas e o tipo de indústria como variáveis independentes. Como conclusão, Bozzolan & Beretta discutem que apenas uma pequena porcentagem dos relatórios analisados continha indicações dos impactos esperados no futuro. Adicionalmente, a maioria das identificações de risco representava impactos positivos, indicando que as empresas relutaram em reportar o que consideraram como informação desfavorável.

Como uma ferramenta de apoio para a análise da quantidade e qualidade da divulgação do risco, o modelo proposto por Bozzolan & Beretta (2004) sugere a adoção de um quadro comparativo com as quatro dimensões analisadas: *density* ou DEN (densidade – a relação entre o número de sentenças em que a informação de risco é fornecida sobre o número total de sentenças); *outlook profile* ou OPR (perspectiva – como os gestores comunicam a abordagem que adotaram para enfrentar os riscos identificados); *relative quantity* ou RQT (quantidade relativa – este índice é maior quando a empresa divulga mais informações do que a média das empresas pertencentes à mesma indústria, ajustado pelo porte da empresa); e *depth* ou DPT (profundidade – diz respeito ao conteúdo das informações divulgadas sobre o impacto econômico dos riscos identificados sobre o desempenho futuro). Um exemplo fictício

³ “A técnica dos mínimos quadrados ordinários (Orginay Least Squares – OLS) serve para estimar os parâmetros desconhecidos em um modelo de regressão linear. Este método minimiza a soma das distâncias ao quadrado entre as respostas observadas em um conjunto de dados e as respostas a partir do modo de regressão”. (Advanced econometrics, Amemiya, 1985. Harvard University Press).

de duas empresas, Alfa e Beta, é apresentado a seguir na Figura 2.3.1 – Exemplo de gráfico radar:

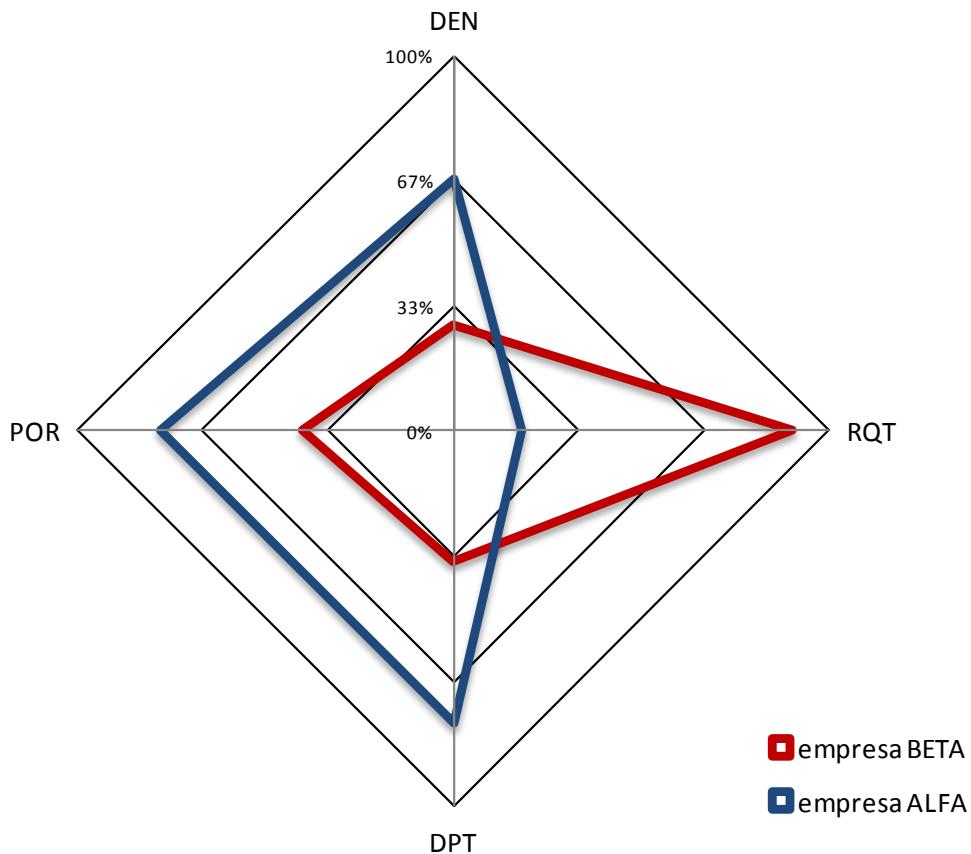


Figura 2.3.1 – Exemplo de gráfico radar

Fonte: Bozzolan & Beretta (2004)

O modelo representa uma importante evolução no meio das pesquisas de mensuração de risco reportado, uma vez que propõe um método empírico para o estudo não só da quantidade da informação fornecida, mas também de qualidade, dimensão que até então não havia ganhado muita atenção. Portanto, apesar de parecer à primeira vista que algumas empresas divulgam maior quantidade de informação – representadas pela “empresa BETA” no exemplo –, a utilidade das informações apresentadas pode ser menor do que outras que pareciam ter fornecido menos informação – representadas pela “empresa ALFA” no exemplo. Analisando o gráfico apresentado acima, os indicadores de densidade, perspectiva, e profundidade são maiores para a companhia ALFA, apesar de ter apresentado um volume menor de informações.

Outro importante estudo no tema foi realizado por Yampolskaya (2006). A pesquisa analisou uma amostra de 10 empresas não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de Londres nos anos de 2001 a 2005. A análise de conteúdo foi utilizada para verificar se o nível de exposição ao risco e o nível de estratégias de gestão de riscos divulgados pelas empresas em seus relatórios anuais mudou ao longo dos cinco anos analisados. Usando intervalos de confiança diferentes, o resultado da pesquisa permite afirmar que o volume de informações sobre os riscos contidos nos relatórios anuais da amostra pode indicar um aumento quantitativo no período estudado. Além disso, traz também um estudo sobre a correlação entre a quantidade de informação de risco e o porte da empresa, correlação essa que foi concluída como existente e positiva pela pesquisa.

A quantidade de frases dedicadas ao risco fornecido pelas empresas listadas no mercado do Reino Unido analisadas por Yampolskaya (2006) aumentou de 643 para 1.101 (aumento de 71%) durante o período de 2001 a 2005. A evolução da comunicação de risco encontrada na pesquisa é apresentada a seguir na Figura 2.3.2 – Número de identificações de risco:

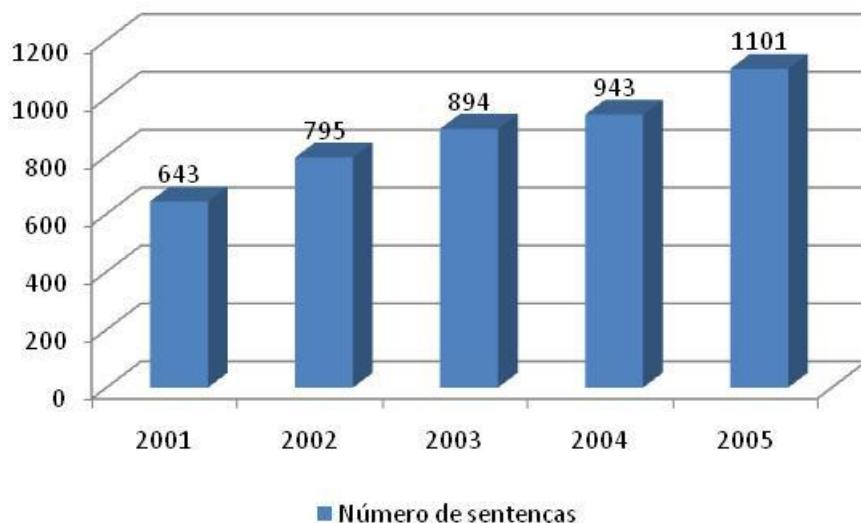


Figura 2.3.2 – Número de identificações de risco

Fonte: Yampolskaya (2006)

Além disso, a pesquisa realizada por Yampolskaya (2006) indica também que a quantidade de divulgações de risco previsto pela menor empresa analisada considerando receita (*Greggs*) era substancialmente inferior ao que foi fornecido pelo maior (*EasyJet*). A

Figura 2.3.3 – Identificações de risco na menor e maior empresa analisada mostra a evolução da divulgação do risco das menores e maiores empresas analisadas:

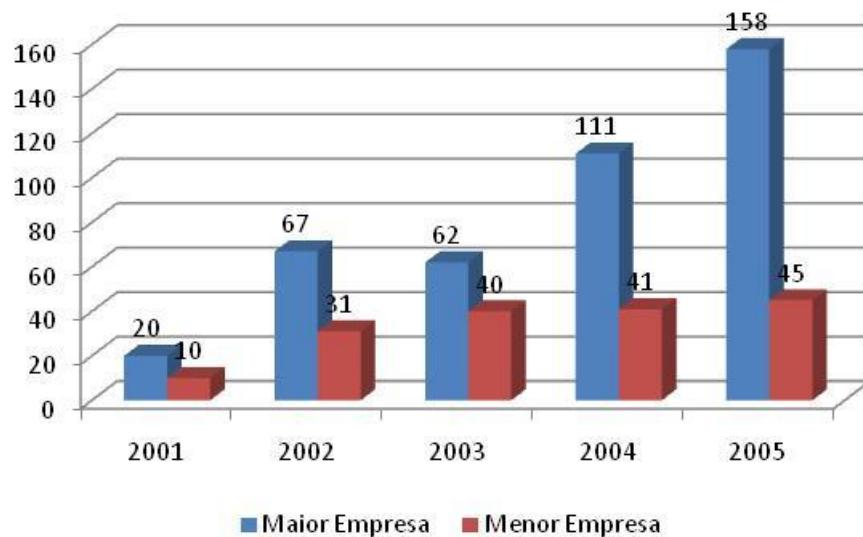


Figura 2.3.3 – Identificações de risco na menor e maior empresa analisada

Fonte: Yampolskaya (2006)

Na indústria de telecomunicações britânica, Yuting (2006) também aplicou a análise de conteúdo para analisar 14 relatórios anuais de 7 empresas nos anos financeiros de 2001/02 a 2005/06. Apesar de indicar uma tendência crescente no volume de informação reportada tanto nas divulgações obrigatórias como nas voluntárias, a pesquisa concluiu que os aspectos clareza e mensurabilidade foram ainda considerados escassos: “a informação de risco não foi divulgada de forma coerente e consistente”, nas palavras do autor.

Ainda nos estudos realizados no Reino Unido, Abraham, Salomon & Stevenson (2007) forneceram um modelo de análise da qualidade da divulgação dos riscos baseado em quatro aspectos: *fórmula* (verifica se a empresa segue uma fórmula padrão e imutável); *especificidade* (verifica se a empresa identifica os riscos que são específicos para o setor); *mensurabilidade* (verifica se o risco é expressamente descrito e possível de ser mensurável); e *evidência de medição* (verifica se a empresa mediu os riscos e comunicou o resultado aos *stakeholders*). Os dados são tomados a partir de 14 empresas não-financeiras listadas do Reino Unido que claramente comunicaram risco no ano de 2002. As conclusões globais são direcionadas para uma baixa classificação para a qualidade da informação considerando todas as quatro dimensões propostas.

No relatório de Linsley & Shrives (2007), uma análise sobre os regulamentos que órgãos profissionais têm exigido é realizada sob a ótica da comunicação de risco corporativo. As instituições consideradas são: o CICA (*Guidance on the Preparation and Disclosure of the MD&A*); IASB (*Management Commentary – Discussion Paper*); *International Organization of Securities Commissions*; *Organization for Economic Co-operation and Development*; *United Nations Conference on Trade and Development*; dentre outras. A pesquisa também levanta os possíveis benefícios que uma divulgação de risco estruturada pode trazer, tanto para a empresa como às partes interessadas: os acionistas são providos com o mesmo – ou similar – tipo de informação; diminuição do custo de capital; e informações sobre os riscos para o futuro auxiliam os investidores na tomada de decisões. Adicionalmente, os custos de comunicação são também apresentados: custo de captação da informação de cenários futuros; e possível impacto negativo de percepção de ineficiência da empresa.

Lang & Lundholm (1993) estudaram de forma mais aprofundada a relação entre as práticas de comunicação das empresas e as atividades dos analistas dentro das empresas. Essas relações foram estudadas sob três aspectos: *número de analistas*; *precisão da projeção*; e *volatilidade*. Como resultado, a pesquisa indica que de 1985 a 1989, período em que foi realizada, nota-se uma correlação direta entre o volume de informação reportada e o valor de mercado percebido das empresas.

Também através da análise de conteúdo, Lajili & Zeghal (2005) utilizaram 12 classificações para os riscos identificados nas empresas listadas na TSE a fim de analisar os níveis de comunicação praticados. Os autores concluíram que as companhias estavam reportando com o mínimo de uma e máximo de nove categorias de risco, dentre as quais as mais freqüentes eram riscos *financeiros* e *mercadológicos*. Além disso, uma comparação entre a quantidade de divulgações voluntárias e obrigatórias também foi realizada. Para esse objetivo, a pesquisa indica que o número de companhias que reportaram tanto riscos mandatórios como voluntários foi 63% maior do que as que apresentavam apenas um tipo de informação.

Macagnan (2009), objetivando identificar os fatores que influenciam o volume e a extensão da comunicação voluntária por empresas listadas na Bolsa de Valores espanhola realizou sua pesquisa na área fazendo uso do Método dos Mínimos Quadrados. As conclusões tiradas pelo pesquisador indicaram que os fatores que mostraram correlação positiva em relação à comunicação de risco com recursos intangíveis foram: porte da empresa; tipo de setor em que está inserida; proporção de dívida; nível de internacionalização; idade da

empresa; e diferença entre o valor contábil e de capitalização da empresa. Os fatores com correlação negativa foram: lucratividade; nível de monopólio; e capital de giro da empresa.

2.4 Desvantagens de uma comunicação de risco completa

Como já discutido, alguns gestores podem não estar dispostos a divulgar aos potenciais investidores todos os estímulos relevantes do cenário em que a empresa está inserida, uma vez que há custos consideráveis na divulgação de certos tipos de informação de risco. Dentre esses obstáculos, podemos destacar:

- i) Dificuldade na obtenção de dados confiáveis: de forma geral, o custo da análise dos impactos dos riscos que já aconteceram pode ser considerado relativamente baixo. Fornecer informações confiáveis e precisas para o futuro, por outro lado, é de grande dificuldade (Linsley & Shrives, 2007). Assim, alguns gestores podem estar preocupados com o fato de que eles poderiam ser culpados pelos investidores que tomaram decisões com base em informações sobre riscos futuros que lhes foram fornecidas e que não ocorreram de fato. Isto poderia levar os gerentes a divulgar nenhuma informação além do estritamente necessário, minimizando as probabilidades de se comunicar errado expectativas futuras;
- ii) Efeito da divulgação de risco no mercado: algumas informações sobre os riscos podem ser consideradas comercialmente sensíveis, e comunicá-las a potenciais investidores que estão avaliando em qual empresa investir poderia criar uma aparente desvantagem competitiva. Este tipo de custo é mais substancial para os riscos internos (*i.e.* riscos que são originados pelas operações da própria empresa) do que para os riscos de mercado, uma vez que o primeiro grupo é específico da empresa e não pode ser estendido aos seus concorrentes. Para investidores menos informados, a divulgação de tais riscos poderia, por exemplo, diminuir a percepção de valor das ações;
- iii) Ameaça à estratégia da empresa: a divulgação de certos tipos de informação sobre a estratégia da empresa no sentido de controlar os riscos de mercado, como por

exemplo, o lançamento de um novo produto por um dos competidores, poderia colocá-la em certa desvantagem, pois os concorrentes também ficariam cientes de suas táticas. Há riscos cuja divulgação é muito dispendiosa, tendo seus custos superiores aos potenciais benefícios. Nesses casos, é fundamental a análise do nível de detalhes que será disposto nos relatórios, buscando sensibilizar os interessados para que não divulguem informações estratégicas que possam prejudicar o planejamento da empresa.

Dessa forma, a divulgação de risco pode representar custos relevantes a serem considerados, tanto para sua geração como para possíveis consequências de tornar públicas as estratégias e ameaças da empresa, o que poderia criar uma suposta desvantagem competitiva. No entanto, uma divulgação de risco completa e consistente pode trazer benefícios importantes – e possivelmente, mais importantes do que os custos –, como descrito a seguir.

Esses custos estão fortemente ligados a uma teoria frequentemente utilizada na administração, denominada de *Custos da Agência*. Segundo a teoria, pode haver um conflito de interesse quando um ou mais indivíduos contratam outra pessoa ou organização, denominados agentes, delegando-lhe a tomada de decisões. Estas, entretanto, podem conflitar com os interesses dos demais agentes (outros empregados, consumidores, etc), fazendo com que surja, então, o típico conflito de agência que, por sua vez, gerará o custo de agência (*Farlex Financial Dictionary*, 2009).

No caso específico da divulgação de risco por empresas listadas, esses custos da agência se dão na medida em que os gestores envolvidos no processo podem não estar dispostos a reportar determinadas informações que considerem, por exemplo, prejudiciais a suas imagens ou interfiram negativamente em seus trabalhos. É importante ressaltar, pois, que os resultados da aplicação do modelo ocasional representam *o que* os gestores selecionaram como informação de risco importante aos usuários do documento em questão, e não exatamente os riscos que a empresa de fato enfrenta.

2.5 Vantagens de uma comunicação de risco completa

Grande parte das pesquisas direcionadas ao estudo da comunicação de risco aos *stakeholders* considera fundamentais os potenciais benefícios originados por uma divulgação completa e confiável dos riscos internos e externos, não só para o investidor, mas também para a própria empresa. As entidades profissionais anteriormente mencionadas listam os ganhos que as empresas podem obter (ICAEW, 1997), dentre os quais podemos destacar:

- i) *Aprimoramento da gestão de risco*: a divulgação oficial dos riscos que determinada empresa está enfrentando tem um impacto direto sobre suas práticas de gestão de risco. Uma vez que aos investidores são fornecidas as oportunidades e ameaças da empresa, eles certamente estarão dispostos a investigar as ações implementadas a fim de controlá-las, incentivando, assim, a diretoria da empresa a se concentrar mais em sua política de gestão de riscos e estratégias;
- ii) *Redução do custo de capital*: A maioria dos estudos que analisa esses potenciais benefícios considera a redução no custo de capital como o principal resultado positivo para a empresa ao publicar integralmente os riscos que está exposta (Linsley & Shrives, 2007). Tal afirmação pode ser explicada pelo fato de que uma divulgação eficiente de informações de risco pode melhorar a imagem da política de gestão de risco percebida pelas instituições fornecedoras de crédito. Em outras palavras, quanto menos arriscada uma empresa é considerada, menor será a taxa de juro para o empréstimo de capital. O valor de mercado dos títulos corporativos de uma dada empresa é definido de acordo com a percepção externa da incerteza (*i.e.* risco) de não pagamento das suas dívidas. Assim, títulos melhor classificados, que são resultado de uma menor probabilidade de inadimplência, são emitidos aos investidores a preços mais elevados, o que implica numa captação de recursos a custos mais baixos, aumentando consequentemente o valor da empresa (Yuting, 2006);
- iii) *Tratamento justo e igualitário a todos os investidores*: pequenos investidores podem não estar dispostos a investir em empresas que favorecem com informação privilegiada acionistas que possuam maior porte de capital com a informação privilegiada. A redução da assimetria entre a percepção de risco dos investidores com diferentes capacidades financeiras é de grande importância para aumentar

também o valor de mercado da firma, uma vez que a parcela de pequenos acionistas representa uma percentagem considerável das ações globais (*Fonte: The GT Guide to World Equity markets, 2007*): na Finlândia essa parcela é de 30%; 19% na Alemanha; 50% na Irlanda; 35% nos Países Baixos; 50% na Suíça; e 20% no Reino Unido;

- iv) *Imagen da empresa*: uma divulgação fidedigna dos riscos da empresa pode proporcionar uma melhor percepção de imagem da empresa quanto à confiabilidade dos gestores e da eficiência para reconhecer e controlar os riscos, tanto internos como externos. A credibilidade dos investidores no conselho administrativo da firma é fator essencial no processo de decisão sobre onde investir o capital;
- v) *Maior e melhor compreensão dos valores contábeis*: a fim de alcançar um melhor entendimento dos dados apresentados nos demais relatórios corporativos, os *stakeholders* precisam conhecer os fatores que levaram a esses números, entre os quais as oportunidades e ameaças (*i.e.* riscos) estão incluídas. Se uma determinada empresa prevê, por exemplo, que pode haver um aumento no preço das *commodities*, os gestores podem querer comprar uma quantidade maior de matéria-prima e estocá-la, evitando o maior preço no futuro. Neste caso, sem a comunicação adequada dos riscos de preços de *commodities*, os *stakeholders* não seriam capazes de entender os dados contábeis da compra de matéria-prima; e
- vi) *Indicação de cenários futuros*: De acordo com Francis & Schipper (1999), há um consenso de que a divulgação dos riscos afetando determinada empresa num cenário futuro é mais útil para os investidores no processo de tomada de decisão do que informações de riscos passados. Tal afirmativa se deve ao fato de que, apesar de as incertezas passadas ajudarem os investidores a entender a dinâmica do negócio, são principalmente os riscos futuros que influenciarão na volatilidade dos seus investimentos.

Em sua pesquisa, Botosan (1997) encontrou uma relação positiva entre o nível de comunicação financeira das empresas e da sua melhoria de liquidez, principalmente explicada pela redução do custo de capital, como já discutido anteriormente. Em particular, Botosan (1997) enfatiza a importância da comunicação dos riscos para os assessores externos a fim de melhorar a credibilidade da empresa em relação às instituições financeiras credoras. É

possível afirmar, portanto, que taxa de juros de empréstimo de capital é consideravelmente influenciada pelo risco das operações e estratégia da empresa, bem como a projeção de seus fluxos de caixa futuros.

Uma divulgação dos riscos de alta qualidade deve abranger não somente os riscos previstos pela empresa, mas também oferecer informações úteis de forma clara, apresentando quais são as principais ameaças e oportunidades que a companhia está exposta no presente e futuro cenário, quais as estratégias de gestão estão sendo aplicadas visando seu controle, e quais são as medidas (dados quantitativos) de cada um deles. Ao apresentar um risco relacionado à variação do câmbio, por exemplo, é necessário que a empresa informe qual abordagem foi considerada para controlar os impactos financeiros que são esperados (*hedge, swap, etc.*).

Dessa forma, os gestores devem ponderar os potenciais benefícios da divulgação de risco contra sua relutância de comunicar mais do que o estritamente necessário. É importante ressaltar, porém, que os gestores devem ter em consideração o fato de que a credibilidade da empresa é hoje um dos principais fatores que influenciam o processo de tomada de decisão dos investidores, e não divulgar informação essencial poderia comprometer a confiabilidade da empresa.

3 Modelo de Análise

3.1 Definição de risco

Seguindo a metodologia em que esta pesquisa se baseia, o próximo passo é a definição detalhada do que deve ser considerado como informação de risco nos relatórios anuais a serem analisados. É de grande importância ter uma definição clara de risco, afinal, conforme confirmado ao realizar o presente estudo, informações de risco podem estar distribuídas ao longo do documento, além de serem apresentadas com diferentes formatos devido à falta de padronização que formaliza o relatório anual. Embora seja comum o documento conter uma seção específica para a gestão de risco, há uma grande quantidade de informações úteis espalhadas nas diferentes seções ao longo do documento, porém ausentes na parte de gestão de risco.

De acordo com Wallman (1996), a comunicação dos riscos deve ter como principal objetivo fornecer informações úteis a potenciais investidores, credores, empregados, fornecedores, clientes e órgãos reguladores, para que possam se basear e tomar decisões de investimento, crédito e acompanhamento. Assim, a definição de informação de risco a ser utilizada pelo presente estudo deve levar em consideração todas essas partes interessadas (investidores, credores, colaboradores, fornecedores, clientes e órgãos reguladores). Além disso, para ser classificada como informação de risco, a narrativa deve modificar ou explicar estas atividades de investimento, crédito ou acompanhamento.

Uma interpretação comum do que significa risco foi elaborada pelo ICAEW (1998), que é freqüentemente usada em pesquisas relacionadas à área e que, devido à sua abrangência e consistência, será também utilizada na presente pesquisa. Vale lembrar que risco está ligado à incerteza, podendo ser benéfico ou prejudicial. Finalmente, a definição de risco a ser utilizada é: “grau de incerteza na obtenção do retorno esperado em uma determinada aplicação financeira ou investimento realizado. Deve informar o leitor a respeito tanto do potencial de ganho como da exposição a perdas para a empresa analisada” (ICAEW, 1998).

Um conceito semelhante foi desenvolvido no Canadá pela TBS – *Treasure Bond Secretariat*, objetivando a identificação das principais áreas de risco de uma empresa: “*risco* refere-se à incerteza que rodeia os eventos futuros e resultados. É a expressão da probabilidade e impacto de um evento com potencial de influenciar a concretização dos objetivos de um programa/política” (Fonte: TBS, *Integrated Risk Management Framework, 2001, página 5*).

Assim, ao contrário do que muitos poderiam pensar, o risco empresarial não é compreendido apenas pela possibilidade de variações negativas nos resultados esperados, mas também positivas, sejam essas forças internas ou externas. Em outras palavras, risco não deve ser considerado como negativo, mas sim como uma incerteza que dá origem à volatilidade. Estímulos que podem impactar positivamente os resultados da empresa também devem ser considerados como risco, aspecto que será utilizado em uma das classificações de risco dentro das narrativas dos relatórios anuais analisados pelo presente estudo.

A comunicação de risco pode ainda representar cenários prospectivos, provenientes da incerteza de que as previsões futuras possam variar – seja para melhor ou pior – o que torna os resultados também voláteis. Assim, *risco*, *incerteza*, e *volatilidade* estão estritamente relacionados e não devem ser subestimados ao tomar decisões de investimento. Os esforços devem ser dirigidos para a compreensão de como os riscos podem modificar os resultados esperados ICAEW (1998).

Um perfil de risco de determinada empresa pode ser representado graficamente por uma curva de distribuição normal descrevendo o risco de variações nas previsões de fluxos de caixa futuros (ICAEW, 1999), *i.e.* quanto mais longe um resultado está do previsto, menor sua probabilidade de acontecimento. A Figura 3.1.1 mostra essa distribuição:



Figura 3.1.1 – Distribuição normal dos possíveis resultados

Fonte: ICAEW (1999)

Na figura anterior, os resultados mais esperados são os mais próximos do ponto da curva correspondente ao *resultado previsto*. A curva mostra também que existe uma correlação positiva entre rentabilidade e risco: quanto maior o resultado de caixa, menor é a probabilidade de acontecer, e, portanto, maior é o risco (como já foi dito, o risco está intimamente relacionado ao conceito de incerteza). No entanto, é importante ressaltar que tal

curva representa uma interpretação teórica da relação risco-rentabilidade, sendo de grande dificuldade quantificar sua função.

3.2 Classificação do Risco

A partir dos estudos anteriores analisados para a confecção deste trabalho e que elaboraram ou aplicaram algum modelo de mensuração de risco, é possível notar que os critérios de classificação de risco utilizados foram bastante semelhantes entre si – ou seguiram uma tendência comum de princípios. De forma geral, as diferenças são essencialmente semânticas, ou seja, diferentes termos são usados para descrever as mesmas – ou semelhantes – idéias.

Tais critérios comuns são razoáveis na medida em que os tipos contendo os diferentes tipos de risco seguem a divisão organizacional de tarefas organizacionais em uma empresa. Assim, os riscos são comumente divididos entre grupos tais como *financeiros*, *regulamentares* e *legais*, *operacionais*, *estratégicos*, *ambientais*, etc. Ao utilizar uma classificação semelhante para a medição da divulgação de risco, os resultados podem então ser comparados dentre as diferentes pesquisas, além de clarificar e unificar a análise de seus resultados.

Em seu modelo, Linsley & Shrives (2006) categorizaram as divulgações dos riscos identificados em seu estudo utilizando um esquema de classificação de risco elaborado pela ICAEW (1998) e que também foi utilizada, posteriormente, por Kajüter (2003). Nesta classificação, o risco é distinto dentre os grupos: *risco financeiro*; *risco operacional*; *risco de capacitação*, *processamento da informação e tecnológico*; *risco de integridade*; e *risco estratégico*. As narrativas foram classificadas de acordo com as características das informações nelas contidas: *quantitativas e não-quantitativas*; *boas notícias ou más notícias* ou *neutras*; e *informações passadas e futuras*.

De forma similar, Bozzolan & Beretta (2004) propuseram um modelo no qual o risco é classificado nas categorias: *estratégico* (metas de desempenho, missão, objetivos gerais, e de forma a alcançar os objetivos); *características da empresa*, tais como a estrutura financeira, estrutura da empresa (mudanças de propriedade, fusões e aquisições), estrutura tecnológica (*core* e tecnologias de apoio), organização (organização, estrutura e gestão de recursos

humanos), e processos de negócios (relativos às operações da forma como são geridas); e *ambiente em torno da empresa* (legal e regulamentar, político, econômico, financeiro, social, natural e setor da indústria).

Outra classificação semelhante é apresentada por Yampolskaya (2006), em que cada frase relacionada a risco é codificada de acordo com as categorias: *risco financeiro; risco operacional; risco estratégico; risco regulatório; e riscos ambientais*.

Uma adaptação do modelo proposto por Bozzolan & Beretta (2004) foi desenvolvido por Yuting (2006), no qual, além fazer uso das categorias de risco já propostas pelos primeiros, também é analisado: se a informação representa uma divulgação *voluntária* ou *obrigatória*; o *impacto econômico* (positivo, neutro, ou negativo); o *tipo de medidas* de risco (quantitativos, qualitativos, ou não divulgado); *gestão de risco* (gerenciado, não gerenciado, ou não divulgado); e se ele representa *informações futuras ou passadas*.

Assim, levando em consideração as classificações descritas, pode-se afirmar que ao divulgar informações sobre os riscos às partes interessadas, os gerentes devem tentar proporcionar uma divulgação completa e eficiente, que considere e seja descrita em quatro dimensões básicas: o *tipo de risco* (que atividades dentro da empresa podem ser afetadas); o *tempo* (se é projeção ou um risco passado); o *impacto* (probabilidade de acontecer, e se é positivo ou negativo); e a *medição do impacto* (dados quantitativos dos possíveis impactos). Vale lembrar que nem sempre será possível para determinados riscos serem classificados em qualquer variação dessas dimensões, pois, como já discutido anteriormente, risco é estritamente relacionado à incerteza, sendo de difícil mensuração. Ao informar sobre a ameaça de uma potencial entrada de novo concorrente, por exemplo, pode ser impossível fornecer dados quantitativos do impacto sobre as operações da empresa, porque pouco se sabe sobre novos concorrentes.

A Figura 3.2.1 apresenta as dimensões referidas:

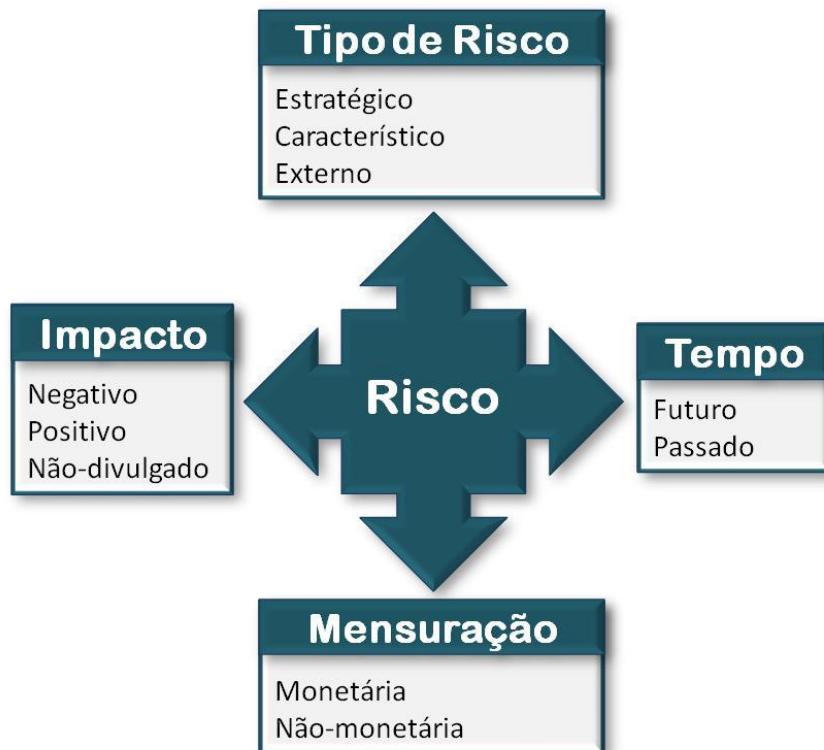


Figura 3.2.1 – Dimensões do risco

Fonte: própria

Baseando-se nas quatro dimensões apresentadas anteriormente, levando em consideração as categorizações desenvolvidas pelos estudos anteriores, e a consequente seleção dos critérios mais representativos, um agrupamento final do modelo foi desenvolvido. A configuração final da classificação de risco a ser utilizado na presente pesquisa é apresentada na Tabela 3.2.1:

Tabela 3.2.1 – Classificação de risco

Categoría	Modalidade
Tipo de risco	Característico (<i>estrutura financeira; estrutura corporativa; estrutura tecnológica; organização; processo de negócio</i>) Estratégico Externo (<i>ambiental: político, econômico, financeiro, social, natural; indústria; legal e regulatório</i>)
Sinal econômico	Negativo; Positivo; Não-divulgado.
Mensuração	Quantitativo; Não-quantitativo.
Tempo	Passado; Futuro; Não-divulgado.

Fonte: baseado em Bozzolan & Beretta (2004)

A classificação acima é uma adaptação dos modelos propostos por Bozzolan & Beretta (2004) – *tipo de risco* e *sinal econômico* – e Linsley & Shrives (2005) - *mensuração* e *tempo*. Essas duas pesquisas são base para a maioria da literatura estudada, quase sempre mencionadas nas bibliografias. As principais razões pelas quais essas duas pesquisas são base para outras são o fato de que elas trazem uma completa revisão literária, além de desenvolver modelos consistentes com a metodologia de *busca-por-palavra* (Linsley & Shrives, 2005) e *leitura-e-classificação* (Bozzolan & Beretta, 2004). A primeira foi aplicada a empresas não-financeiras listadas no mercado de capitais no Reino Unido, enquanto a segunda foi aplicada também a empresas não-financeiras listadas no mercado de capitais italiano.

No entanto, para um melhor esclarecimento sobre os critérios que compreendem cada modalidade do *tipo de risco*, uma descrição mais profunda ainda se faz necessária. É importante ressaltar que, ao desenvolver qualquer modelo analítico, o pesquisador deve se atentar a questão da *replicabilidade* e *validade* de sua pesquisa, e para alcançar as metas desejadas, a estrutura deve ser clara e consistente, não só para ele, mas também para futuros

pesquisadores. Assim, um olhar mais atento às modalidades do *tipo de risco* é feita a seguir na Tabela 3.2.2:

Tabela 3.2.2 – Descrição das categorias

Tipo de Risco	Descrição
Característico	Divulgação de risco de forma qualitativa ou quantitativa que informe a respeito das ameaças e oportunidades que afetaram ou afetarão a situação financeira da empresa (resultados financeiros, previsões de desempenho, margem de lucro, custos, ferramentas de gestão, valores contábeis, variações de cotação das ações, distribuição de dividendos, etc); fluxo de operações (operações da produção, tecnologia, recursos humanos, saúde e segurança, etc); alterações na estrutura da empresa (rotatividade de trabalhadores, política de remuneração, etc); e mudanças na estrutura organizacional (planejamento de divisões e unidades de negócios, fusões, aquisições, venda, etc), bem como as ações da empresa para controlar esses riscos.
Estratégico	Divulgação de risco de forma qualitativa ou quantitativa que informe a respeito das ameaças e oportunidades que afetaram ou afetarão os negócios da empresa no seu conjunto, levando em consideração os planos estratégicos para um risco específico, seja ele interno ou externo (grandes investimentos de capital, mudanças na estratégia, abertura de novos escritórios no exterior, fusões, aquisições, venda, etc), bem como as ações da empresa para controlar esses riscos.
Externo	Divulgação de risco de forma qualitativa ou quantitativa que informe a respeito das ameaças e oportunidades que afetaram ou afetarão os negócios devido a qualquer mudança externa à companhia (ações do governo e autoridades reguladoras, mudanças nas condições de mercado, concorrentes, fornecedores, indústria da empresa, etc), bem como as ações da empresa para controlar esses riscos.

Fonte: própria

De fato muitos outros critérios poderiam ser utilizados a fim de qualificar e quantificar as divulgações de risco pelas empresas, tais como se o risco mencionado já ocorreu outras vezes, quantas vezes isso acontece dentro do segmento da indústria, ou se é característico de outras indústrias também. No entanto, no desenvolvimento de um modelo, é preciso estar atento se o modelo é mensurável sem ambigüidade e se está atingindo os objetivos a que se propõe. Assim, seguindo os parâmetros dos estudos anteriores sobre a questão da mensuração do risco reportado, o presente autor considera razoável a utilização das quatro dimensões anteriormente descritas.

Para um melhor entendimento dos critérios de classificação do *tipo de risco*, um exemplo de cada categoria é apresentado abaixo:

i) *Característico*: o exemplo descreve uma ferramenta de gestão (em particular, o *hedge*) que a empresa utiliza para o controle de determinados riscos.

“A política da companhia exige que suas entidades industriais protejam economicamente [hedge] suas posições dos contratos denominados em moeda estrangeira, com pelo menos cinqüenta por cento do volume de vendas em moeda estrangeira e compras em moeda estrangeira ao longo dos doze próximas meses” (extraído do resultado financeiro consolidado da ABB).

ii) *Estratégico*: o exemplo descreve uma decisão estratégica que a empresa tomou a fim de controlar o risco (em particular, o risco de corrupção dos funcionários).

“No primeiro trimestre do ano fiscal, nós introduzimos um sistema de controle de cumprimento centrado na melhoria da luta contra a corrupção [...]” (extraído do resultado financeiro consolidado da Siemens).

iii) *Ambiental*: o exemplo identifica um risco externo (em especial, o de taxas de câmbio).

“Este [resultado] foi parcialmente compensado pela apreciação do euro face ao dólar [...]” (extraído do resultado financeiro consolidado da Eni).

4 Metodologia

4.1 Análise de Conteúdo

Em sua maioria, as metodologias aplicadas nas pesquisas anteriores fazem uso da análise de conteúdo, anteriormente já detalhada. Seguindo essa tendência, a presente pesquisa baseia-se na mesma metodologia, que tem sido utilizado em estudos como o de Lajili & Zeghal (2005); Linsley & Shrives (2005); Bozzolan & Beretta (2004); Hackston & Milne (1996); Yuting (2006); e Yampolskaya (2006).

A análise de conteúdo pode ser definida como: “uma análise sistemática do conteúdo que não considera a estrutura de determinada comunicação, como uma obra escrita, uma fala, ou um filme, incluindo o estudo de elementos temáticos e simbólicos para determinar o objetivo ou o significado da comunicação” (*Fonte: The American Heritage® Dictionary of the English Language, Quarta Edição, 2009*).

Basicamente, é uma metodologia de pesquisa que visa à análise e à codificação de certas palavras, frases ou idéias em textos ou narrativas, a fim de medir o nível de comunicação dos parâmetros individuais pré-definidos. Para tanto, o pesquisador precisa tanto quantificar como qualificar a presença, os significados e as relações entre essas palavras, frases ou idéias, e, em seguida, fazer inferências sobre as mensagens transmitidas dentro das narrativas. Em sentido amplo, uma narrativa pode ser definida como “livros, capítulos de livros, ensaios, entrevistas, debates, manchetes de jornais e artigos, documentos históricos, discursos, conversas, publicidade, teatro, conversa informal, ou realmente qualquer ocorrência de linguagem comunicativa” (Weber, 1990). Em outras palavras, a análise de conteúdo é uma metodologia de investigação centrada no conteúdo e características dos meios de comunicação interna, sendo utilizada para avaliar a presença de conteúdos específicos dentro do que nós previamente definidos como *narrativas*, além de quantificar sua presença de forma objetiva (no caso particular do presente estudo, o objetivo é quantificar e qualificar as informações dirigidas à gestão de risco contida nos relatórios anuais das empresas analisadas).

Existem dois tipos de metodologia de análise de conteúdo, cujos processos de aplicação são explixitados a seguir:

- i) Análise conceitual: consiste em selecionar um conjunto de *termos* (ou expressões) a ser procurado e, em seguida, o número de suas ocorrências é gravado. Uma das

principais dificuldades nesta abordagem é o fato de que os termos podem ser apresentados de forma implícita, o que torna fundamental padronizar uma definição completa e não-ambígua do que será pesquisado antes do início de sua codificação;

- ii) *Análise relacional*: o processo começa com a identificação de *conceitos* (e não *termos*, como na análise conceitual) presentes em um determinado texto ou conjunto de textos, e que mais tarde serão quantificados dentro da amostra. Essa metodologia procura ir além da mera presença de termos, explorando as relações entre eles. O foco aqui é na procura de relações semânticas – ou de significado – presentes no conteúdo.

Analizando os estudos anteriores relacionados à medição da comunicação de risco, a abordagem da *análise conceitual* tem sido mais comumente utilizada. No entanto, uma vez que essa pesquisa leva em consideração a análise do conteúdo e do significado das narrativas ao invés de procurar termos relacionados a risco, optou-se por utilizar o método de *análise relacional*. No caso particular do modelo aqui desenvolvido, a última abordagem pode ser considerada mais adequada, já que os relatórios anuais podem trazer certas identificações de riscos, impactos ou estratégias de controle que não contenham explicitamente nenhuma das palavras previamente estabelecidas, como por exemplo, “risco” (ou qualquer de seus sinônimos).

A *análise de conteúdo* foi escolhida para este estudo, pois é uma ferramenta comumente utilizada na identificação e classificação de pesquisas que exijam uma ferramenta de processamento de um grande volume de dados (Lajili & Zeghal, 2005), que no caso particular desta pesquisa se compreende nas divulgações dos relatórios anuais. No entanto, para a construção de um modelo confiável, é necessário que este seja também replicável (capacidade de ser copiado, duplicado ou repetido), uma das características intrínsecas de tal metodologia (Krippendorf, 1980).

De acordo com o procedimento padrão, existem três possíveis abordagens para a medição a ser usada na metodologia de *análise de conteúdo*: número de palavras; frases; e proporções de página. Para este estudo, uma adaptação do número de *frases* foi utilizada para medir a quantidade e classificar a divulgação de informações de risco, uma vez que essa abordagem pode ser codificada com maior grau de precisão (Krippendorf, 1980). No entanto, no caso particular deste modelo, a extensão de uma frase é a presença de uma, e apenas uma

conseqüência ou identificação de risco – o que é aqui denominado de *ocasião*. Quando em uma única frase há presença de dois ou mais riscos (identificações ou conseqüências), de acordo com o modelo, a sentença deve ser codificada duas vezes. Usar a codificação de frases como uma ferramenta para medir e classificar o seu conteúdo pode fornecer dados completos, confiáveis, e significativos (Milne & Adler, 1999), além de possibilitar comparação com outras pesquisas semelhantes pelo fato de ser amplamente utilizada.

Para a aplicação do modelo, o objeto de análise do volume de risco reportado é compreendido pelo relatório anual. Sobre este aspecto, há uma diferenciação nos estudos relacionados: alguns consideram todas as seções da narrativa dentro do documento, enquanto outros consideram todas as narrativas com exceção das demonstrações financeiras (lucro consolidado e perdas, balanço patrimonial, e fluxo de caixa). A razão de excluir algumas das seções financeiras é porque as divulgações de *risco financeiro* são, em geral, a grande maioria dos riscos reportados (Yuting, 2006). É por isso que em muitos outros trabalhos com propósitos semelhantes, a quantidade de divulgações de riscos não-financeiros é muito menos significativa (Lajili & Zeghal, 2005). No entanto, como já dito anteriormente, ainda existem poucos regulamentos que padronizam os meios e os conteúdos da comunicação de risco corporativo e, portanto, as informações podem estar espalhadas ao longo de todo o relatório anual (embora as empresas normalmente dediquem uma seção para gestão do risco). De fato, ao realizar a análise sobre essa pesquisa, não raramente a informação útil foi encontrada em seções não dedicadas exclusivamente à comunicação de risco, como por exemplo, as seções de *Políticas Contábeis* (observações iniciais a respeito dos critérios utilizados pela empresa para fins de responsabilização e para a construção de seu relatório anual para as partes interessadas) e *Notas Explicativas* das demonstrações financeiras. Assim, para a confecção do presente trabalho, todas as narrativas no relatório anual – incluindo demonstrações financeiras – foram consideradas.

Um exemplo de identificação de risco encontrado na seção de *Políticas Contábeis* dentro do relatório anual fornecido pela *Alliance Boots* para o ano de 2008-09 é fornecido abaixo:

“[...] Os diretores antecipam que a adoção destas normas não terá um impacto substancial nas Demonstrações Financeiras para o período de aplicação inicial, com exceção das revisões IFRS 3, IAS 27, IAS 1 e IFRIC 17, onde não é possível estimar o impacto do período de aplicação inicial, já que seu impacto é dependente de acontecimentos

futuros incertos [...]” (Fonte: Alliance Boots GmbH Consolidated Financial Statements for the year ended 31 March 2009, página 8).

Como mostrado no trecho acima, informação útil de risco pode estar espalhada por toda a narrativa do relatório anual e, portanto, é essencial considerar todo o documento para ter uma percepção mais apurada da comunicação de risco que as empresas vêm fornecendo às partes interessadas. No exemplo, é disposta uma reflexão sobre as novas exigências impostas pelos órgãos de regulação profissional de contabilidade – IFRIC (*International Financial Reporting Issues Committee*), IAS (*International Accounting Standards*) e IFRS (*International Financial Reporting Standards*) – e seus impactos nos relatórios financeiros disponibilizados, sendo que foi considerado que tais mudanças não modificam profundamente os relatórios seguintes, com exceção das revisões mencionadas, cuja estimativa não é ainda factível.

O processo de aplicação da análise de conteúdo para a mensuração de informações de risco envolve a leitura cautelosa de cada narrativa contida no relatório anual, visando à identificação de qualquer tipo de divulgação de risco. A sentença deve ser codificada como informações de risco se, pela sua leitura:

- i) O leitor ficar mais bem informado sobre quais riscos internos e externos já ocorreram no passado, bem como seus impactos e as estratégias de controle adotado, ou;
- ii) O leitor ficar mais bem informado sobre os riscos que foram identificados como ocorrendo no futuro, bem como seus impactos e controle de estratégias a serem adotadas, ou;
- iii) O leitor ficar mais bem informado sobre a estratégia da empresa de gestão de riscos para estímulos internos e externos.

Para a identificação dos riscos, a palavra “risco” ou qualquer outro sinônimo relacionado (como “ameaça”, “incerteza”, “perigo”, “oportunidade”, etc) não precisam necessariamente estar presentes na narrativa. Um exemplo de informação de risco extraído do relatório anual da *Alliance Boots* para o ano de 2008-09 que não contém qualquer palavra sinônima de “risco” é fornecido abaixo:

“[...] O grupo tinha swaps de taxa de juro com um capital nocional de £ 500 milhões e € 10 milhões, respectivamente, para trocar £ 500 milhões e € 10 milhões de empréstimos contraídos em curso de flutuação das taxas de juro fixas. O grupo também comprou swap de taxa de juros nocionais de £ 3.500 milhões e € 1.638 milhões para proteger a corporação das taxas de juro sobre o valor correspondente dos empréstimos [...]” (Fonte: *Alliance Boots GmbH Consolidated Financial Statements for the year ended 31 March 2009*, página 8).

Além de não conter qualquer sinônimo de “risco”, o trecho também fornece um exemplo de comunicação de risco que caracteriza uma estratégia para controlar as possíveis variações no cenário externo. No trecho selecionado acima, é indicado que a empresa está fazendo uso de uma manobra freqüentemente usada em finanças – o *swap* – a fim de controlar a variação da taxa de juros dos empréstimos.

Segundo Milne & Adler (1999), a aplicação da metodologia de análise de conteúdo é subjetiva e, portanto, o processo de codificação deve ser tão exato quanto possível para que os resultados e conclusões sejam considerados válidos. Para essa questão, uma pesquisa comumente utilizada é estrutura construída por Krippendorff (1980, 2004), onde o autor identifica três tipos diferentes de *confiabilidade* que a metodologia deve conter: *estabilidade*; *precisão*; e *reprodutibilidade*.

- i) *Estabilidade*: refere-se ao fato de o codificador ser capaz de codificar os dados de forma consistente ao longo do tempo, ou seja, mede a variação do processo de codificação através de procedimento dos pesquisadores ao longo do tempo. De acordo com o modelo desenvolvido por Krippendorff (1980, 2004), esta dimensão de confiabilidade reside nas incoerências individuais, devido à “insegurança, descuido, distração, dificuldade em compreender instruções escritas, ou tendência para relaxar quando cansados”. Para gerenciar esses riscos, o presente autor reservou um tempo específico durante o processo de desenvolvimento do projeto no qual estava exclusivamente centrado na codificação dos relatórios anuais, evitando, portanto, eventuais interrupções que possam modificar ou interferir na aplicação do modelo. De qualquer forma, essa dimensão é descrita como sendo de menor interesse para a avaliação da confiabilidade Milne & Adler (1999).
- ii) *Precisão*: compara os resultados decorrentes da aplicação do modelo com um conjunto padrão predefinido. Para esse tipo de confiabilidade, um treinamento na

aplicação do processo de codificação foi realizado antes que o processamento dos dados fosse realmente aplicado. O treinamento inicial consistiu em um profundo estudo de revisão literária relevante a fim de levantar as melhores práticas adotadas por outros pesquisadores, bem como uma pesquisa do que é chamado de “desambiguação” dos critérios utilizados para classificar a informação de risco (Linsley & Shrives, 2005). Mais tarde, o modelo proposto foi aplicado e codificado em uma amostra-teste de três relatórios anuais, com o objetivo de melhorar e padronizar o processo de coleta de dados. Os dados obtidos a partir dessa amostra preliminar não foram usados para construir os resultados finais, sendo úteis apenas para testar o modelo.

iii) Reprodutibilidade: refere-se à avaliação dos erros de codificação quando vários pesquisadores estão envolvidos. Quando houver mais de um codificador, a precisão poderia se tornar um problema e, portanto, deve ser verificada. Uma vez que o presente autor foi o único codificador a aplicar a análise de conteúdo para esta pesquisa, esse potencial não pode ser uma fonte de inconsistências que possam induzir as conclusões a erros.

No entanto, alguma subjetividade na codificação por meio de análise de conteúdo é inevitável, mesmo quando os testes de confiabilidade e melhorias técnicas foram aplicados. Essa subjetividade é intrínseca ao estudo que visa quantificar e qualificar o nível de informação de risco divulgada, afinal, por definição, “risco está aberto à interpretação” (Linsley & Shrives, 2005). Faz parte do papel do investigador tentar controlar e minimizar o que é comumente chamado de “ruído” para a pesquisa – fatores que influenciam negativamente e interferem a coleta, o processamento, ou a interpretação das informações.

4.2 Aplicação do Modelo

Uma vez definido o que deve ser codificado como informação de risco nas narrativas dos relatórios anuais, é necessário agora descrever o modelo desenvolvido a ser aplicado na amostra selecionada.

Durante a última década, é possível observar um número crescente de estudos para a mensuração e classificação de risco reportado nos relatórios das sociedades cotadas em Bolsa de Valores (Linsley & Shrives, 2005). Como dito anteriormente, a maioria deles usa a análise de conteúdo em seu modelo, executando, de acordo com a metodologia, uma extração das informações relacionadas a risco e uma consequente codificação do número de palavras ou frases usando os critérios de classificação pré-definidos.

O modelo desenvolvido para a presente pesquisa difere dos anteriores na medida em que o que se codifica é número do que foi definido como “ocasião”, ao invés de contar frases ou palavras, como feito anteriormente. Ou seja, ao invés de quantificar e qualificar as diversas palavras ou frases dirigidas à comunicação de risco, o estudo se propõe a registrar a ocorrência de qualquer *identificação* do risco, seu *impacto*, ou *ações* que a empresa está tomando para combatê-lo. Uma *ocasião* é definida do seguinte modo: qualquer identificação de descrição de risco, seu impacto, ou estratégia para seu controle, podendo ser positivo ou negativo, e que já tenha acontecido ou está previsto para ocorrer no futuro.

Ao codificar as várias informações dos riscos reportados, é essencial que o pesquisador mantenha o registro de cada informação encontrada para que, caso um mesmo risco seja mencionado novamente ao longo do relatório anual, o pesquisador não o codifique novamente. A fim de facilitar a verificação de declarações duplicadas, os dados obtidos devem ser registrados em uma planilha clara e coerente na qual a localização do risco seja explicitada. Na planilha usada para o presente estudo, cada informação de risco identificado foi copiada na primeira coluna, e, em seguida, classificada de acordo com uma lista de critérios contendo as diversas possíveis classificações que foram previamente definidas no item 3.2, sendo elas: *tipo de risco* (característico, estratégico, ou externo); *sinal econômico* (negativo; positivo, ou não-divulgado); *mensuração* (quantitativo, ou não-quantitativo); e *tempo* (passado, futuro, ou não-divulgado).

4.3 Uso do Gráfico de Radar para Comparações

Para uma melhor comparação dos resultados obtidos das diferentes empresas analisadas, o estudo propõe a utilização do chamado *gráfico de radar*, no qual cada eixo representa uma das quatro dimensões de classificação. Tais gráficos são um meio para

apresentar os dados de forma consolidada, proporcionando assim uma melhor compreensão da posição relativa da empresa quanto ao seu perfil de risco. Além disso, é também uma ferramenta prática para a comparação de dados uma vez que diferentes linhas de tendência, cada uma representando uma mensuração diferente – no caso, uma empresa diferente –, podem ser desenhadas no mesmo gráfico.

No eixo do *sinal econômico*, a variável medida é a porcentagem de informação de risco com impacto *positivo*. Para essa dimensão, existem três valores possíveis (*negativo*, *positivo* ou *não-divulgado*), e como um eixo pode medir apenas uma variável, as informações classificadas como *não-divulgado* para o *sinal econômico* foram excluídas do posicionamento do resultado global encontrado, já que tal valor não traz nenhuma informação adicional. Assim, a variável a ser medida é a percentagem de informação *positiva*, considerando apenas os dados *positivos* e *negativos*. Desta forma, o percentual de informações *positivas* e *negativas* deve somar 100%. No gráfico desenvolvido, o ponto central corresponde ao caso em que nenhuma informação *positiva* foi fornecida (e, portanto, 100% das informações de risco são *negativas*), e, consequentemente, o ponto extremo na parte superior do eixo do *sinal econômico* representa o caso em que 100% das informações de risco são *positivas* (e, portanto, 0% da informação de risco é *negativa*). A Figura 4.3.1 descreve esse eixo:

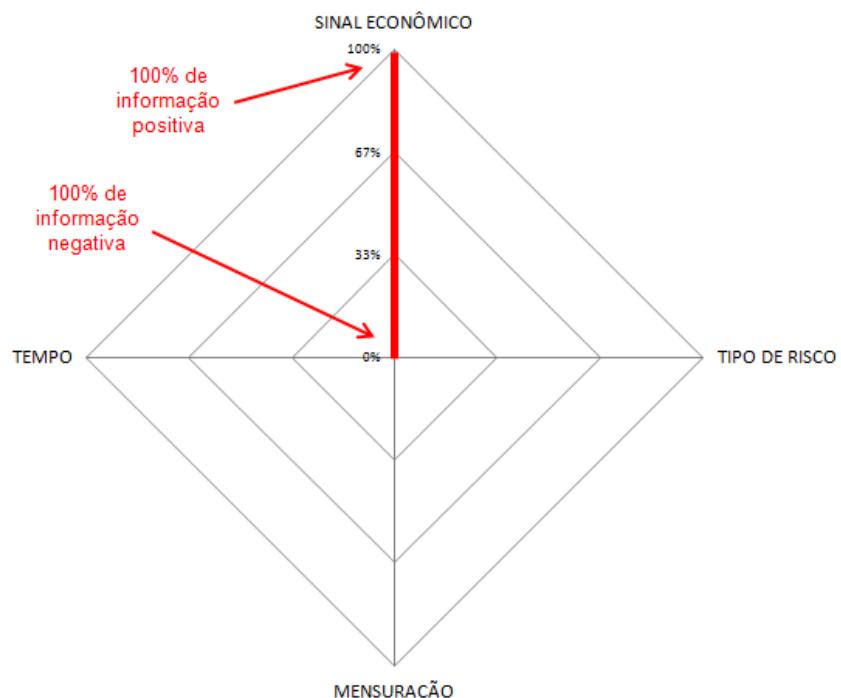


Figura 4.3.1 – Descrição do *sinal econômico*

Fonte: própria

No eixo do *tempo*, a variável medida é a porcentagem das informações fornecidas no horizonte de tempo *futuro*. Para essa dimensão, existem três valores possíveis (*passado*, *futuro*, ou *não-divulgado*), e como um eixo pode medir apenas uma variável, os dados classificados como *não-divulgado* para a dimensão *tempo* foram excluídos para o posicionamento do resultado global encontrado, já que tal valor não traz nenhuma informação adicional. Assim, a variável a ser medida é a percentagem de informação *futura*, considerando apenas os dados *futuros* e *passados*. Desta forma, o percentual de informações *futuras* e *passadas* deve somar 100%. No gráfico desenvolvido, o ponto central corresponde ao caso em que nenhuma informação *futura* foi fornecida (e, portanto, 100% das informações de risco são *passadas*), e, consequentemente, o ponto extremo na parte lateral esquerda do eixo do *tempo* representa o caso em que 100% das informações de risco são *futuras* (e, portanto, 0% da informação de risco é *passada*). A Figura 4.3.2 descreve esse eixo:

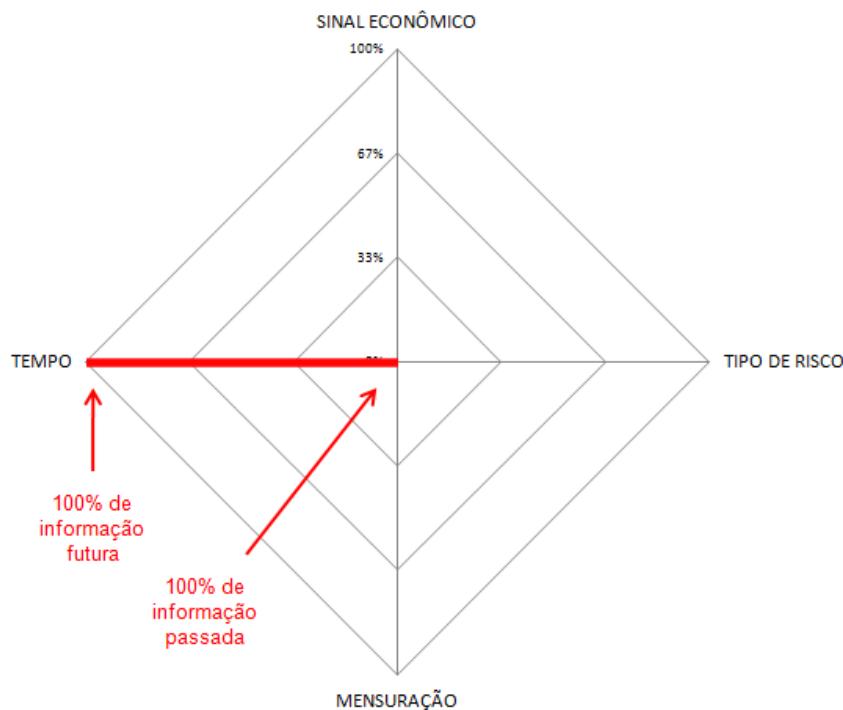


Figura 4.3.2 – Descrição do tempo

Fonte: própria

No eixo da *mensuração*, a variável medida é a porcentagem das informações fornecidas de forma *quantificada*. O percentual de informações *quantitativas* e *não-quantitativas* deve somar 100%. No gráfico desenvolvido, o ponto central corresponde ao

caso em que nenhuma informação *quantitativa* foi fornecida (e, portanto, 100% das informações de risco são *não-quantitativas*), e, consequentemente, o ponto extremo na parte inferior do eixo da *mensuração* representa o caso em que 100% das informações de risco são *quantitativas* (e, portanto, 0% da informação de risco é *não-quantitativa*). A Figura 4.3.3 descreve esse eixo:

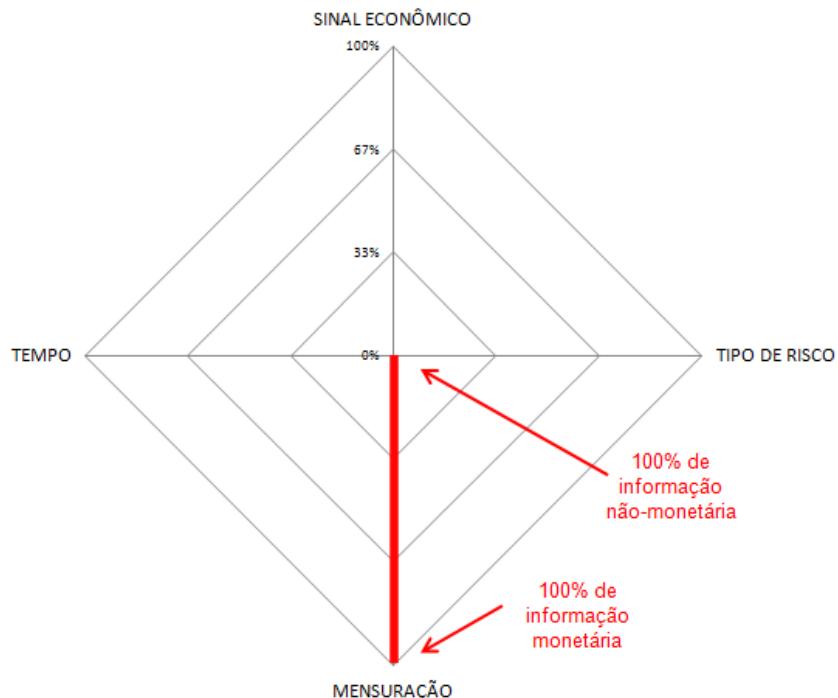


Figura 4.3.3 – Descrição da *mensuração*

Fonte: própria

No eixo do *tipo de risco*, a variável medida é a porcentagem das informações fornecidas como *externas*. Para essa dimensão, existem três valores possíveis (*característico*, *estratégico*, ou *externo*), e como um eixo pode medir apenas uma variável, os dados foram agregados em *internos* (*característico* e *estratégico*) ou *externos* (*externos*). Desta forma, o percentual de informações *internas* e *externas* deve somar 100%. No gráfico desenvolvido, o ponto central corresponde ao caso em que nenhuma informação *externa* foi fornecida (e, portanto, 100% das informações de risco são *internas*), e, consequentemente, o ponto extremo na parte lateral direita do eixo do *tipo de risco* representa o caso em que 100% das informações de risco são *externas* (e, portanto, 0% da informação de risco é *interna*). A Figura 4.3.4 descreve esse eixo:

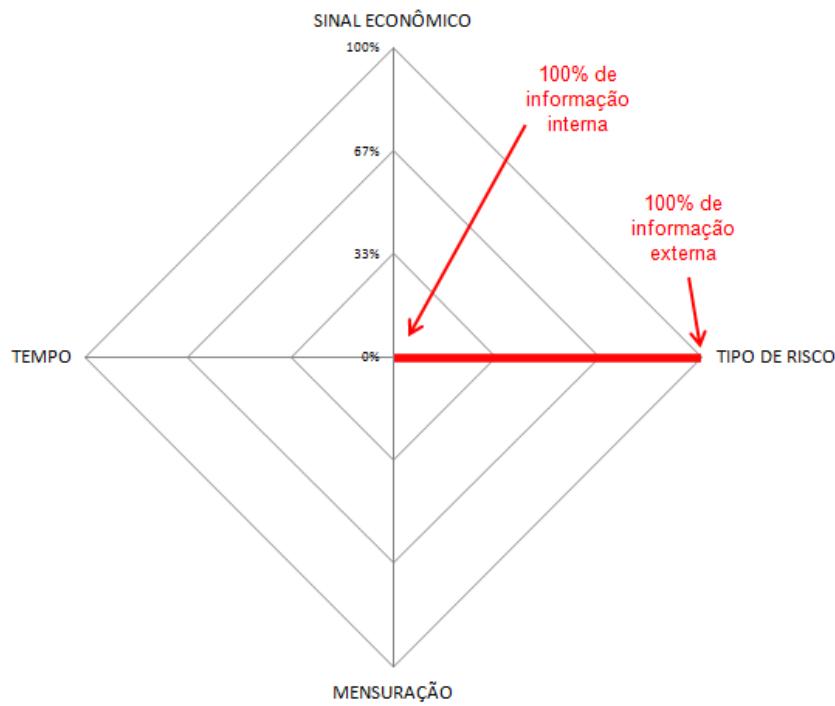


Figura 4.3.4 – Descrição do tipo de risco

Fonte: própria

4.4 Exemplo de Aplicação do Modelo

Para uma melhor compreensão do modelo desenvolvido, um exemplo contendo o processo de identificação, codificação e construção do gráfico de radar é apresentado na Tabela 4.4.1 – Exemplo de codificação, contendo cinco exemplos de classificação de risco tomadas a partir da demonstração financeira consolidada da *Siemens*⁴:

⁴ Disponível em: <http://www.siemens.com/investor/en/index.htm>

Tabela 4.4.1 – Exemplo de codificação

#RISCO	FRASE	LOCAL	TIPO DE RISCO		SINAL ECONÔMICO		MENSURAÇÃO		TEMPO		
			CARACT.	ESTRAT.	NEG.	POS.	NÃO-DIV.	QUANT.	NÃO-QUANT.	PAS.	FUT.
1	"Um programa de treinamento intensivo foi iniciado pela Corporação a fim de sensibilizar os trabalhadores a respeito dos princípios da gestão de risco nas fábricas, suas regras e regulamentos".	Governança Corporativa	X				X		X	X	
2	"A Siemens foi a melhor classificada na classe pela Dow Jones Sustainability Assessment (SAM) com relação à governança corporativa, gestão de riscos e código de conduta e cumprimento".	Resultados			X	X			X	X	
3	"Nós supomos que a economia mundial continuará a ser afetada por esta crise ainda por algum tempo. Todas as indicações - incluindo o desenvolvimento dos preços das commodities - apontam para uma diminuição substancial da atividade econômica global".	Carta aos Acionistas			X	X			X	X	
4	"Dentro destas consequências, o efeito de conversão de moeda reduziu em cinco pontos percentuais o crescimento das ordens e da receita".	Discussão Administrativa			X	X			X	X	
5	"A Siemens implementou e coordenou um conjunto de gestão de riscos e sistemas de controle que nos apoia no reconhecimento antecipado da evolução de aspectos que coloquem em perigo as operações da empresa".	Gestão de Risco	X						X	X	X

Fonte: Siemens' Financial Consolidated Financial Statement (ano fiscal de 2008)

A partir da tabela anterior e após a codificação do documento e análise de uma possível duplicação de dados, as ocorrências de cada coluna devem ser somadas e o percentual de cada classificação deve ser então avaliado. De fato, após a realização de todas as codificações para a presente pesquisa, verificou-se que não tão raro – e, talvez, pode-se dizer, freqüentemente – o mesmo risco é mencionado mais de uma vez em diferentes partes do relatório. Nesses casos, contar duas vezes (ou mais) o mesmo risco representaria uma inconsistência na quantidade global de divulgação de risco, aspecto que corresponde a um dos benefícios que a adoção do modelo aqui desenvolvido traz.

Se a tabela anterior fosse a lista completa de informações sobre os riscos no relatório financeiro consolidado⁵, os resultados globais deveriam ser obtidos como na Tabela 4.4.2:

Tabela 4.4.2 – Resumo da codificação

TIPO DE RISCO			SINAL ECONÔMICO			MENSURAÇÃO		TEMPO		
CARACT.	ESTRAT.	EXTER.	NEG.	POS.	NÃO-DIV.	MON.	NÃO-MON.	PAS.	FUT.	NÃO-DIV.
20%	20%	60%	40%	20%	40%	20%	80%	60%	20%	20%

Se o exemplo anterior fornecido (com cinco identificações de risco encontradas na demonstração financeira consolidada da *Siemens*) fosse a lista completa de informações dos riscos no documento, os dados agregados a serem inseridos no gráfico radar seriam conforme a Tabela 4.4.3:

Tabela 4.4.3 – Dados agregados da codificação

TIPO DE RISCO		SINAL ECONÔMICO		MENSURAÇÃO		TEMPO	
INTERNO	EXTERNO	NEG.	POS.	MON.	NÃO-MON.	PAS.	FUT.
40%	60%	67%	33%	20%	80%	75%	25%

O *valor agregado* (valores encontradas na tabela acima) e o *valor do eixo* (valores a serem inseridos no gráfico de radar) para cada classificação são obtidos da seguinte forma para cada uma das quatro classificações dos riscos:

⁵De fato, o montante global de informações sobre os riscos do exemplo fornecido – cinco – é muito menor do que o número real – sessenta e cinco. O exemplo tem o objetivo apenas de ilustrar melhor o modelo proposto.

- i) Tipo de risco: o *valor agregado* é obtido tendo a soma dos riscos classificados como *característicos* e *estratégicos*, e compreendendo o valor *interno*. O *valor do eixo* é o mesmo que o *externo*;
- ii) Sinal econômico: nenhuma agregação é necessária nesse caso. O *valor do eixo* é o mesmo que o *positivo*;
- iii) Mensuração: o *valor agregado* é obtido excluindo os dados que foram classificados como *não-divulgados*. O *valor do eixo* é o mesmo que o *quantitativo*;
- iv) Tempo: o *valor agregado* é atingido excluindo os dados que foram classificados como *não-divulgados*. O *valor do eixo* é o mesmo que o *futuro*.

Uma vez obtido o *valor do eixo*, é possível, então, construir o gráfico de radar, apresentado a seguir na Figura 4.4.1 (usando os dados do exemplo acima):

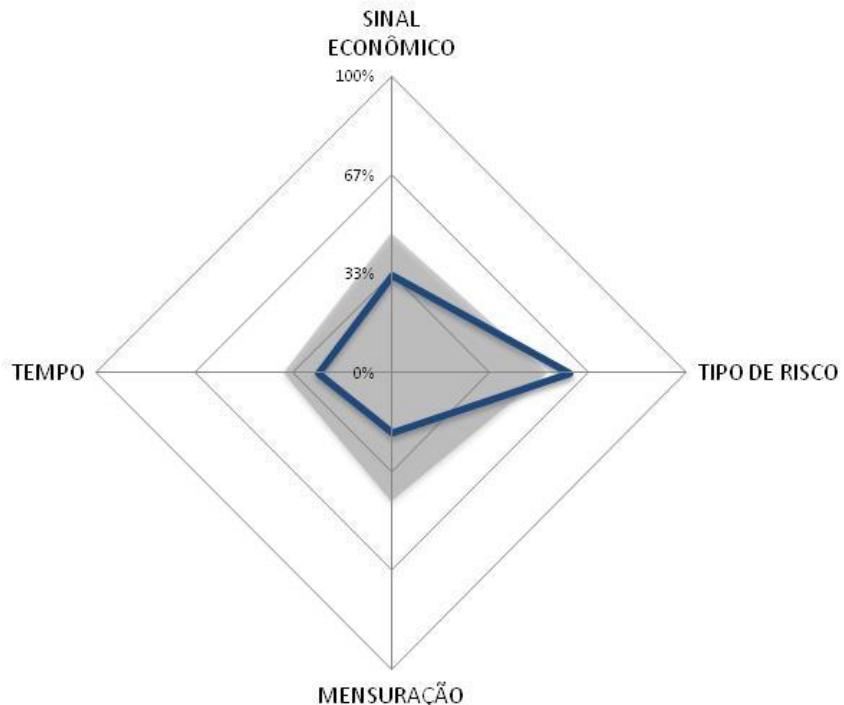


Figura 4.4.1 – Gráfico de radar da codificação

Fonte: própria

No gráfico anterior, as bordas da área cinzenta compreendem os resultados médios considerando todas as empresas analisadas⁶, ao passo que a linha escura representa os resultados retirados da empresa específica (no caso, a empresa é representada por cinco identificações de risco retiradas do relatório anual da *Siemens*). Desta forma, por meio desse gráfico, é possível fazer uma comparação visual entre o perfil de risco da empresa e o perfil médio encontrado na amostra.

4.5 Vantagens do Modelo

Seguem abaixo os potenciais benefícios comparativos oriundos da implementação do modelo desenvolvido:

- i) A simples contagem de frases ou palavras para a mensuração de risco, como foi proposto em muitos outros modelos, pode levar a conclusões incompletas ou mesmo erradas. Segundo a ICAEW (1999), uma boa divulgação é aquela que traz informações claras e úteis, não havendo necessidade de ser um relatório extenso. Neste sentido, *ceteris paribus*, as conclusões tiradas utilizando o modelo de *leitura-e-classificação*, o qual também é aqui utilizado, podem ser consideradas mais realistas uma vez que o modelo mede o número de informações de risco, ao invés de medir a quantidade de palavras utilizadas para comunicá-lo;
- ii) Supondo que o número de sentenças seja a principal variável para medir o nível de divulgação dos riscos, os gestores poderiam estar inclinados a aumentar a quantidade de palavras utilizadas na descrição dos riscos a fim de obter uma melhor imagem da gestão de riscos percebida pelos investidores, embora não precisassem necessariamente alterar seu conteúdo. Ao utilizar o modelo desenvolvido como referência, os gestores certamente não estariam dispostos a adicionar *ocasiões* inexistentes para obter uma melhor imagem percebida pelos investidores;

⁶ Os dados utilizados para construir os resultados médios na zona cinzenta são fictícios, e são aqui apresentados com o objetivo apenas de apresentar os módulos do gráfico.

iii) Suponha que em determinado ponto no relatório anual, em uma sentença a ser chamada de “A”, é mencionado, por exemplo, que a variação da moeda representa um risco para as *exportações* da empresa. Suponha também que é mencionado mais tarde, em outra parte do relatório anual, em uma frase a ser chamada de “B”, que a projeção da moeda pode influenciar tanto as *exportações* como os *preços das matérias-primas*. Usando o método mais utilizado para a mensuração do risco divulgado, que é a contagem de frases ou palavras, a codificação das frases poderia se tornar ambígua de forma que não saberíamos se devemos ou não considerar a frase “A”, pois o mesmo risco foi mencionado mais tarde em “B”. Se codificarmos as frases “A” e “B”, estaremos contando a informação do mesmo risco (preocupação com exportações) duas vezes. Se codificarmos apenas “B”, o modelo será mais difícil de ser reproduzido, uma vez que estaria mais sujeito à interpretação do pesquisador – além de existir a possibilidade de que o pesquisador não perceba que o mesmo risco já fora mencionado. Na situação descrita, se usarmos o *modelo ocasional*, a ambigüidade seria eliminada, uma vez que o seu conteúdo é analisado, e não o número de termos utilizados na sua descrição. Neste exemplo, a codificação de “A” e “B” resultaria em duas ocasiões: o risco das exportações e o risco da matéria-prima, ambos devido à projeção de moeda. Para uma explicação mais detalhada, um exemplo extraído do relatório anual de 2008 da *EasyJet* é fornecido abaixo:

Na seção denominada de *Revisão*, a seguinte informação é explicitada: “*forte crescimento das receitas fez com que a EasyJet fosse capaz de compensar a metade do impacto sobre dos custos dos combustíveis chegando ao lucro antes do imposto de £ 123m [...]*”.

Mais tarde, afirma-se na seção de *Relatório do Diretor*: “*a aviação de curta distância européia registrou um aumento médio anual do tráfego de passageiros cerca de 4,5% nos últimos 20 anos. Porém, a combinação do aumento dos custos de combustível e do enfraquecimento do ambiente de consumo⁷ está causando mudanças significativas na indústria*”.

No exemplo anterior, o risco relativo aos custos de combustível é mencionado duas vezes em diferentes partes do documento. Na segunda vez, outro risco –

⁷ “Enfraquecimento do ambiente de consumo” neste caso refere-se a uma desaceleração na demanda por serviços aéreos para o futuro próximo.

enfraquecimento do ambiente de consumo – também é apresentado com o custo do combustível. Utilizando as metodologias propostas nos modelos que empregam a *busca-por-palavra*, a codificação poderia ser ambígua ou incoerente, já que esses modelos levam em consideração as palavras relacionadas ao risco, e não a identificação do que foi aqui definido como *ocasião*. Assim, haveria três riscos a serem codificados, o que não representa a realidade – existem apenas dois: o *custo dos combustíveis* e o *enfraquecimento do ambiente de consumo* –, uma vez que a segunda vez em que é mencionado, nenhuma informação nova é fornecida ao *stakeholder*;

- iv) Mais do que uma simples ferramenta quantitativa para a medição da divulgação de risco proporcionada pelas empresas listadas em Bolsa, o modelo proposto pode também fornecer inferências sobre o nível qualitativo da divulgação através da classificação feita para cada informação reportada (Tabela 3.2.1).
- v) O processo de codificação foi realizado em todas as narrativas dos relatórios anuais, ao passo que grande parte dos outros estudos relacionados utilizou apenas seções específicas. Como já dito antes, ainda existem poucos regulamentos sobre os meios e conteúdo da comunicação de risco e, portanto, as informações podem estar espalhadas por todo o relatório anual (embora as empresas normalmente dediquem uma seção específica para a gestão de risco).

4.6 Desvantagens do Modelo

Embora o *modelo ocasional* possa trazer benefícios importantes quando comparados a outros modelos desenvolvidos em pesquisas relacionadas, sua metodologia também dá origem a importantes limitações que devem ser consideradas. Quanto às limitações comparativas, é fundamental listar:

- i) O processo de codificação é normalmente mais demorado, pois exige não somente a leitura, mas também a interpretação, verificação da presença dos riscos em declarações anteriores, e classificação das informações de risco;

- ii) É fundamental manter o monitoramento de cada informação para que a duplicação de dados seja evitada (no caso de uma determinada informação ser fornecida mais de uma vez em diferentes partes do relatório anual sem que informação adicional seja oferecida). É importante, portanto, que cada relatório seja completamente codificado sem interrupções ou pausas para que o pesquisador seja capaz de reconhecer um risco que já foi mencionado anteriormente. No entanto, a verificação da duplicação de informação se faz ainda fundamental após o término da codificação do modelo aqui proposto;
- iii) O modelo se concentra mais na medida quantitativa do que qualitativa, apesar de também proporcionar estudos qualitativos através do critério de classificação proposto (Tabela 3.2.1). O modelo desenvolvido por Bozzolan & Beretta (2004) propõe uma análise mais profunda sobre o valor percebido da divulgação do risco. Se o objetivo é tanto quantificar quanto qualificar a comunicação de risco, as duas estruturas poderiam ser aplicadas de forma integrada.

4.7 Escolha da amostra

Ao construir um modelo, é muito importante que a metodologia desenvolvida seja aplicada a uma amostra representativa da população global da qual se objetiva analisar. Neste sentido, para a aplicação do *modelo ocasional*, uma amostra de 20 empresas não-financeiras listadas foi considerada como relevante a fim de conduzir inferências do nível geral de risco que as empresas têm publicado na Itália. Para isso, as demonstrações financeiras consolidadas selecionadas para análise foram aquelas com uma data de fim de ano mais próximo de 1º de janeiro de 2009.

Comparando a outras pesquisas relacionadas que também visam medir o nível de divulgação dos riscos, Yampolskaya (2006) utilizou uma amostra de 10 empresas não-financeiras; Yuting (2006) utilizou uma amostra de 7 empresas na área de telecomunicações; Linsley & Shrives (2005) utilizaram uma amostra de 79 empresas não-financeiras, Abrahan, Solomon & Stevenson (2007) utilizaram 14 empresas não-financeiras; Lajili & Zeghal (2005) utilizaram 300 empresas não-financeiras, etc.

É importante salientar que a presente pesquisa foi realizada por um único pesquisador, além de usar todas as narrativas das demonstrações financeiras consolidadas para a busca de informações relacionadas a risco (muitos outros estudos consideraram apenas partes do relatório anual).

Empresas do setor financeiro, principalmente bancos, fundos de investimento, e finanças em geral, foram excluídos da análise da presente pesquisa, dado que, por conceito, são entidades de gestão de risco e pode-se, portanto, esperar que apresentem diferenças significativas quanto aos tipos de riscos divulgados e precisam, portanto, ser estudadas de forma independente (Linsley & Shives, 2005).

A amostra foi extraída de forma aleatória da lista publicada pela *Mediobanca* contendo as 600 maiores empresas que atuam na Itália com relação ao seu volume de negócios, em setores não-financeiros. Essa lista foi elaborada a partir da edição anual de 2007 da *Leading Italian Companies*⁸. Além disso, a extração da amostra teve a restrição de não ter um grande número de empresas que operam no mesmo setor, a fim de tornar os resultados mais representativos do mercado em geral. Em particular, os setores de energia, equipamentos elétricos, metal-mecânica, e telecomunicações foram maioria na amostra, os quais estavam presentes em 15% das empresas analisadas cada um.

Uma das razões pelas quais a amostra foi escolhida a partir dessas fontes é devido ao fato de que a *Mediobanca* é uma instituição muito respeitada e de confiança entre os pesquisadores para esses fins na Itália. Além disso, suas publicações constituem uma classificação consistente e completa de todas as principais empresas que operam no país.

Finalmente, as demonstrações financeiras consolidadas da seleção da amostra utilizada no presente estudo foram obtidas diretamente a partir dos sites corporativos das empresas, e os resultados da codificação foram registrados em uma planilha para possíveis futuras comparações e análise mais aprofundada.

⁸ Disponível em: [http://www.mbre.it/ita\(mb_pubblicazioni/societa.htm](http://www.mbre.it/ita(mb_pubblicazioni/societa.htm)

4.8 Empresas selecionadas

A lista de empresas quem compreendem a amostra no presente estudo é fornecida abaixo (as descrições das empresas foram baseadas nos sites corporativos das mesmas e dos relatórios anuais) – em ordem alfabética:



ABB: (*Asea Brown Boveri*) é uma empresa suíça-sueca multinacional sediada em Zurique (Suíça) que opera principalmente nas áreas de energia e tecnologia de automação.

A ABB opera em cerca de 100 países, com cerca de 117 mil empregados. As ações da ABB são negociadas na Bolsa de Valores da Suíça em Zurique, Bolsa de Estocolmo na Suécia, e Bolsa de Valores de Nova Iorque.



AEFFE: o grupo opera mundialmente no setor da moda e artigos de luxo nas áreas de projeto, produção e distribuição, com as marcas de Alberta Ferretti, Moschino, Pollini, Filosofia, Jean Paul Gaultier, Blugirl e Velmar. Com mais de 1300 empregados, ela está listada na Bolsa de Valores italiana.



Alcatel-Lucent: é uma empresa global de telecomunicações, com sede em Paris (França). A empresa fornece soluções de telecomunicações para prestadores de serviços, outras empresas e governos. A Alcatel-Lucent tem operações em mais de 130 países. Em 2008, a empresa registrou faturamento de € 16,98 bilhões. A Alcatel-Lucent está cotada na Bolsa de Valores de Paris e de Nova Iorque.



Alstom: é um conglomerado multinacional francês que detém interesses na geração de energia e de transportes. A Alstom é líder mundial em geração de energia hidrelétrica, usinas nucleares e sistemas de controle ambiental. É também uma produtora de trens de alta velocidade. Em 2008,

a Alstom teve vendas anuais de mais de € 16,95 bilhões, e empregava mais de 81.500 pessoas em 70 países. Sua sede está localizada em Levallois-Perret (França). Suas ações são cotadas na Euronext.⁹



Avio: está presente no setor manufatureiro de motores aeroespaciais, com sede em Torino (Itália). Seus principais produtos são: motor de propulsão para aviões e helicópteros, sistemas de propulsão espacial, sistemas de propulsão aero-derivadas para aplicações marítimas e industriais, automação naval, manutenção, reparação e atividades de revisão de motores e componentes para construção civil, aplicações militares e aero-derivadas. Em 2008, a empresa gerou € 1,66 bilhões em receitas, com funcionamento em 18 centros e plantas, e com mais de 5.500 funcionários. Ela está cotada na Bolsa de Valores italiana.



Beiersdorf: com mais de 150 filiais e cerca de 22.000 funcionários, baseia-se em Hamburgo (Alemanha), e é especializada na fabricação de produtos de higiene pessoal, sob várias marcas como por exemplo a Nivea. Embora as suas ações sejam cotadas em bolsa, é controlada pela Beiersdorf Tchibo Holding AG, que detém diretamente 50,5% das ações. É listada na Bolsa de Valores da Alemanha.



Edison: cotada na Bolsa Italiana, a Edison tem uma quota de energia elétrica de cerca de 16,4% do mercado da produção italiana, além de estar no negócio de hidrocarbonetos (principalmente gás natural). O grupo tem 2.961 empregados. Em 2008, a empresa registrou € 11,75 milhões em receitas.

⁹ Euronext NV é uma bolsa pan-europeia, baseada em Paris e com filiais na Bélgica, França, Holanda, Portugal e Reino Unido. Além de ações e mercados de derivativos, o grupo Euronext fornece serviços de compensação e de informação (<http://www.euronext.com/landing/indexmarket-18812-en.html>)



Enel: (*Ente Nazionale per l'Energia Elettrica*) é um fornecedor de energia italiano, a terceira maior da Europa em capitalização de mercado. Anteriormente um monopólio estatal, agora está parcialmente privatizada, com controle do governo. Suas ações são negociadas na Bolsa de Valores italiana. No final de 2007, começou um processo formal para a sua exclusão das listas do *American Depository Receipts* (ADR) da Bolsa de Valores de Nova Iorque.



Eni: (*Ente Nazionale Idrocarburi*) é uma multinacional italiana de petróleo e gás, presente em 70 países, e atualmente a maior empresa industrial italiana com uma capitalização de mercado de € 87,7 bilhões, até 24 de julho de 2008. O governo italiano detém uma participação de 30% na empresa. Em 2008, a empresa tinha 28.880 empregados. Está cotada na Bolsa de Valores italiana.



ERG: (*Edoardo Raffinerie Gardone*) é uma companhia de petróleo com sede na Itália. Em 2008, a empresa gerou € 11.498 milhões em receitas. Em 2009, a empresa respondeu por aproximadamente 11% do efetivo total da capacidade na Itália, contando com 1.580 empregados. A ERG está listada na Bolsa de Valores italiana desde 1997.



Fastweb: é uma empresa de telecomunicações italiana de banda larga. Ela fornece serviços de voz, internet e televisão por cabo, dentre outros. Com 3.408 funcionários até 2008, a empresa gerou € 1,71 milhões em receita no mesmo ano. Suas ações estão listadas na Bolsa de Valores italiana.



Finmeccanica: é um conglomerado italiano, o segundo maior grupo industrial e o maior dos grupos de *hi-tech* industriais com sede na Itália. A empresa trabalha nas áreas da defesa aeroespacial, segurança, automação, transporte e energia, com escritórios em mais de 100 países. É parcialmente controlada pelo governo italiano, que detém cerca de 30% de suas ações, listadas na Bolsa de Valores italiana.



LVMH: (*Moët Hennessy – Louis Vuitton*) é uma *holding* francesa e um dos maiores conglomerados de artigos de luxo do mundo. É a empresa-mãe de cerca de 60 organizações que gerem um pequeno número de marcas de prestígio. Christian Dior, o grupo de bens de luxo, é a companhia principal da LVMH, que possui 42,4% de suas ações, e 58,2% dos direitos de voto. Em 2009, o grupo gerou € 17,05 bilhões em receitas, tendo 77.300 empregados, e operado em 2.300 lojas em todo o mundo. A empresa está cotada na Euronext.



Parmalat: é uma multinacional italiana no segmento de laticínios e alimentos, especializada no setor do leite UHT e derivados do leite (variedades de iogurte, queijo, manteiga, sorvete, etc). Estes produtos são distribuídos sob marcas como Lactis, Santal, Malu e Kyr. Suas operações em todo o mundo incluem cerca de 140 centros de produção e mais de 36.000 funcionários. A empresa está cotada na Bolsa de Valores italiana desde 2005.



Saint-Gobain: é uma corporação multinacional francesa, com sede em Paris (França). Originalmente um fabricante de espelho, agora também produz uma variedade de materiais de alto desempenho, principalmente para a área de construção. Em 2009, a empresa gerou vendas de € 37,8 bilhões. No mesmo ano, a empresa tinha 191.500 funcionários em 64 países. Suas ações são negociadas na Euronext, e também nos principais mercados europeus: Frankfurt, Londres, Zurique, Amsterdã e Bruxelas.



Sanofi-Aventis: com sede em Paris (França), é uma empresa multinacional farmacêutica, a quarta maior do mundo em receita de vendas. Ela está presente em mais de 100 países com mais de 98 mil empregados (2008) em todo o mundo. Suas ações são cotadas na Euronext e na Bolsa de Valores de Nova Iorque.



Siemens: com sede em Berlim, Munique e Erlangen (Alemanha), Siemens AG é o maior conglomerado europeu de engenharia. A empresa dispõe de três setores principais: indústria, energia e saúde, com um total de 15 divisões. A Worldwide Siemens e suas subsidiárias empregam aproximadamente 420.800 pessoas em quase 190 países e registrou faturamento global de € 76,7 bilhões em 2009. Siemens AG está listada na Bolsa de Frankfurt, e está listada na Bolsa de Nova York desde março de 2001.



SKF: (*AB Svenska Kullagerfabriken*) é uma empresa sueca essencialmente de rolamentos, fornecendo hoje peças para motores e componentes, tais como rolamentos, vedações, lubrificação, mecatrônica, produtos de transmissão de energia e serviços relacionados. É listada na Bolsa de Estocolmo desde 2008, contando com 44.800 funcionários.



Telecom Italia: é a maior empresa de telecomunicações italiana. A empresa opera serviços de telefonia fixa na Itália, os serviços de telefonia móvel GSM na Itália e no Brasil através de sua subsidiária TIM e Internet DSL, e serviços de telefonia com a marca Alice na Itália, Alemanha, França, San Marino e Holanda. Também possui uma participação na Telecom Argentina. Em 2009, a empresa gerou € 20,19 milhões, com 72.560 empregados. Ela está cotada na Bolsa de Valores italiana.



Valeo: a empresa tem nove famílias de produtos que abastecem o mercado de equipamento original e do aftermarket para diversos tipos de motores. Com sede em Paris (França), a empresa está presente em 27 países e emprega 52.200 pessoas (2009). Receitas em 2008 foram de € 8,815 milhões. Ela está listada na Bolsa de Paris.

4.9 Considerações Sobre o Setor e o Porte das Empresas

Uma questão muito importante a ser considerada quando se analisa o nível de divulgação de risco se refere à especificidade da indústria em que a empresa está inserida. Seria razoável pensar que uma empresa de bens de consumo pode estar mais motivada a divulgar os riscos ambientais, dos concorrentes, tendências de mercado e *market share*, do que estaria uma empresa petrolífera, que talvez esteja mais inclinada a divulgar os riscos característicos da empresa, uma vez que a indústria do petróleo é compreendida por um número muito menor de *players*.

Além disso, a informação da quantidade e da qualidade do risco comunicado aos acionistas também pode depender do tamanho da empresa. Grandes empresas, devido à sua extensão e disponibilidade de recursos, podem divulgar maior quantidade e qualidade de informações de risco (Linsley & Shrives, 2005).

Muitos dos estudos anteriores relacionados à medição do risco objetivaram a avaliação da existência de uma correlação entre o nível de informação dos riscos e tipo de indústria, bem como entre o nível de informação dos riscos e o porte da empresa. Estudando empresas não-financeiras na Nova Zelândia, Hackston & Milne (1996) observaram que tanto o tamanho da empresa quanto o tipo de indústria estavam consideravelmente correlacionados à quantidade de divulgação de risco. Além disso, concluíram também que o tamanho da empresa influencia o nível de divulgação de risco, e de forma mais intensa do que a influência do tipo de indústria.

Yampolskaya (2006) corrobora com tais resultados das correlações: “a quantidade de divulgações depende em grande parte da indústria específica da empresa”, e “as grandes empresas tendem a revelar maior quantidade de informações sobre os riscos relacionados”.

Considerando apenas a influência do porte das empresas sobre a divulgação dos riscos através dos relatórios anuais, Leftwich, Watts & Zimmerman (1981) indicaram que tal dimensão está altamente correlacionada ao nível de comunicação de risco devido ao fato de que grandes empresas normalmente têm uma maior proporção de capital alavancado em empréstimos e, portanto, tendem a divulgar mais informações sobre riscos para atender às necessidades dos seus credores. Além disso, os resultados de Cooke (1989) indicaram que o efeito do porte da empresa sobre a divulgação é devido ao fato de que um bom nível de comunicação de risco exige profissionais mais qualificados, e devido à correlação positiva entre o tamanho da empresa e sua capacidade de atrair pessoas mais qualificadas, o tamanho da empresa influencia a publicação dos riscos. Mais estudos que corroboram essa relação foram realizados por Adihikary & Tondkar (1992), Alves & Courtis (1999); Belkaoui & Kapik (1989); Firth (1979), Healy & Palepu (1994), Richardson e Welker (2001); Robb et al. (2001).

Considerando agora apenas a influência do tipo da indústria sobre a divulgação das empresas através dos relatórios anuais, Cooke (1992) argumenta que as empresas são induzidas por seus *stakeholders* a comunicar informações ligadas à indústria em que atuam, para que eles possam avaliar a posição da empresa dentro do setor. Além disso, o comportamento de uma empresa líder pode influenciar também a divulgação de outras empresas do mesmo setor. Os estímulos do mercado e das inovações tecnológicas que são direta e indiretamente originados pelos concorrentes ou pela indústria em si podem influenciar significativamente a exposição das empresas e a estratégia de gestão dos riscos. Portanto, os diferentes tipos de risco que uma empresa está exposta podem ser exclusivos ou muito relacionados às particularidades de seu setor.

Como já discutido anteriormente e como alguns estudos anteriores indicam, a indústria em que a empresa está inserida pode influenciar o seu perfil de risco divulgado. Embora não seja objetivo da presente pesquisa analisar e discutir a quantidade e a qualidade das particularidades da divulgação de risco de cada *cluster* de indústrias, é essencial inserir cada uma das empresas da amostra entre os diferentes setores. Um resumo da indústria em que cada empresa atua¹⁰ e a localização de sua sede são apresentados na Tabela 4.4.1:

¹⁰ O agrupamento de cada empresa entre os vários tipos de setores da indústria foi realizado levando em consideração tanto as informações retiradas do site corporativo como da lista original das 600 maiores empresas que atuam na Itália.

Tabela 4.9.1 – Setor e sede da amostra

EMPRESA	SETOR	SEDE
ABB	Metal-mecânica, automação industrial	Suíça
AEFFE	Vestuário	Itália
Alcatel-Lucent	Telecomunicações	França
Alstom	Engenharia, equipamentos elétricos, transporte	França
Avio	Aeroespacial	Itália
Beiersdorf	Farmacêutica	Alemanha
Edison	Energia	Itália
Enel	Energia	Itália
Eni	Petróleo	Itália
ERG	Energia	Itália
Fastweb	Telecomunicações	Itália
Finmeccanica	Defesa aeroespacial, equipamentos elétricos, transporte e energia	Itália
LVMH	Vestuário	Itália
Parmalat	Alimentícia	Itália
Saint-Gobain	Vidros, varejo	França
Sanofi-Aventis	Farmacêutica	França
Siemens	Equipamentos elétricos	Alemanha
SKF	Metal-mecânica	Suécia
Telecom Italia	Telecomunicações	Itália
Valeo	Metal-mecânica	França

Fonte: baseado nos sites corporativos das empresas da amostra

Das 20 empresas selecionadas aleatoriamente tomadas entre as 600 maiores empresas que atuam na Itália com relação ao seu volume de negócios em setores não-financeiros, o setor de energia estava entre as principais atividades de 3 (15%) empresas, 3 (15%) para equipamentos elétricos, 3 (15%) para metal-mecânica, 3 (15%) para telecomunicações, 2 (10%) para vestuário, 2 (10%) para o transporte, e 2 (10%) para produtos farmacêuticos. O restante dos setores descritos não estava presente na lista mais de uma vez. É difícil tirar qualquer conclusão sobre a participação de cada setor na Itália, uma vez que a amostra representa uma pequena percentagem da lista completa (e ainda menor quando comparada ao número total de empresas presentes na Itália). Os dados são resumidos como segue na Figura 4.9.1:

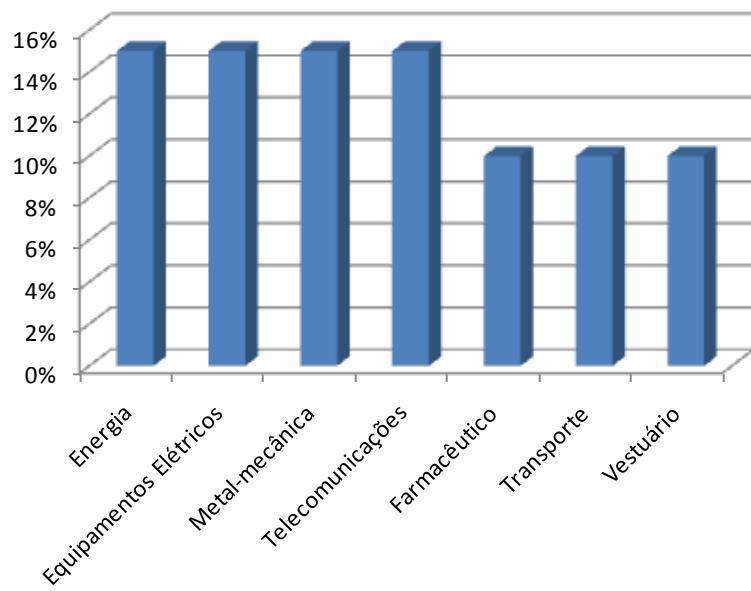


Figura 4.9.1 – Setor da amostra

Fonte: própria

Além disso, da amostra de 20 empresas, 11 (55%) têm a sua sede em Itália, 5 (25%) na França, 2 (10%) na Alemanha, 1 (5%), na Suíça, e 1 (5 %) na Suécia. É difícil tirar qualquer conclusão sobre a percentagem de empresas que vêm do mesmo país e que estão presentes na Itália, uma vez que a amostra representa uma pequena percentagem da lista completa (e ainda menor quando comparada ao número total de empresas presentes em Itália). Os dados são resumidos como segue na Figura 4.9.2:

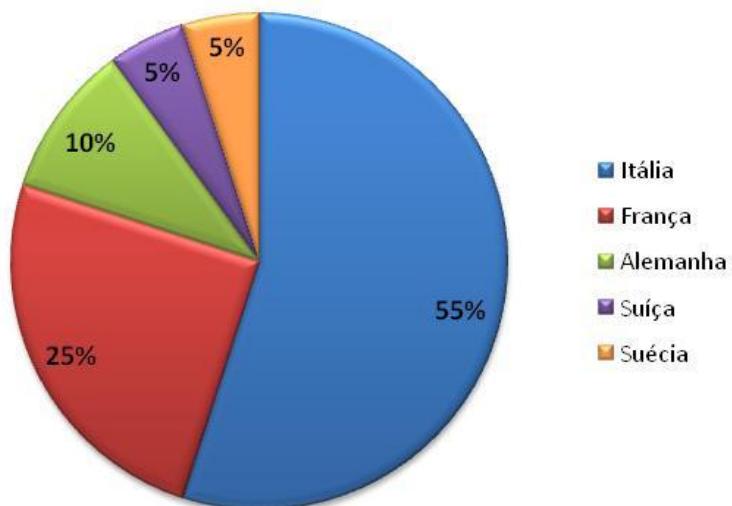


Figura 4.9.2 – Sede da amostra

Fonte: própria

5 Análise Empírica

5.1 Resultados Encontrados

Após a codificação das 20 empresas extraídas aleatoriamente, como anteriormente já detalhado, foi possível construir o gráfico apresentado e explicado no item 4.2, a fim de analisar o perfil de divulgação de risco de cada empresa e comparar os resultados obtidos entre a empresa em específico e a média da amostra.

Quanto ao montante do que foi aqui definido como *ocasião*, uma variação considerável nas ocorrências de risco foi percebida entre as empresas da amostra analisada. Em média, 62 informações de risco foram encontradas ao longo de todas as narrativas em um relatório anual, com um desvio padrão de 14, o que representa 23% da média (o que representa um desvio considerável). Essa variação pode ser atribuída à falta de regulamentação normativa pelos órgãos controladores; possíveis diferenças oriundas da especificidade do setor das empresas; possíveis diferenças de tamanho das empresas; e diferenças em relação à empresa em matéria de política de gestão de riscos e diferenças nos objetivos e estratégias das empresas.

A fim de comparar quanto cada corporação tem dedicado à comunicação de risco aos *stakeholders*, um gráfico com a média simples dos resultados de toda a amostra foi construído, e é apresentado a seguir na Figura 5.1.1 – Média dos resultados:

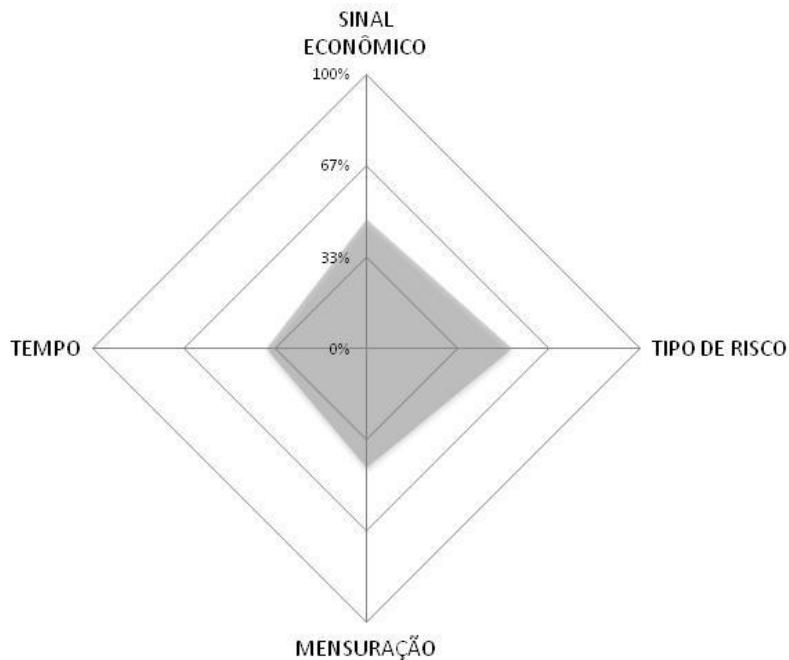


Figura 5.1.1 – Média dos resultados

Fonte: própria

O perfil de divulgação de risco apresentado anteriormente é representado pelas bordas da área cinzenta. Analisando os resultados, é possível inferir que no ano fiscal terminando em 2009, em média, as empresas divulgaram consideravelmente uma maior quantidade de riscos *externos* (53%) quando comparadas aos riscos do tipo *característico* (25%) e *estratégico* (22%). Comparando com os resultados obtidos por Bozzolan & Beretta (2004), sua pesquisa indicou que as informações externas foram minoria (13%) em empresas não-financeiras listadas. Essa diferença no tipo de risco divulgado é explicada principalmente devido ao advento da crise financeira que teve seu ápice no segundo semestre de 2008, afetando fortemente os riscos de *câmbio* (receitas e despesas ocorridas em moeda estrangeira podem ser fortemente influenciadas pelas flutuações de moeda devido à diferença do tempo de conversão entre a sua execução e liquidação, e à conversão de comércio em moeda estrangeira das contas a pagar e receber), riscos de *taxa de juros* (principalmente relacionados ao efeito no valor de mercado dos ativos e passivos financeiros da empresa e do nível de encargos financeiros), riscos de *liquidez* (principalmente decorrentes do risco de que as fontes de financiamento da empresa não estejam disponíveis, ou que a empresa não seja capaz de vender seus ativos para liquidar suas obrigações no curto prazo), e riscos de *crédito* (principalmente em relação ao risco de não-cumprimento das obrigações das contrapartes).

Mesmo que na presente pesquisa o risco externo seja mais freqüentemente comunicado, o tamanho da amostra representa uma pequena percentagem do número total de empresas que operam na Itália, e, portanto, a extensão dos resultados para o conjunto das empresas é limitada. Assim, os resultados indicam uma diferença no tipo de divulgação de risco dentro das demonstrações financeiras consolidadas, mas uma amostra maior deve ser codificada a fim de conduzir a conclusões mais realistas e confiáveis.

Quanto ao *sinal econômico*, a comunicação de riscos *negativos* foi ligeira maioria (53%) em comparação aos *positivos* (47%). Riscos *negativos* foram mais propensos a aparecer no relatório anual devido às consequências da crise econômica verificada em 2008. No entanto, a diferença entre a quantidade de identificações positivas e negativas é demasiada estreita para permitir conclusões precisas. Além disso, 54% das identificações foram classificadas como *não-divulgado* no quesito *sinal econômico*, o que reduz ainda mais o tamanho da amostra para essa dimensão. Segundo Linsley & Shrives (2005), os gestores poderiam estar inclinados a divulgar mais notícias otimistas do que negativas a fim de construir uma imagem pessoal positiva. Porém, quando um gestor não divulga determinada informação de risco essencial aos investidores, ele pode comprometer as relações da empresa com terceiros e, como consequência, a sua imagem profissional. Assim, o volume de notícias boas ou ruins comunicadas aos acionistas podem variar de acordo com o perfil de gestão de risco da empresa e, portanto, fica muito difícil predizer o padrão de divulgação para o *sinal econômico*. Comparando com os resultados obtidos por Bozzolan & Beretta (2004), sua pesquisa descobriu que a informação positiva foi maioria (68%) nas empresas não-financeiras listadas na Itália. A diferença entre os resultados encontrados na presente pesquisa e os anteriormente descritos pode ser explicada pelas divulgações de risco negativo relativas à crise de crédito de 2008.

É importante enfatizar que o fato de haver predominância de risco *externo* e *negativo* devido à maior quantidade de informações de risco oriundas da crise financeira do período trás a tona um importante questionamento: até que ponto a crise de fato afetou as empresas, e se gestores se utilizaram do acontecimento, que não seria responsabilidade da empresa, para explicar resultados insatisfatórios. Todavia, essa discussão não faz parte do escopo dessa pesquisa, sendo necessário um outro estudo mais especificamente dedicado a esse ponto.

Na mensuração, houve ligeira prevalência de identificações de risco *não-quantitativos* (56%). Em sua pesquisa, Linsley & Shrives (2005) discutem a dificuldade de obtenção de informação quantitativa sobre a gestão de risco, principalmente devido à falta de dados e, portanto, muitas vezes a medição numérica dos impactos de risco é baseada no julgamento

dos gerentes e suas suposições. Além disso, a divulgação dos impactos quantitativos deixa os gerentes ameaçados por processos judiciais ou a danos de reputação quando os impactos previstos ocorrem de forma diferente, o que os desencoraja a descrever e discutir os riscos com estimativas numéricas. No estudo de Bozzolan & Beretta (2004), os resultados também indicaram uma maioria de divulgação *não-quantitativa* (68%).

Quanto à dimensão de *tempo*, houve predomínio de identificações de risco *passados* (63%), resultado esse que foi consideravelmente influenciado pela identificação e descrição dos impactos originados pela crise financeira já descrita. No estudo de Bozzolan & Beretta (2004), os resultados também indicaram uma maioria na divulgação de riscos *passados* (80%). Os gerentes podem não estar dispostos a divulgar informação *futura*, principalmente devido ao fato de que esse tipo de informação é intrinsecamente duvidosa (já que é uma estimativa), o que gera certa indisposição de publicá-las (Linsley & Shrives, 2005). Por essa razão, embora informação *futura* seja mais valiosa aos investidores, é provável que os gestores estejam tão desencorajados a divulgar informações sobre os riscos *futuros* quanto a divulgar informações *quantitativas*.

A Tabela 5.1.1 resume a média dos resultados obtidos no presente estudo com uma amostra aleatória de 20 empresas não-financeiras listadas a partir da lista liberada pela *Mediobanca* contendo as 600 maiores empresas que operaram na Itália em matéria de volume de negócios no ano de 2008:

Tabela 5.1.1 – Resumo dos resultados

	TIPO DE RISCO		SINAL ECONÔMICO		MENSURAÇÃO		TEMPO	
	INT.	EXT.	NEG.	POS.	MON.	NÃO-MON	PASS.	FUT.
MÉDIA	47%	53%	53%	47%	44%	56%	63%	37%
DESV. PAD.	13%	13%	16%	16%	14%	14%	17%	17%

Os resultados obtidos com as identificações de risco classificados de acordo com as quatro dimensões (*tipo de risco*, *sinal econômico*, *mensuração*, e *tempo*) para cada companhia pesquisada são apresentados no formato de gráfico radar descrito anteriormente (descrição do gráfico radar no item 4.3) e são fornecidos no item 5.1, nos quais as bordas da área cinza representam o resultado médio para a amostra total, e as linhas representam os resultados da empresa em questão.

Junto com o gráfico radar de cada empresa da amostra e com a finalidade de comparar os resultados das duas metodologias diferentes, uma tabela resumida é também exibida

contendo as 15 palavras-chave mais presentes nas identificações dos riscos, apresentadas no Apêndice **Erro! Fonte de referência não encontrada.**. Finalmente, uma tabela com os percentuais das ocasiões identificadas utilizando o *Modelo Ocasional* e que não contenham qualquer palavra-chave da lista pré-definida (Tabela 5.3.1) também é apresentada a fim de possibilitar a análise de confiabilidade dos dois modelos.

Analizando os gráficos, é possível perceber que o *tipo de risco* é a dimensão na qual a variação foi menor entre as empresas da amostra selecionada (o desvio padrão é igual a 13%), com valor mínimo de 29% (*Edison*) e máximo de 74% (*Fastweb*). Tal fato pode ser explicado pelas consequências oriundas da crise financeira de 2008. Como já discutido anteriormente, a crise influenciou profundamente o câmbio, a taxa de juros, a liquidez e o crédito fornecido às empresas, entre outros fatores, afetando, portanto, fortemente os resultados das empresas de forma geral (na grande maioria dos casos, trazendo efeitos negativos). Assim, por muitas vezes informações de risco relativas à crise foram apresentadas ao longo dos relatórios anuais analisados, que quase sempre foram classificados como riscos externos.

O *tempo*, no entanto, apresentou a maior variação entre as dimensões estudadas (o desvio padrão é igual a 17%). É difícil atribuir uma causa específica que explique diretamente tal valor. No entanto, crê-se que essa dimensão seja muito mais intrínseca às práticas e políticas de gerenciamento utilizadas pelas corporações e, portanto, pode variar entre diferentes empresas, principalmente quando se analisa empresas de diferentes setores. Além disso, também a respeito da crise financeira, muitas das informações de risco foram apresentadas a fim de explicar seus impactos nos resultados anuais daquele ano fiscal, constituindo, portanto, informações passadas. Como as empresas foram afetadas pela crise de formas diferentes, é razoável esperar maior variação para essa dimensão.

Vale lembrar que pode haver um *gap* entre o que os gestores estão dispostos a publicar como informação de risco através do relatório anual e o que de fato a empresa está enfrentando de ameaças e oportunidades, o que representa um importante custo – conhecido como *custo da agência* – para a mensuração de risco. Assim, como já anteriormente discutido, os resultados obtidos pela presente pesquisa são baseados nas informações comunicadas por meio do relatório anual, o que poderia não corresponder exatamente com a real situação da empresa.

5.2 Gráficos de Posicionamento

A fim de realizar um estudo do perfil de risco baseado nas divulgações das empresas analisadas, dois gráficos – *tempo* versus *mensuração* (Figura 5.3.1) e *tipo de risco* versus *sinal econômico* (Figura 5.3.2) – foram construídos. O primeiro destina-se a comparar empresas que no ano de 2008 divulgaram informações sobre os riscos com as tendências semelhantes no que diz respeito à *especificidade* da comunicação de risco (o período a que as informações se referem e como elas são quantificadas). Como já discutido, considerando a utilidade para os potenciais investidores, uma política de gestão de risco que prioriza informação quantitativa e prospectiva é mais valiosa do que a se fosse majoritariamente não-quantitativa e passada.

O segundo gráfico – *tipo de risco* versus *sinal econômico* (Figura 5.3.2) – retrata a divulgação das ameaças e oportunidades que a empresa enfrentou ou enfrentará no futuro, fornecendo assim *percepções* aos investidores dos riscos e seus impactos. Ele informa aos interessados a respeito de estímulos externos e internos, e como estes afetarão os resultados da empresa (positiva ou negativamente). Levando em consideração a utilidade para os potenciais investidores, não há preferência para a empresa em matéria de política de gestão de riscos quanto a estas duas dimensões.

A partir do gráfico de *especificidade* (*tempo* versus *mensuração*), é possível notar uma grande concentração das empresas analisadas no quadrante onde a informação de riscos não-quantitativos e passados é predominante, enquanto que nenhuma empresa da amostra apresentou maioria de informações quantitativas e no futuro. Há uma grande dificuldade em quantificar os riscos, especialmente se eles são progressistas, ou mesmo impossíveis de serem alcançados em determinados casos. O gráfico também sugere que, no ano fiscal de 2008, a divulgação de risco das empresas analisadas não foi favorável aos potenciais investidores, que geralmente são mais atraídos por informações *quantificadas* e no *futuro* para apoiarem seus processos decisórios. Várias pesquisas anteriores levantaram a importância, embora possa ser mais dispendioso para a empresa, de fornecer dados sobre esse tipo de risco (Bozzolan & Beretta, 2004; Linsley & Shives, 2005). No entanto, a grande quantidade de informações sobre os riscos do passado, conforme afirmado anteriormente, pode ser explicada pela crise financeira, que impactou profundamente os resultados do ano. Finalmente, uma vez que a quantidade de empresas de setor não é suficiente para conduzir conclusões sobre a correlação entre o setor da indústria e divulgação do perfil de risco, parece não haver um *cluster* claro entre os diferentes grupos em relação ao tempo e mensuração, mas sim um aglomerado de

com todas as empresas na região de predominância de informações sobre os riscos não-quantitativos e passados.

A partir do gráfico de *percepções* (*tipo de risco versus sinal econômico*), as empresas da amostra, em relação ao ano fiscal de 2008, apresentaram um perfil de risco com tênues semelhanças entre si. Há, no entanto, uma baixa concentração no quadrante de risco *externo e positivo*, fato que está claramente relacionado à crise financeira já mencionada, *i.e.* por diversas vezes foi mencionado que o processo de recuperação da crise não seria ainda para o futuro próximo, trazendo predominantemente previsões *negativas*. “Tendo em vista a recessão nas principais economias do mundo e da crise financeira em curso, o grupo espera que a produção automotiva global diminua cerca de 30% no primeiro semestre de 2009 e cerca de 20% ao longo de 2009 como um todo. Assim, o Grupo prevê margem operacional negativa para os primeiros seis meses de 2009”¹¹. O gráfico ligado à análise dos resultados da medição de comunicação de risco também indica que é de senso comum entre as empresas da amostra que, no final do ano fiscal de 2008, as expectativas futuras foram em geral pessimistas. Finalmente, uma vez que a quantidade de empresas de cada setor não é suficiente para conduzir conclusões sobre a correlação entre o setor da indústria e divulgação perfil de risco, parece não haver um *cluster* claro entre os diferentes grupos quanto ao tipo de risco e sinal econômico, mas sim um cenário muito diversificado para tais parâmetros.

5.3 Análise por Busca-por-Palavra

Embora a presente pesquisa, seguindo as recomendações previstas em estudos anteriores (Bozzolan & Beretta, 2004; Linsley & Shrives, 2005), não tenha utilizado a abordagem da *busca-por-palavra* para codificar as informações de risco (como já descrito, o processo realizado consistiu na leitura todas as narrativas no âmbito do relatório anual), uma análise da presença de palavras-chaves foi aplicada com o objetivo de fornecer informações úteis para futuras pesquisas no assunto.

No entanto, é importante mencionar que, embora o processo de leitura das narrativas nos documentos analisados traga, potencialmente, resultados mais confiáveis do que uma

¹¹ Extraído do relatório anual do Valeo, página 69.

busca-por-palavra-chave (Bozzolan & Beretta, 2004), é mais dispendiosa quanto ao tempo de aplicação e, portanto, pode haver casos em que outro método mais rápido se faça necessário. Por essa razão, enquanto a codificação era realizada nas demonstrações financeiras, palavras-chave a respeito dos riscos foram contadas a fim de contribuir para futuras pesquisas sobre a mensuração da divulgação de riscos.

Ao pesquisar por palavras-chave para encontrar riscos comunicados, é essencial agregar as possíveis variações que cada palavra pode apresentar. Nesse sentido, as palavras a serem pesquisadas podem variar de acordo com o gênero, número, tempo verbal, e se são adjetivo, substantivo, verbo ou advérbio. Portanto, o pesquisador deve usar o radical das palavras, ou parte dele que seja comum entre todas as variações possíveis. Um exemplo de tal agrupamento é fornecido na Tabela 5.3.1:

Tabela 5.3.1 – Exemplo de agrupamento de palavras-chave

PALAVRA-CHAVE	RADICAL
crescer	cresc
cresceu	
crescimento	
crescendo	
cresce	
risco	risc
riscos	
arriscado	
arriscar	
arriscou	

Após aplicar a metodologia de busca-por-palavra em todas as empresas selecionadas para a amostra, foi possível determinar as palavras-chave que, em média, estiveram mais presentes na identificação dos riscos (Tabela 5.3.1). A lista de palavras-chave que poderiam estar presentes nas narrativas contendo informações relativas a risco foi construída principalmente por três meios:

- i) Os três relatórios anuais inicialmente utilizados no treinamento do modelo no presente estudo serviram como base para a construção da lista;
- ii) Dicionários *online* foram utilizados para a busca de sinônimos para a lista de palavras-chave;

iii) As palavras que representaram tipos específicos de riscos, tais como *moeda*, *taxa de juros*, *liquidez* e *endividamento*, também foram adicionados à lista.

As trinta palavras que mais apareceram na amostra são fornecidas na Tabela 5.3.2 (o resultado de cada empresa é apresentado no item 0):

Tabela 5.3.2 – Maiores ocorrências de palavras-chave

PALAVRA-CHAVE	OCORÊNCIA	PALAVRA-CHAVE	OCORÊNCIA
risco	8,4%	afetar	2,4%
capacidade	6,6%	crédito	2,4%
crescimento	6,1%	dever	2,4%
mudança	5,6%	moeda	2,3%
impacto	4,1%	dívida	2,2%
custo	3,6%	derivativo	1,9%
habilidade	3,6%	perda	1,8%
interesse	3,4%	futuro	1,8%
efeito	3,2%	variação	1,4%
redução	3,1%	possibilidade	1,3%
exposição	3,0%	provisão	1,3%
aquisição	2,9%	estimativa	1,1%
ambiente	2,6%	compra	1,1%
<i>hedge</i>	2,5%	garantia	1,1%
expectativa	2,5%	liquidez	1,1%

Além disso, levando em consideração as 20 empresas não-financeiras da amostra, a *busca-por-palavra* apresentou, em média, um número de identificações de risco 8,3% menor quando comparado à aplicação do Modelo Ocasional, ou seja, mais de oito por cento das ocasiões de risco reconhecidos nos relatórios anuais, sendo uma ameaça ou oportunidade identificada, os seus impactos, ou as medidas que a empresa está tomando para o seu controle, não continha nenhuma das 52 palavras-chave predefinidas, com um desvio padrão de 4,6%.

Como já esperado, a *leitura-e-classificação* das narrativas trouxe mais identificações de risco que a *busca-por-palavra*, o que pode levar à razoável conclusão de que a primeira consiste uma metodologia mais confiável. No entanto, a quantidade de identificações de risco que o modelo de *busca-por-palavra* pode chegar depende diretamente da extensão da lista predefinida de palavras a serem pesquisadas. Por outro lado, quanto mais extensa é a lista, maior será o tempo a ser dedicado para a aplicação do modelo. O processo relativamente curto para a aplicação desse modelo compreende a sua principal vantagem, e, portanto, a criação de uma lista muito extensa justificaria a utilização da *leitura-e-classificação*. Neste

caso, o modelo aqui desenvolvido pode ser mais aconselhável, pois pode trazer outras vantagens (vantagens listadas no item 4.5).

Portanto, a escolha da metodologia é diretamente dependente do nível de confiança e tempo disponível para sua aplicação. Como indicado nos resultados, a *leitura-e-classificação* traz potencialmente uma quantidade maior de identificações, ao custo de ser mais dispendiosa quanto ao tempo. De qualquer forma, se o objetivo do pesquisador é de realizar o estudo com o máximo nível de confiabilidade (mesmo que isso tome mais tempo), a abordagem mais aconselhável seria a utilização das duas metodologias combinadas, *i.e.* além de ler e analisar todas as narrativas do documento em questão, o pesquisador pode também aplicar uma *busca-por-palavra* caso alguma ocorrência lhe tenha passado despercebido.

6 Conclusões e Recomendações

Através da análise das demonstrações financeiras consolidadas (referentes ao ano fiscal com fim mais próximo a 1º de janeiro de 2009) das 20 empresas escolhidas aleatoriamente da lista liberada pela *Mediobanca* contendo as 600 maiores empresas que operaram na Itália em relação ao seu volume de negócios em 2008 e em setores não-financeiros, o presente estudo buscou fornecer um modelo para mensuração do risco reportado bem como analisar o perfil de risco das empresas de acordo com seus relatórios anuais e, consequentemente, encorajar a cultura de divulgação de risco de forma mais útil para o futuro. A presente pesquisa indica ainda os impactos nos resultados divulgados no referido ano oriundos da crise de crédito observada entre 2008 e 2009.

O estudo pretende avaliar a quantidade e a qualidade das divulgações de risco em todas as narrativas do relatório anual para as empresas selecionadas por meio da codificação das *ocorrências* e relacioná-las com base em quatro dimensões de classificação (*tipo de risco*: característico, estratégico, ou externo; *sinal econômico*: negativo; positivo, ou não-divulgado; *mensuração*: quantitativo, ou não-quantitativo; e *tempo*: passado, futuro, ou não-divulgado).

Os resultados obtidos com a aplicação do *Modelo Ocasional* na amostra de 20 empresas mostram que, em média, 62 ocasiões de risco foram encontradas ao longo de todas as narrativas dos relatórios anuais, com um desvio padrão de 14, o que representa 23% da média. Estes resultados confirmam as expectativas iniciais de variabilidade dos resultados no sentido de que, devido à falta de regulamentação pelos órgãos profissionais (mesmo que tenha aumentado nos últimos anos, como já discutido - Yampolskaya, 2006), ainda há uma significativa diferença na quantidade de informações comunicadas entre as empresas. Além disso, foi também indicado que as divulgações também variaram quanto ao formato e conteúdo em que foram apresentadas, ou seja, houve considerável variação na localização das informações no documento, no espaço dedicado a informações sobre os riscos, nos termos que foram utilizados, etc. Além de ser explicada pela falta de regulamentação normativa, essa variação pode ser também explicada pelas diferenças particulares de cada indústria; possíveis diferenças de tamanho da empresa; as diferenças em relação à política de gestão de riscos; e diferenças dos objetivos e estratégias da empresa.

De acordo com o que os resultados indicam, no ano fiscal de 2008, as empresas forneceram mais informações sobre estímulos *externos* do que relacionadas à *estratégia* ou *operações*, enquanto que a maioria das informações foi do tipo não-quantificada, ou seja, *não-quantitativa*. Além disso, devido principalmente aos impactos negativos originados pela crise

financeira, as empresas apresentaram um aumento na quantidade de ocorrências *negativas* e *passadas*. A última conclusão – quanto ao *tempo* – vai contra o que estudos anteriores afirmaram, fato que é claramente explicado devido à elevada quantidade de ocorrências descrevendo as consequências que a crise resultou em relação ao ano selecionado.

Embora os resultados do *Modelo Ocasional* indiquem uma predominância de riscos externos (53%), os resultados obtidos por Bozzolan & Beretta (2004) mostraram uma participação minoritária desse tipo de risco (13%) em empresas italianas listadas não-financeiras. Essa diferença pode ser explicada principalmente pelo advento da crise financeira que afetou fortemente os riscos de *câmbio*, *taxa de juros*, *liquidez*, e *crédito*, muitas vezes mencionados ao longo do documento. De fato, as palavras “*taxa de juro*”, “*hedge*”, “*crédito*”, “*câmbio*”, “*derivativos*” e “*crédito*” estavam entre as 16 mais citadas nas ocorrências codificadas utilizando o método da *busca-por-palavras*.

Comunicação de risco negativa teve uma ligeira maioria (53%), dado que está de acordo com os resultados obtidos por Bozzolan & Beretta (2004) – a sua pesquisa mostra que a informação negativa foi maioria (68%). Entre outros fatores, como o ruído para o processo e as diferenças de julgamento pelos pesquisadores, a ligeira diferença entre os resultados encontrados também pode ser explicada pelo grande volume de divulgações de riscos negativos que foram originados pela crise de crédito.

Houve certa prevalência de identificações de riscos não-quantitativos (56%). No estudo de Bozzolan & Beretta (2004), os resultados também indicaram uma maioria de divulgação não-quantitativa (68%). A ligeira diferença entre os dois resultados pode ser explicada pela variação natural do processo, discrepâncias devido à evolução temporal das práticas das empresas de risco de informação (uma vez que as pesquisas foram realizadas em anos diferentes), e diferenças de julgamento pelos pesquisadores sobre o que considerar como informação de risco.

Finalmente, houve predomínio das identificações de risco *passado* (63%), dimensão essa que foi a mais afetada pela identificação e descrição dos impactos originados pela crise financeira. No estudo de Bozzolan & Beretta (2004), os resultados também indicaram uma maioria na divulgação dos riscos do passado (80%).

O impacto que a crise gerou está em linha com as expectativas iniciais, apresentadas no item 1, nas quais foi previsto que as empresas dariam maior foco às divulgações de risco *externas* e *negativas* quando comparados aos resultados de pesquisas anteriores devido às características deste tipo de relatório. Como esperado, no ano fiscal de 2008, as empresas

divulgaram muitas informações sobre os impactos da crise financeira, principalmente como tais fatos influenciaram seus resultados no referido ano.

O regulamento para a divulgação do risco tem se tornado cada vez mais estruturado nos últimos anos pelos órgãos profissionais (Yuting, 2006). No entanto, como os resultados da presente pesquisa indicaram, ainda há uma diferença considerável entre as práticas de gestão de riscos não-financeiros entre empresas cotadas na bolsa, mesmo dentre empresas atuando na mesma indústria. Os desvios padrão encontrados para cada uma das quatro dimensões variam entre 13 e 17%. No setor de energia, por exemplo, enquanto a informação *futura* publicada pela Edison representava apenas 9% do total da empresa, a Enel publicou 38%, apesar de ambas as empresas serem originalmente italianas e estarem presentes em mercados análogos. Assim, uma vez que as empresas estão relatando as informações sobre riscos com diferenças consideráveis, pode haver dificuldade significativa para os usuários do relatório anual ao comparar exposições de risco dentre as empresas analisadas. O fato de as empresas aplicarem diferentes ênfases e abordagens na publicação dos riscos gera confusão mesmo quando estão discutindo uma mesma fonte de risco.

Além disso, a divulgação voluntária de risco foi encontrada principalmente nas seções Carta do Presidente aos *Shareholders* e Revisão Operacional. No entanto, como observado no processo de codificação, estas informações foram na maioria dos casos declarações genéricas e não quantificadas, além de serem usadas como ferramenta para atrair novos investidores em potencial e, portanto com *aspectos* mais positivos.

Quanto às informações de risco comuns encontradas nas demonstrações financeiras, as empresas forneceram uma quantidade considerável de informações sobre câmbio, taxa de juro, crédito, e liquidez. Estas ocorrências foram encontradas principalmente na sessão de Gestão de Risco e estavam relacionadas principalmente aos impactos trazidos pela crise financeira de 2008. Comparando a pesquisas anteriores, resultados similares foram percebidos, uma vez que os órgãos profissionais exigem tais divulgações.

Observando o gráfico da *especificidade* (*tempo* versus *mensuração*), podemos inferir que no ano fiscal de 2008 a divulgação de riscos das empresas para as partes interessadas não foi favorável aos potenciais investidores, que geralmente preferem informações *quantificadas* e *futuras* a fim de apoiar seus processos decisórios. Na verdade, as empresas se situaram principalmente na zona *não-quantitativa* e *passada*, e nenhuma empresa da amostra apresentou maioria de divulgação do tipo *quantitativa* e *futura* ao mesmo tempo. Como já discutido anteriormente, há uma grande dificuldade em quantificar os riscos, especialmente se eles são progressistas, sendo até mesmo impossíveis de serem determinados em alguns casos.

Para o gráfico de *percepções* (*tipo de risco* versus *sinal econômico*), no ano fiscal de 2008, as empresas analisadas apresentaram um perfil de risco com poucas semelhanças entre si para as questões do *tipo de risco* (internas ou externas) e *sinal econômico* (riscos positivos ou negativos). Nota-se, no entanto, uma baixa concentração para o quadrante de risco *externo e positivo*, fato que está claramente relacionado com a crise financeira mencionada, *i.e.* por muitas vezes foi dito que o processo de recuperação da crise não está previsto para ocorrer num futuro próximo, compondo informações negativas e futuras.

Finalmente, sobre as questões da aplicabilidade e confiabilidade do Modelo Ocasional, acredita-se que, como indicado após a aplicação do modelo construído, o processo de medição é relativamente mais demorado do que a abordagem da *busca-por-palavra*, porém também mais confiável devido ao fato que uma parte substancial das identificações de risco não contém qualquer uma das palavras-chave identificadas (Tabela 5.3.1). Assim, a preferência de um modelo sobre o outro deve levar em consideração o nível de precisão desejada, e a especificidade da pesquisa (se por algum motivo, o pesquisador estiver disposto a analisar apenas o risco de distribuição de dividendos de uma forma rápida, por exemplo, talvez fosse mais adequado utilizar o método da *busca-por-palavra*). Portanto, quanto mais abrangente e precisa a pesquisa for, maior a tendência a usar um modelo que utilize a análise do conteúdo das narrativas (como o Modelo Ocasional).

Quanto às recomendações para futuras pesquisas, é fundamental que os próximos estudos se proponham a entender melhor qual é a demanda por informação considerando cada uma das classes de *stakeholders* (investidores, potenciais colaboradores, entidades reguladoras, etc). Para tanto, os pesquisadores podem fazer uso de entrevistas, pesquisas e questionários para avaliar quais são suas preferências em matéria de informação de risco. Além disso, é também essencial compreender os meios pelos quais as empresas devem fornecer informações relacionadas a risco (formato, conteúdo, tabelas, etc).

Para a análise do que os órgãos reguladores têm feito a fim de promover uma melhor divulgação de risco, é recomendável também aos próximos estudos que se aprofundem na análise de quais são os requisitos atuais, bem como verificar como tais obrigações estão sendo cumpridas pelas empresas.

LIMITAÇÕES

Quanto aos limites da pesquisa (limitações que não são originadas a partir da utilização do modelo proposto, mas sim natural da *análise de conteúdo*, tamanho da amostra, perfil de pesquisador, etc), é importante listar:

- i) Número reduzido da amostra. A lista da qual a amostra foi colhida contém as 600 maiores empresas que atuam na Itália em setores da indústria não-financeiras com relação ao seu volume de negócios, sendo a amostra composta por um grupo de 20 empresas escolhidas aleatoriamente. Além disso, no início de 2008, havia 307 (*Fonte: <http://www.borsaitaliana.it/>*) companhias listadas na Bolsa Italiana. Assim, há certa limitação quanto à extensão das inferências aqui encontradas para as demais empresas não-financeiras listadas que não foram analisadas;
- ii) Como a amostra escolhida para a aplicação da presente pesquisa foi tomada a partir do ano fiscal de 2008-09, é impossível analisar a evolução da quantidade de informações sobre os riscos divulgadas pelas companhias listadas. O escopo do presente estudo é analisar o nível de divulgação dos riscos no referido período para as grandes empresas européias que operam em Itália, e não de estudar sua evolução ao longo dos últimos anos;
- iii) No caso de mais de um pesquisador aplicando a codificação, é necessária uma padronização entre seus processos ao que refere à interpretação do que deve ser considerado como risco e de como classificá-los a fim de garantir maior confiança nos resultados. Assim, é aconselhável que, como feito na presente pesquisa, apenas um pesquisador realize a codificação das narrativas nos documentos analisados;
- iv) Segundo Milne & Adler (1999), uma questão importante a ser considerada na aplicação da análise de conteúdo é a sua *confiabilidade*. Embora procedimentos razoáveis foram tomados para assegurar a consistência da pesquisa (item 4.2), pode-se considerar que antes do estudo e treinamento (que consistiu em uma amostra inicial de três relatórios anuais) das técnicas de codificação por meio de metodologias de análise de conteúdo, o pesquisador tinha pouca experiência prévia, fato que poderia reduzir a confiabilidade dos resultados.

BIBLIOGRAFIA

- Abraham, S., Solomon, A., & Stevenson, J., 2007. *A ranking of risk disclosures in UK annual reports*. School of Accounting, Economics and Statistics Napier University, Edimburgo.
- Adihikary, A., & Tondkar, R., 1992. *Environmental factors influencing accounting disclosure requirements of global stock exchanges*. Journal of International Financial Management and Accounting 4.
- AICPA, 1994. *Improving Business Reporting – A Customer Focus*. American Institute of Certified Public Accountants.
- Ahmed, K., Courtis, J. K., 1999. *Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports*. British Accounting Review 31.
- Association of Insurance and Risk Managers, 2002. *A Risk Management Standard*. Association of Insurance and Risk Managers, Londres.
- Beattie, V.A., McInnes, B., Fearnley, S., 2002. *Through the eyes of management: A study of narrative disclosures*. An interim report. London: Centre for Business Performance, The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Londres.
- Belkaoui, A., Karpik, P.G., 1989. *Determinants of the corporate decision to disclose social information*. Accounting, Auditing and Accountability Journal 2.
- Bhushan, R., 1989. *Firm Characteristic and Analyst Following*. Journal of Accounting and Economics 11.
- Blankley, A., Lamb, R., & Schroeder, R., 2002. *The Disclosure of Information on Market Risk: Evidence from the Dow 30*. Managerial Auditing Journal 17.
- Botosan, C.A., 1997. *Disclosure level and the cost of equity capital*. The Accounting Review 72.

Bozzolan, S., Beretta, S., 2003. *How Companies Communicate Risks: Evidence from the Italian Stock Exchange*. Presented on the KPMG & UIUC Competitive Manuscript Competition on Reporting Risk, University of Illinois at Urbana Champaign, Flórida.

Bozzolan, S., Beretta, S., 2004. *A framework for the analysis of firm risk communication*. The International Journal of Accounting 39.

Brennan, M., & Hughes, P., 1991. *Stock Prices and the Supply of Information*. Journal of Finance 46.

Chungh, L., & Meador, J., 1984. *The stock valuation process: The analysts view*. Financial Analysts Journal 40.

CICA, 2001. *Management's discussion and analysis; guidance on preparation and disclosure*, Review Draft, Canadian Institute of Chartered Accountants.

CICA, 2008. *Corporate Reporting to Stakeholders*, CICA Research Study, Canadian Institute of Chartered Accountants.

Cooke, T.E., 1989. *Disclosure in the corporate annual report of Swedish companies*. Accounting and Business Research 19.

Cooke, T.E., 1992. *The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations*. Accounting and Business Research 22.

Ekaterina, E., Gerald, D., Lin, C., 2007. *Choices and Best Practice in Corporate Risk Management Disclosure*. Journal of Applied Corporate Finance 19.

Elmy, F., LeGuyarder, L., & Linsmeier, T., 1998. *A review of initial filings under the SEC's new market risk disclosure rules*. Journal of Corporate Accounting and Finance 33 – 45.

Ereira, S., Canadas, N., 2007. *O relato do risco – Uma Análise no Contexto das Empresas Portuguesas Cotadas*. Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Leiria (ESTG), Instituto Politécnico de Leiria.

FASB, 2001. *Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures*, Steering Committee Report, Business Reporting Research Project, Financial Accounting Standard Board.

Firth, M. 1979. *Impact of size, stock market listings and auditors on voluntary disclosure in annual reports*. Accounting and Business Research 9.

Francis, J., & Schipper, K., 1999. *Have financial statements lost their relevance?*. Journal of Accounting Research 37.

Frankel, R., McNichols, M., & Wilson, G., 1995. *Discretionary disclosure and external financing*. The Accounting Review.

GASC, 2001. *Risk reporting* (GAS5). Accounting Standards Committee of Germany, Berlim.

GASC, 2009. *Constitution of the ASCG*, Accounting Standards Committee of Germany, Berlim.

Harvey, C. R., 2001. *The International Cost of Capital and Risk Calculator*. Duke University.

Healy, P., & Palepu, K., 1994. *Voluntary corporate disclosure: Who, what, and why?* Working Paper, MIT Sloan School of Management, Cambridge.

Hodder, L., Koonce, L., McAnally, M.L., 2001. *SEC market risk implications for judgment and decision making*. Accounting Horizons 15.

Hopwood, A.G., 1996. Introduction. Accounting, Organizations and Society 21.

ICAEW, 1998. *Financial Reporting of Risk – Proposals for a Statement of Business Risk*. Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Londres.

ICAEW, 1999. *No Surprises: The Case for Better Risk Reporting*. Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Londres.

ICAEW, 2002. *No Surprises: Working for Better Risk Reporting*. Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Londres.

IFAC, 2002. *Managing risk to enhance shareholder value*. International Federation of Accountants, Nova Iorque.

Kajüter, P., 2003. *Risk Reporting in Germany: Evidence from a Longitudinal Study*. Working Paper, Department of Auditing and Control Düsseldorf University.

Krippendorff, K., 1980. *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*. Sage, Beverly Hills.

Krippendorff, K., 2004. *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology, seconded*. Sage, Beverly Hills.

Lajili, K., Zéghal, D., 2005. *A Content Analysis of Risk Management Disclosures in*

Lam, J., 2000. *Enterprise-wide risk management and the role of the chief risk officer*. ERisk.

Lang, M., Lundholm, R., 1993. *Cross-sectional determinants of analysts' ratings of corporate disclosure*. Journal of Accounting Research 31.

Leftwich, R., Watts, R., Zimmerman, J., 1981. *Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting*. Journal of Accounting Research 19.

Macagnan, C., 2009. *Voluntary disclosure: fators explaining the extent of information on intangible resources*. Revista Contabilidade & Finanças 20.

- Marston, C., & Shivres, P., 1991. *The use of disclosure indices in accounting research: A review article*. British Accounting Review 23.
- Mathew J., & Edward L., 1991. *Stock, Options, and Deferred Compensation*. Research in Labor Economics, vol. 12, p. 41-62.
- Milne, M., Hackston, D., 1996. *Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies*. Accounting, Auditing and Accountability Journal 9.
- Milne, M.J., Adler, R.W., 1999. *Exploring the reliability of social and environmental disclosures content analysis*. Accounting, Auditing and Accountability Journal 12.
- Moguillansky, G., 2002. *Nonfinancial corporate risk management and exchange rate volatility in Latin America*. United Nations University.
- O'Brien, P., & Bhushan, R., 1990. *Analyst Following and Institutional Ownership*. Journal of Accounting Research 28.
- Qoquiauri, L., 2009. *The Influence of Global Financial Crisis on Financial Markets*. Extraído de <http://www.articlesbase.com/finance-articles/the-influence-of-global-financial-crisis-on-financial-markets-839998.html>
- Richardson, A., & Welker, M., 2001. *Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital*. Accounting Organizations and Society 26.
- Robb, S., Single,L., & Zarzeski,M., 2001. *Nonfinancial disclosures across Anglo-American countries*. Journal of International Accounting 10.
- Roulstone, D., 1999. *Effect of SEC Financial Reporting Release No. 48 on derivative and market risk disclosures*. Accounting Horizons 13.
- Shrives, P., Linsley, P., 2003. *Risk disclosures in U.K. and German annual reports: A comparative study*. Paper presented at the 6th Financial Reporting and Business Communication Congress Cardiff Business School, Cardiff.

Shrives, P., Linsley, P., 2005. *Examining Risk Reporting in UK Public Companies*. The Journal of Risk Finance 6.

Shrives, P., Linsley, P., 2006. *Risk reporting: A study of risk disclosures in the Annual reports of UK companies*. The British Accounting Review 38.

Shrives, P., Linsley, P., 2007. *Risk disclosure: an exploratory study of UK and Canadian Banks*. Journal of Banking Regulation.

Solomon, J.F., Solomon, A., Norton, S.D., Joseph, N.L., 2000. *A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform*. British Accounting Review 32.

Wallman, S.M.H., 1996. *The future of accounting and financial reporting: Part II*. The colorized approach. Accounting Horizons 10.

Weber, R. P., 1990. *Basic Content Analysis*, 2nd ed. Newbury Park, CA.

Woods, M., Dowd, K., Humprey, C., 2004. *Credibility at risk? The accounting profession, risk reporting and the rise of VaR*. Centre for Risk and Insurance Studies, University of Nottingham.

Woods, M., Reber, B., 2003. *A comparison of UK and German reporting practice in respect of disclosure post GAS5*. Unpublished conference paper, 6th Financial Reporting and Business Communication Conference, Cardiff Business School, Cardiff.

Yampolskaya, N., 2006. *Risk Disclosure in UK Companies' Annual Reports*. University of Nottingham.

Yuting, L., 2006. *A Content Analysis of External Risk Reporting in UK Public Telecommunications Companies*. Nottingham University.

ABB: <http://www.abb.com/cawp/abbzh251/6fba2705cb6e1d7ec1256c59003383cc.a.spx>

AEFFE: <http://www.aeffe.com/aeffeHome.asp?pattern=11&lang=ENG>

Alcatel: <http://www.alcatel-lucent.com/wps/portal/investors>

Alstom: <http://www.alstom.com/home/investors/index.EN.php?languageId=EN&dir=/home/investors/>

Avio: http://www.aviogroup.com/en/about_avio/financial_information

Beiersdorf: http://ext.beiersdorf.com/gb_2006/en/Consolidated_Financial_Statements.html

EDISON: <http://www.edisongroup.eu/edison/site/en/search/index.html?query=annual%20financial%20statement%202007>

Enel: http://www.enel.com/en-GB/investor/financial_reports/

Eni: http://www.eni.com/en_IT/media/press-releases/consolidated-financial-statements.shtml

ERG: <http://www.erg.it/homeEN/investorRelations/financialStatementsReports.html>

Fastweb: <http://company.fastweb.it/index.php?sid=80>

Finmeccanica: http://www.finmeccanica.it/Holding/EN/Corporate/Investor_relations/Bilanci_e_prospetti/index.sdo

LVMH: http://www.lvmh.com/comfi/pg_rapports.asp?rub=10&srub=3

Parmalat: http://www.parmalat.net/en/investor_relations/financial_reports/annual_reports

Saint-Gobain: <http://www.saint-gobain.com/en/press/corporate-publications>

Sanofi-Aventis: http://en.sanofi-ventis.com/investors/news/financial_publications/financial_publications.asp

Siemens: <http://www.siemens.com/investor/en/>

SKF: <http://www.skf.com/portal/skf/home/investors>

Telecom Italia: <http://www.telecomitaliamedia.it/en/investor/index.shtml?bilanciedocumenti&bilancierelazioni&2009>

Valeo: <http://www.valeo.com/en/publications.html>

GLOSSÁRIO

Acordos de Livre Comércio: “É o comércio internacional livre de interferências do governo tais como quotas de importação, subsídios à exportação, tarifas protecionistas, etc” (*Collins English Dictionary*, 6ª Edição. 2003).

CSA: (*Canadian Securities Administrators*) “Um fórum coletivo composto por todos os reguladores de valores mobiliários provinciais e territoriais do Canadá. O objetivo principal do CSA é colaborar na criação e harmonização dos regulamentos de títulos em todo o Canadá” (*Investopedia* – available in www.investopedia.com).

FRR: “É uma declaração sobre a política de informações financeiras emitidas pela *Securities and Exchange Commission* (nos EUA)” (*Concise Encyclopedia Britannica* - disponível em www.britannica.com).

GASC: o *German Accounting Standards Committee* é responsável pelo “desenvolvimento da contabilidade e normas de informação financeira, com o objetivo de introduzir padrões de divulgação financeira por um órgão independente” (GASC, 2009).

IASB: (*International Accounting standards Board*) “Organização do setor privado sem fins lucrativos que trabalha no interesse público. Seus principais objetivos são: desenvolver um único conjunto de normas internacionalmente aceitas de relatórios financeiros (*International Financial Reporting Standards*); promover o uso dessas normas; ter em conta as necessidades de relatório financeiro das economias emergentes de pequenas e médias empresas (PME); e trazer convergência das normas contábeis nacionais” (disponível em www.iasb.org).

MD&A: “O MD&A oferece uma visão geral do ano anterior, das operações e como a empresa se saiu nesse período de tempo. A gestão geralmente também fazer insights do próximo ano, definindo metas futuras e abordagens para novos projetos” (*Investopedia* - disponível em www.investopedia.com).

Mercado Comum: “Uma associação econômica dos estados em um único mercado de negociação que tenham pouca ou nenhuma restrição de circulação de pessoas, capitais, bens e serviços no seu interior e com uma política comercial comum para os países não-membros” (*Concise Encyclopedia Britannica* - disponível em www.britannica.com).

Relatório 10K: “Um relatório de síntese global do desempenho de uma empresa que deve ser apresentado anualmente à *Securities and Exchange Commission*. Normalmente, o 10-K contém muito mais detalhes do que o relatório anual. Inclui informações como histórico da

empresa, estrutura organizacional, a eqüidade, as explorações, os ganhos por ação, as filiais, etc" (*Concise Encyclopedia Britannica* - disponível em www.britannica.com).

Relatório Anual: "Uma publicação corporativa a respeito de seus resultados operacionais e financeiros ao longo do ano fiscal. O relatório anual contém um resumo das operações, a Demonstração de Resultado de Exercício, o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Fluxo de Caixa, o relatório do auditor, dentre outros documentos" (*Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor*, David L. Scott, 2003).

SEC: (Securities and Exchange Commission): "agência do governo norte-americano que serve como regulador primário do mercado de valores. Ela assegura que o comércio de todas as trocas de valores sejam justas, e que nenhuma manipulação de preços ou informações privilegiadas ocorra" (*Farlex Financial Dictionary*, 2009).

Swap: "contrato em que duas partes acordam trocar pagamento de juros periódicos. No tipo mais comum de arranjo de swap, uma parte concorda em pagar juros fixos nas datas designadas para uma contraparte que, por sua vez, concorda em fazer pagamentos de juros de retorno que flutuam com alguma taxa de referência, tais como a taxa dos títulos do tesouro ou o prime rate" (*Concise Encyclopedia Britannica* - disponível em www.britannica.com).

União Aduaneira: "A união aduaneira, ao contrário de uma zona de livre comércio, exige que seus membros adotem uma tarifa externa comum de direitos aduaneiros. O objetivo, raramente alcançado na verdade, é permitir que os bens (mas não de trabalho ou capital) circulem livremente em toda a União" (*Concise Encyclopedia Britannica* - disponível em www.britannica.com).

União Econômica: "Um acordo entre dois ou mais países que permite a livre circulação de capital, trabalho e todos os bens e serviços, e envolve a harmonização e unificação das políticas sociais, fiscais e monetárias" (*Farlex Financial Dictionary*, 2009).

União Política: "Um tipo de estado que é composto de, ou criado a partir de estados menores. Ele compartilha um governo comum e a união é reconhecida internacionalmente como uma única entidade política" (*Concise Encyclopedia Britannica* - disponível em www.britannica.com).

APÊNDICE

Gráficos de Posicionamento

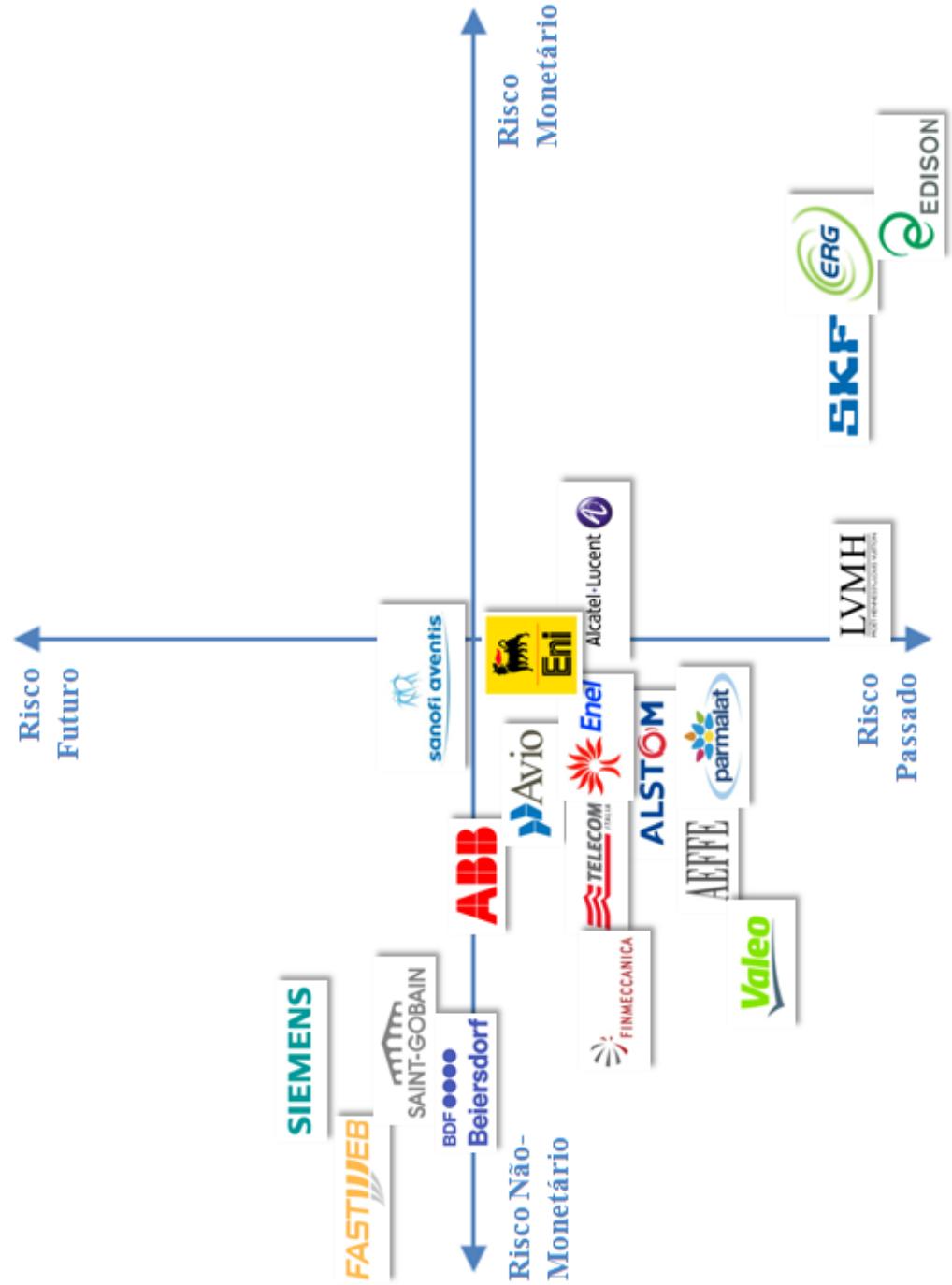


Figura 5.3.1 – Gráfico de *especificidades*

Fonte: própria

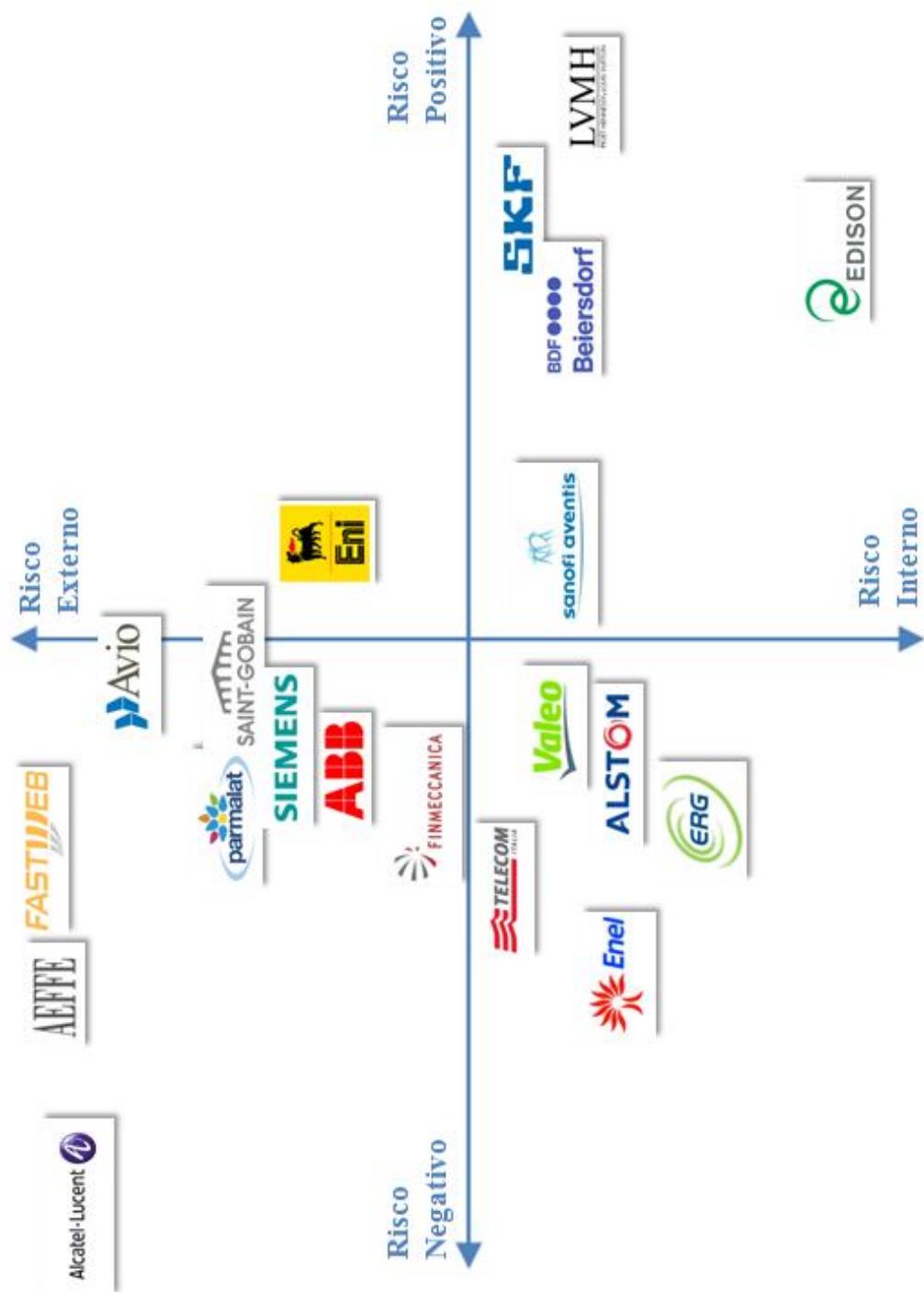
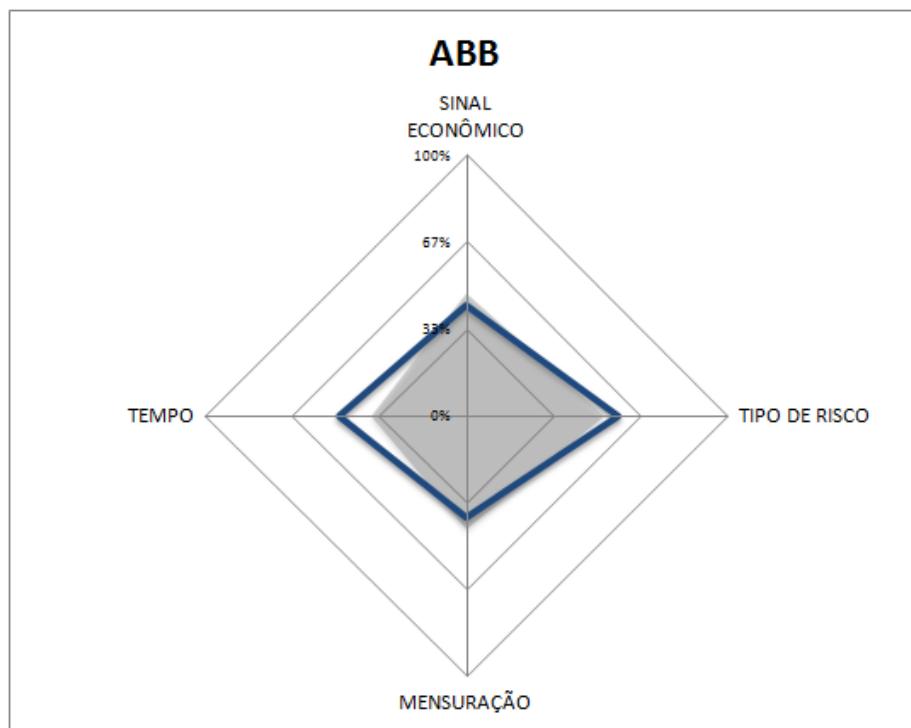


Figura 5.3.2 – Gráfico de percepções

Fonte: própria

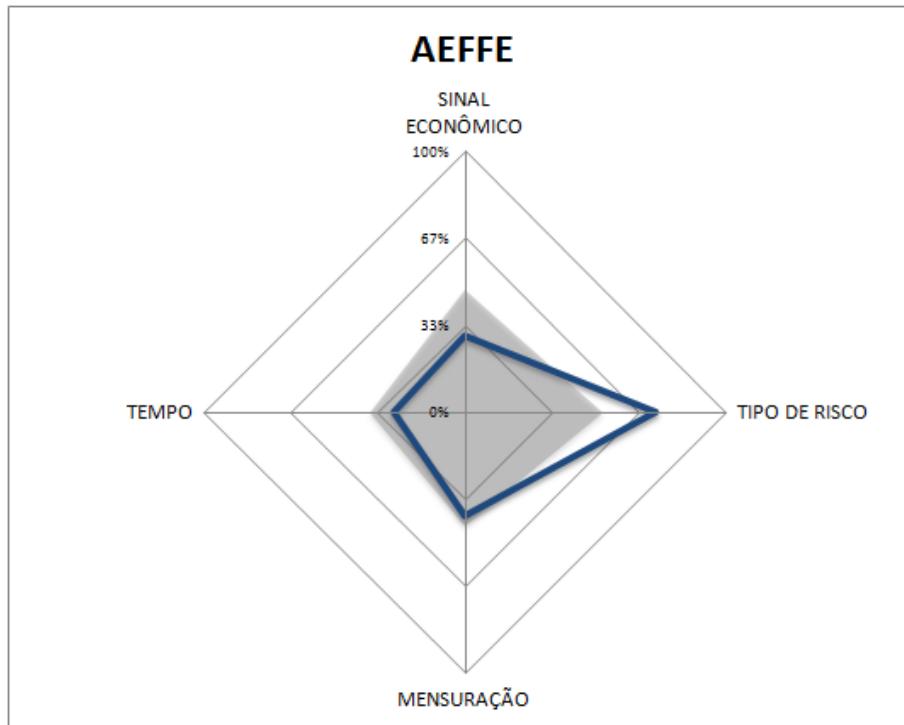
Resultados de Cada Empresa



Lista de palavras-chave da ABB

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
habilidade	habil	24%
custo	cust	20%
risco	risco	15%
crescimento	cresc	15%
mudar	muda	15%
perda	perd	15%
externo	externo	14%
habilidade	habil	14%
redução	redu	8%
crédito	credit	8%
exposição	exposição	8%
propriedade	proprie	8%
incerteza	incert	7%
interesse	interess	5%
expectativa	expectativa	5%

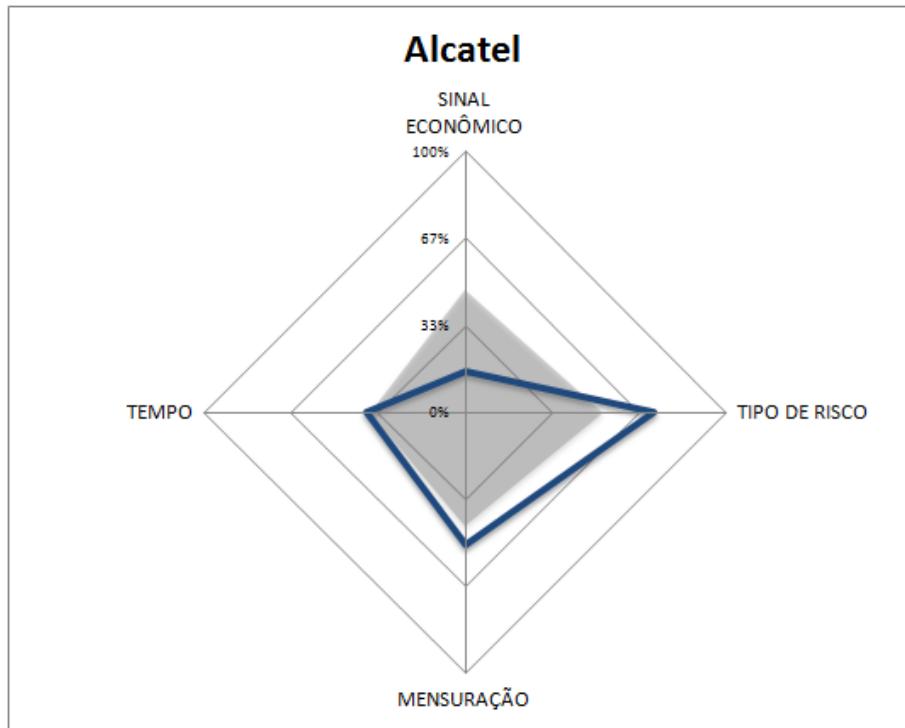
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	5%
--	-----------



Lista de palavras-chave da AEFFE

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	23%
crescimento	cresc	17%
mudar	muda	13%
custo	cust	13%
redução	redu	10%
capacidade	capa	10%
propriedade	proprie	10%
impacto	impacto	7%
efeito	efeito	7%
habilidade	habil	7%
hedge	hedge	3%
externo	externo	3%
expectativa	expectativa	3%
aquisição	aquisiç	3%
crédito	credit	3%

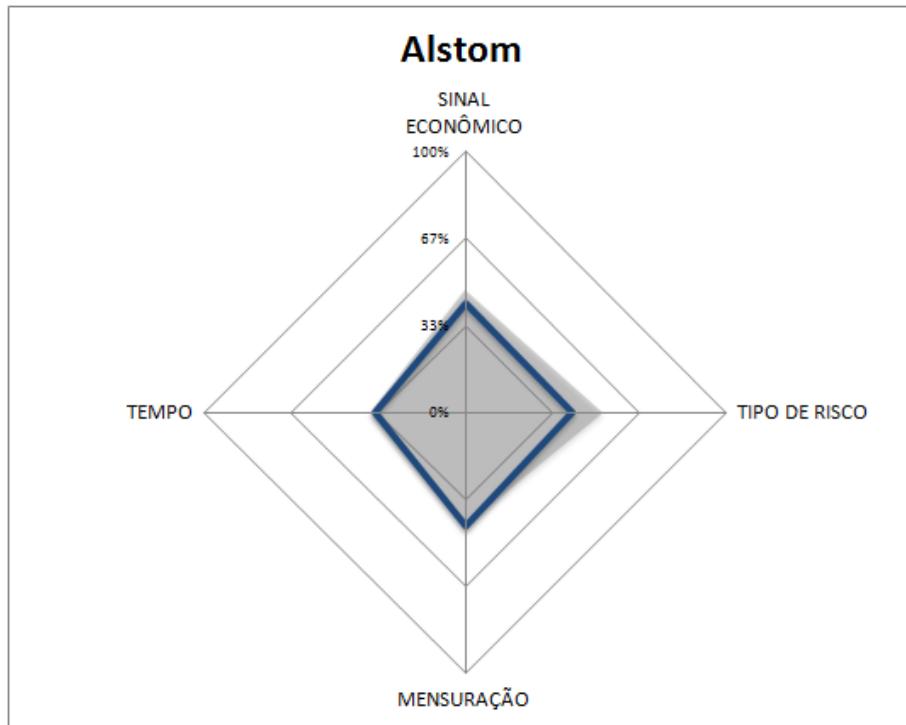
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	13%
--	------------



Lista de palavras-chave da Alcatel

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
impacto	impacto	24%
capacidade	capa	19%
dívida	dívida	18%
crescimento	cresc	16%
interesse	interess	15%
hedge	hedge	15%
crédito	credit	15%
estimar	estim	13%
mudar	muda	11%
custo	cust	11%
derivativo	deriva	11%
risco	risco	10%
aquisição	aquisiç	8%
variação	vari	8%
moeda	moeda	6%

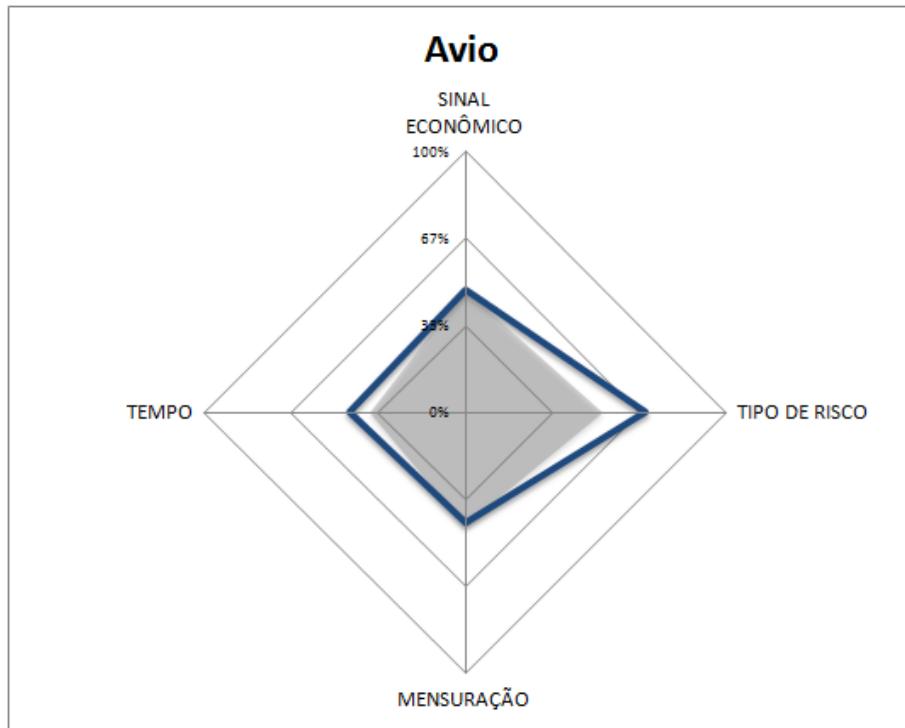
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	5%
--	-----------



Lista de palavras-chave da Alstom

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
hedge	hedge	21%
risco	risco	17%
perda	perd	15%
exposição	exposição	14%
moeda	moeda	14%
impacto	impacto	11%
interesse	interess	9%
aquisição	aquisiç	8%
custo	cust	8%
dívida	dívida	8%
derivativo	deriva	6%
crédito	credit	6%
efeito	efeito	6%
estimar	estim	6%
garantia	garant	6%

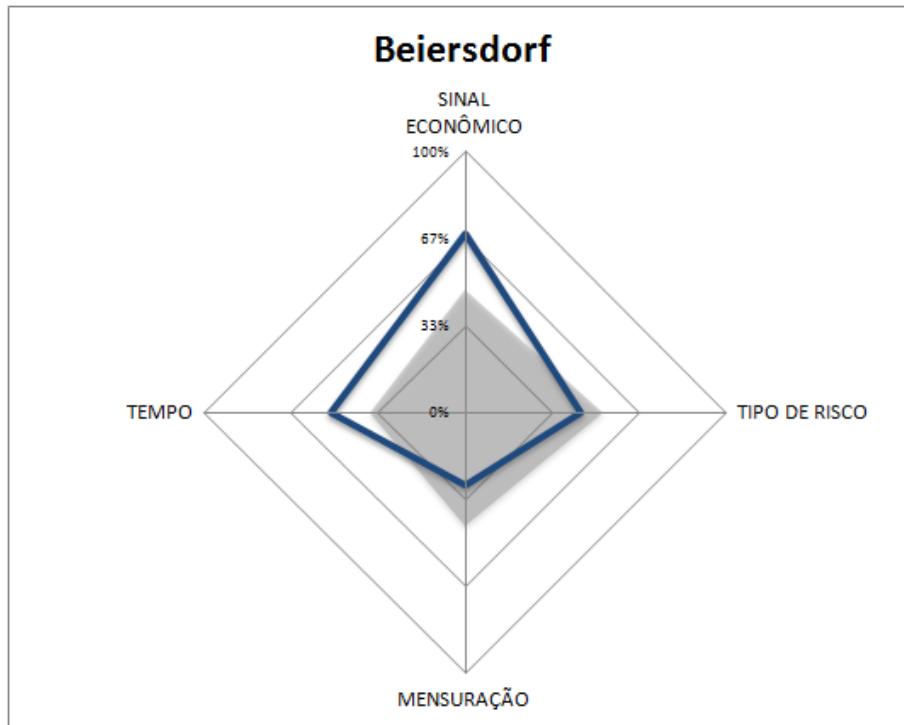
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	11%
--	------------



Lista de palavras-chave da Avio

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
crescimento	cresc	31%
impacto	impacto	19%
expectativa	expectativa	15%
risco	risco	12%
afetar	afet	12%
aquisição	aquisiç	9%
custo	cust	9%
redução	redu	9%
moeda	moeda	9%
efeito	efeito	9%
estimar	estim	9%
futuro	futuro	6%
influência	influenc	6%
interesse	interess	4%
externo	externo	4%

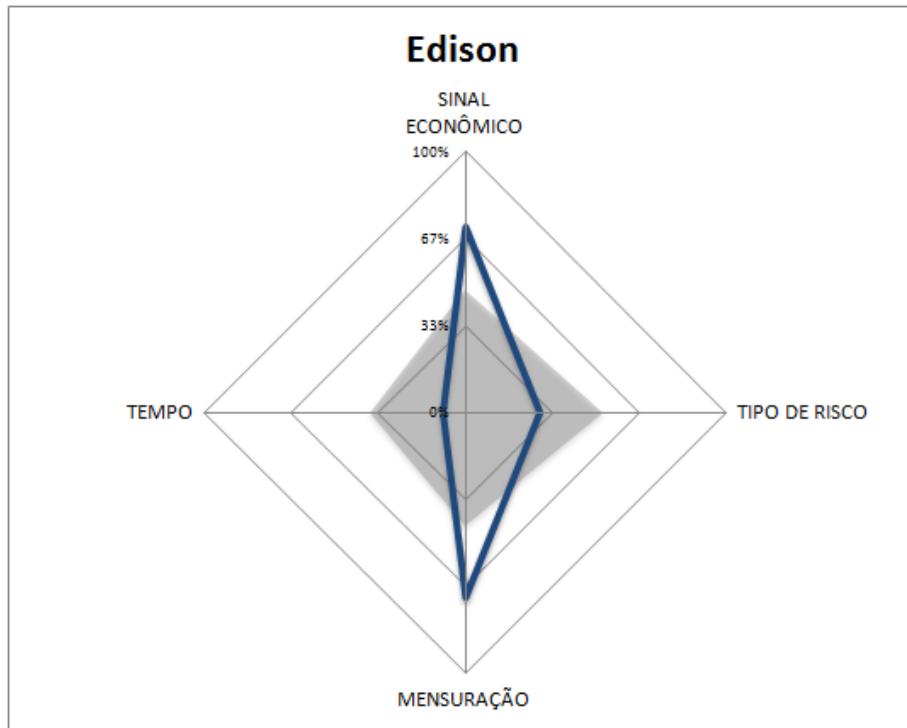
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	6%
--	----



Lista de palavras-chave da Beiersdorf

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	22%
crescimento	cresc	22%
capacidade	capa	22%
expectativa	expectativa	17%
propriedade	proprie	17%
mudar	muda	11%
aquisição	aquisiç	11%
efeito	efeito	11%
oportunidade	oportunidade	11%
possível	possi	11%
interesse	interess	8%
externo	externo	8%
moeda	moeda	8%
futuro	futuro	8%
prever	prev	8%

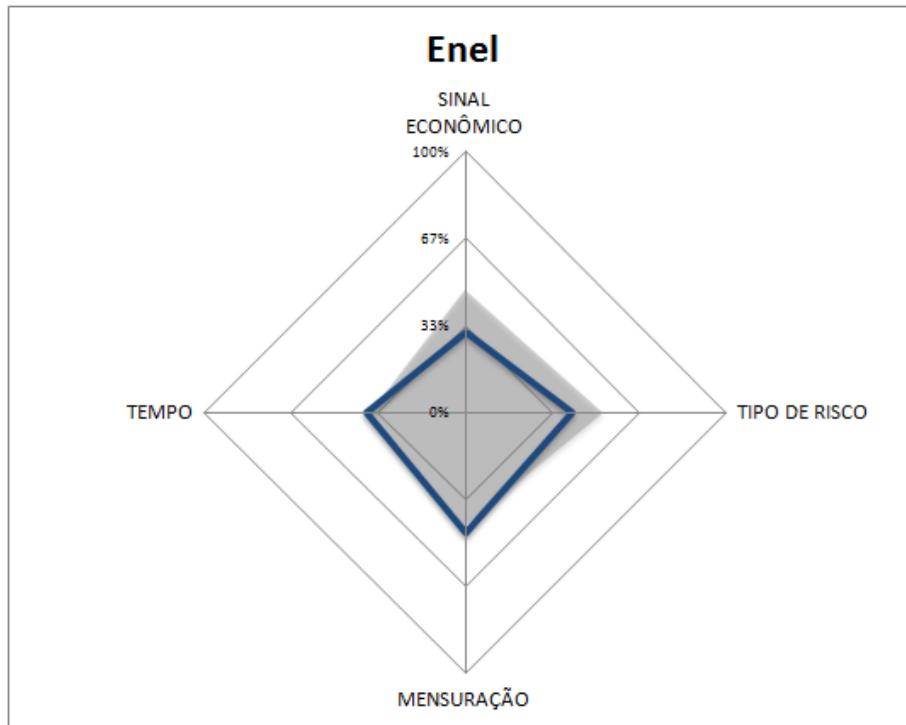
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	8%
--	----



Lista de palavras-chave da Edison

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	39%
capacidade	capa	34%
mudar	muda	20%
interesse	interess	20%
exposição	exposição	18%
propriedade	proprie	18%
hedge	hedge	16%
derivativo	deriva	14%
crédito	credit	11%
dívida	dívida	11%
impacto	impacto	11%
variação	vari	11%
crescimento	cresc	9%
habilidade	habil	7%
acordo	acord	7%

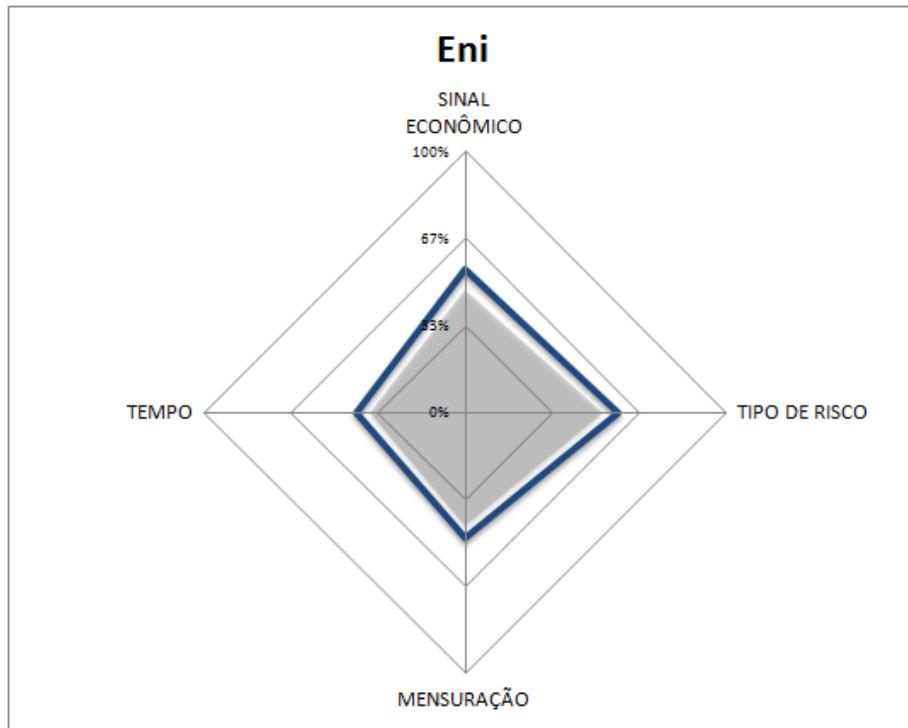
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	11%
--	------------



Lista de palavras-chave da Enel

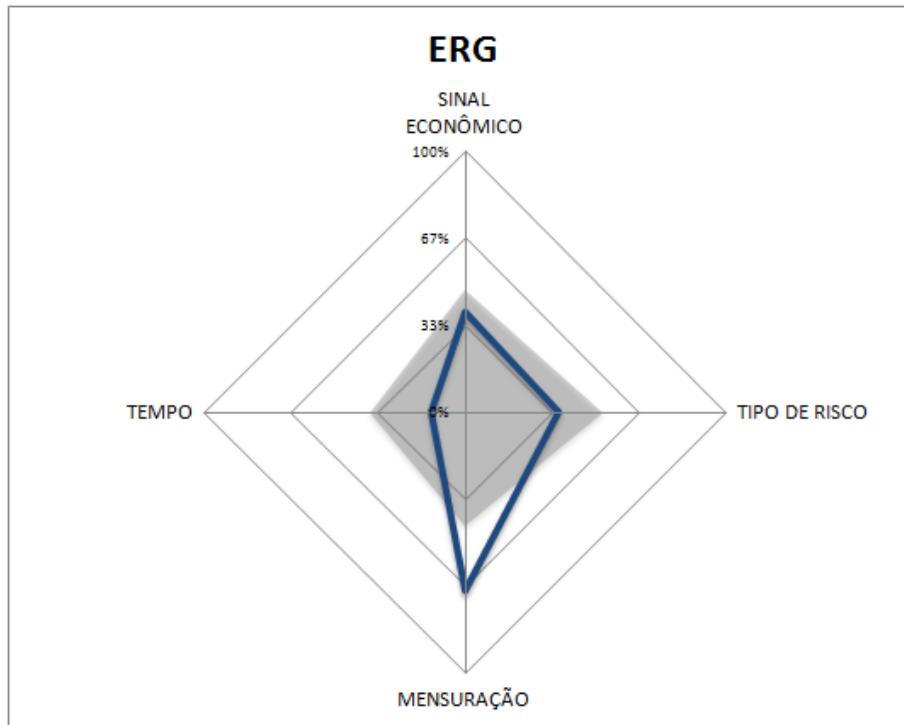
PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	32%
mudar	muda	29%
crescimento	cresc	20%
aquisição	aquisiç	18%
impacto	impacto	16%
exposição	exposição	14%
capacidade	capa	14%
interesse	interess	14%
derivativo	deriva	13%
custo	cust	11%
redução	redu	11%
variação	vari	9%
dívida	dívida	8%
habilidade	habil	8%
afetar	afet	8%

<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	8%
--	-----------



Lista de palavras-chave da Eni

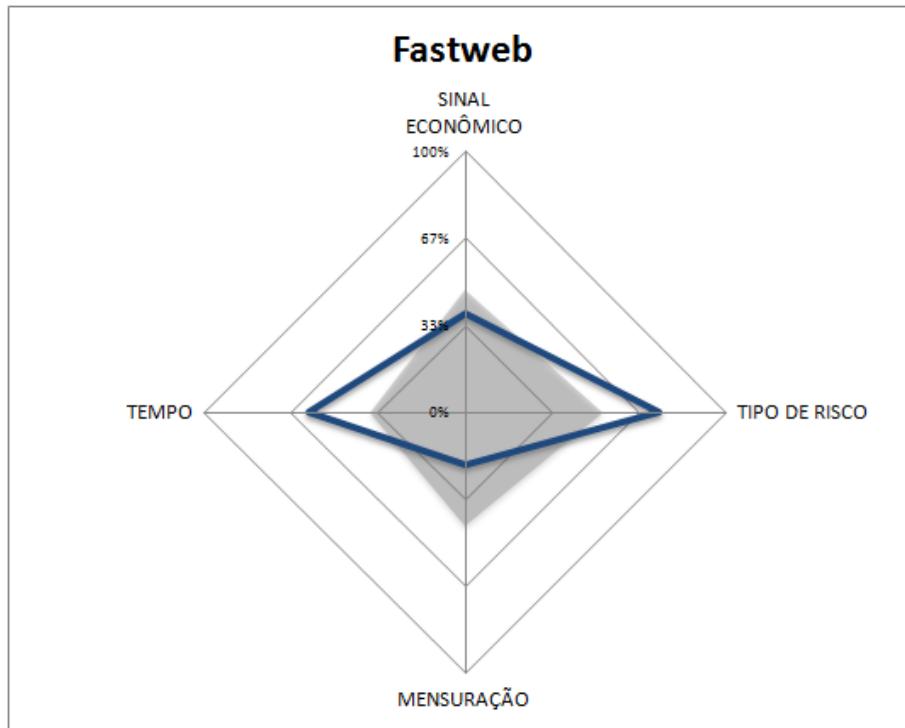
PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	27%
capacidade	capa	16%
crescimento	cresc	16%
aquisição	aquisiç	15%
mudar	muda	13%
impacto	impacto	13%
expectativa	expectativa	13%
externo	externo	12%
interesse	interess	9%
habilidade	habil	9%
cobrar	cobr	9%
custo	cust	8%
derivativo	deriva	7%
exposição	exposição	7%
provisão	provis	5%
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>		7%



Lista de palavras-chave da ERG

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	31%
capacidade	capa	27%
mudar	muda	21%
interesse	interess	18%
habilidade	habil	15%
impacto	impacto	13%
hedge	hedge	10%
derivativo	deriva	10%
swap	swap	10%
variação	vari	10%
provisão	provis	9%
crescimento	cresc	7%
redução	redu	7%
efeito	efeito	7%
empréstimo	emprest	7%

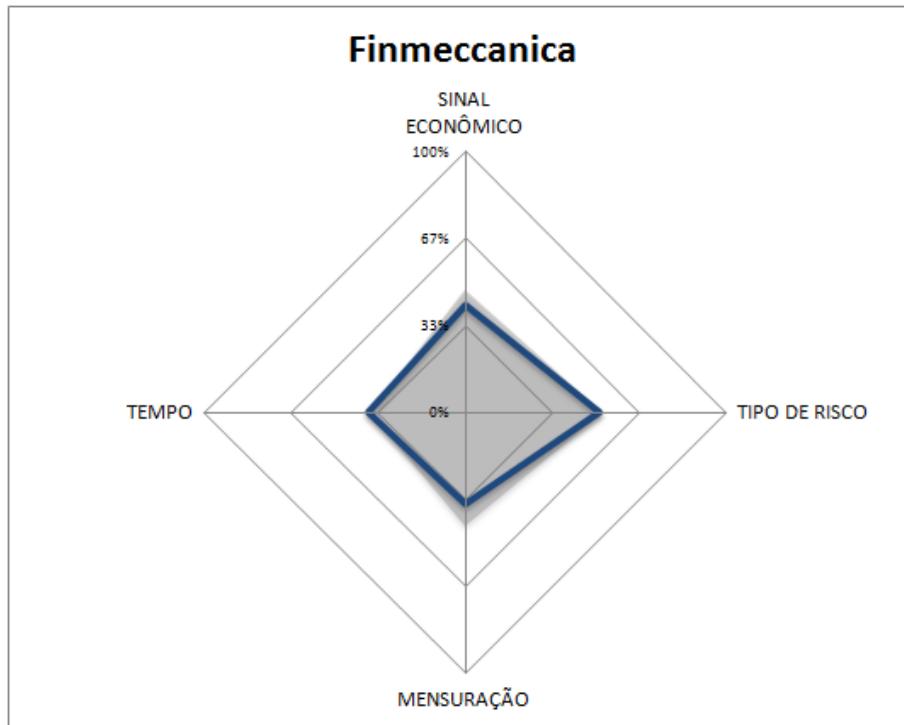
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	9%
--	-----------



Lista de palavras-chave da Fastweb

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
crescimento	cresc	27%
risco	risco	21%
capacidade	capa	21%
habilidade	habil	12%
mudar	muda	9%
redução	redu	9%
provisão	provis	9%
prever	prev	9%
possível	possi	9%
custo	cust	6%
aquisição	aquisiç	6%
crédito	credit	6%
derivativo	deriva	6%
futuro	futuro	6%
cobrar	cobr	6%

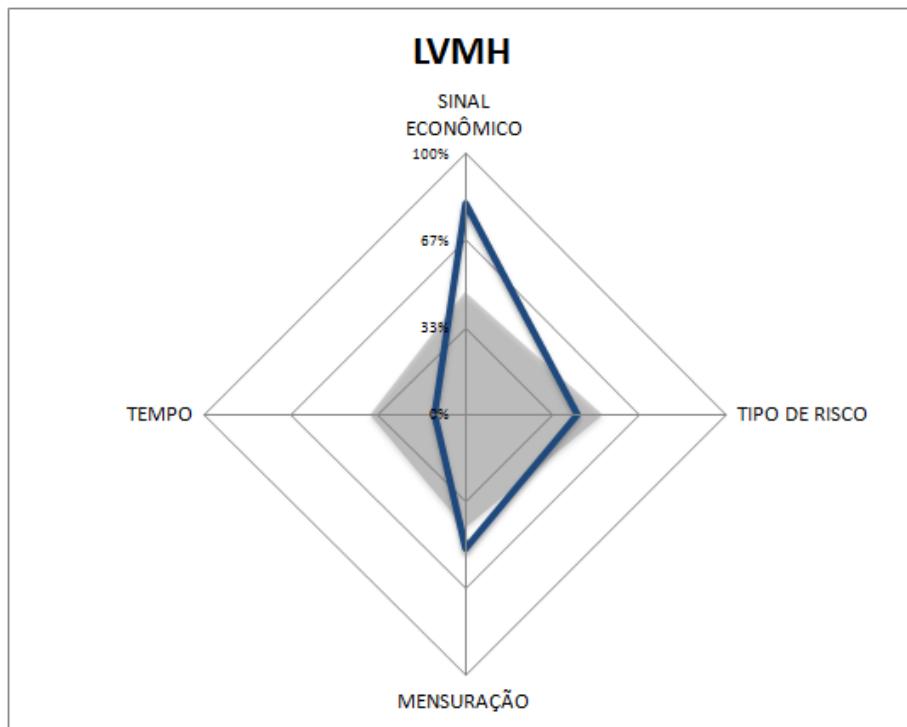
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	6%
--	-----------



Lista de palavras-chave da Finmeccanica

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	31%
capacidade	capa	26%
mudar	muda	18%
crescimento	cresc	16%
aquisição	aquisiç	16%
habilidade	habil	15%
impacto	impacto	15%
efeito	efeito	14%
interesse	interess	14%
custo	cust	12%
exposição	exposição	11%
redução	redu	9%
expectativa	expectativa	9%
externo	externo	9%
hedge	hedge	9%

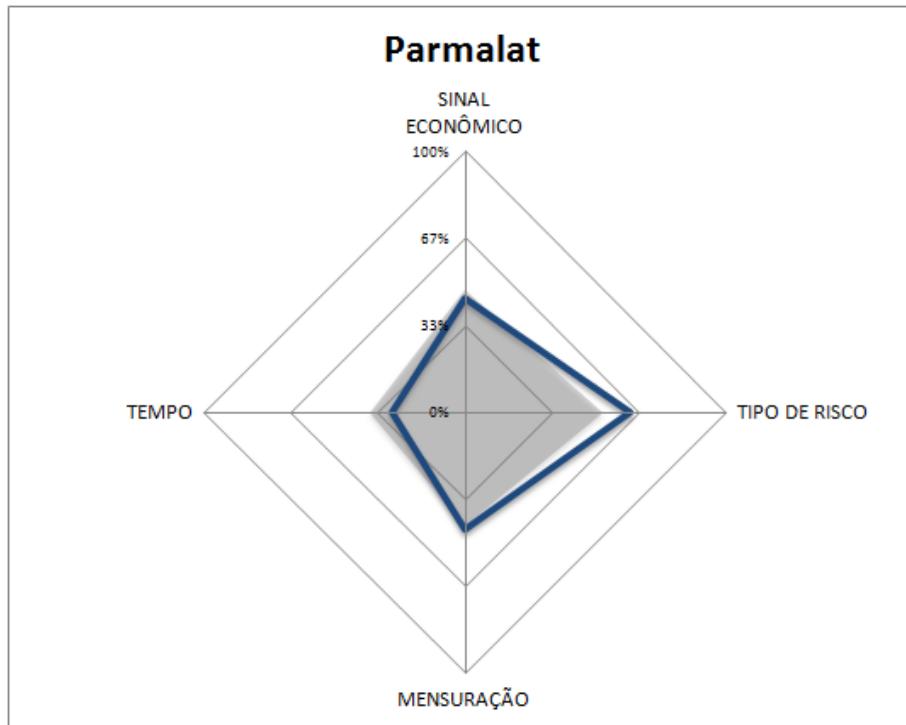
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	9%
--	----



Lista de palavras-chave da LVMH

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
crescimento	cresc	25%
impacto	impacto	22%
capacidade	capa	22%
mudar	muda	19%
aquisição	aquisiç	19%
habilidade	habil	14%
externo	externo	11%
custo	cust	8%
interesse	interess	8%
efeito	efeito	8%
propriedade	proprie	8%
redução	redu	6%
moeda	moeda	6%
dívida	dívida	6%
afetar	afet	6%

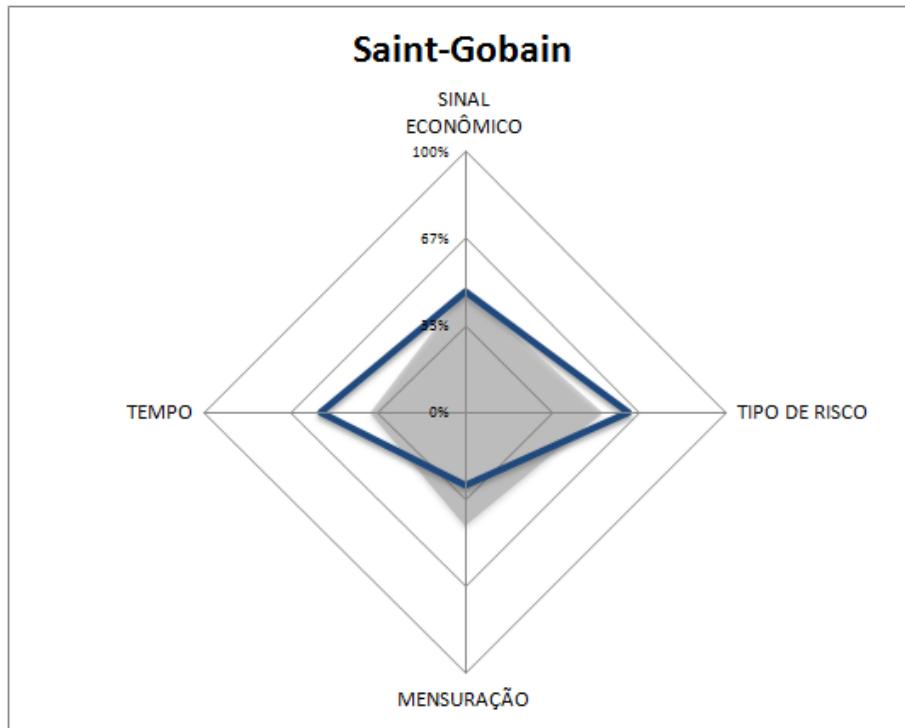
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	8%
--	-----------



Lista de palavras-chave da Parmalat

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	19%
mudar	muda	18%
capacidade	capa	16%
habilidade	habil	14%
acordo	acord	12%
possível	possi	12%
exposição	exposição	11%
crédito	credit	11%
provisão	provis	8%
crescimento	cresc	7%
preocupar	preocup	5%
redução	redu	5%
futuro	futuro	5%
impacto	impacto	5%
hedge	hedge	5%

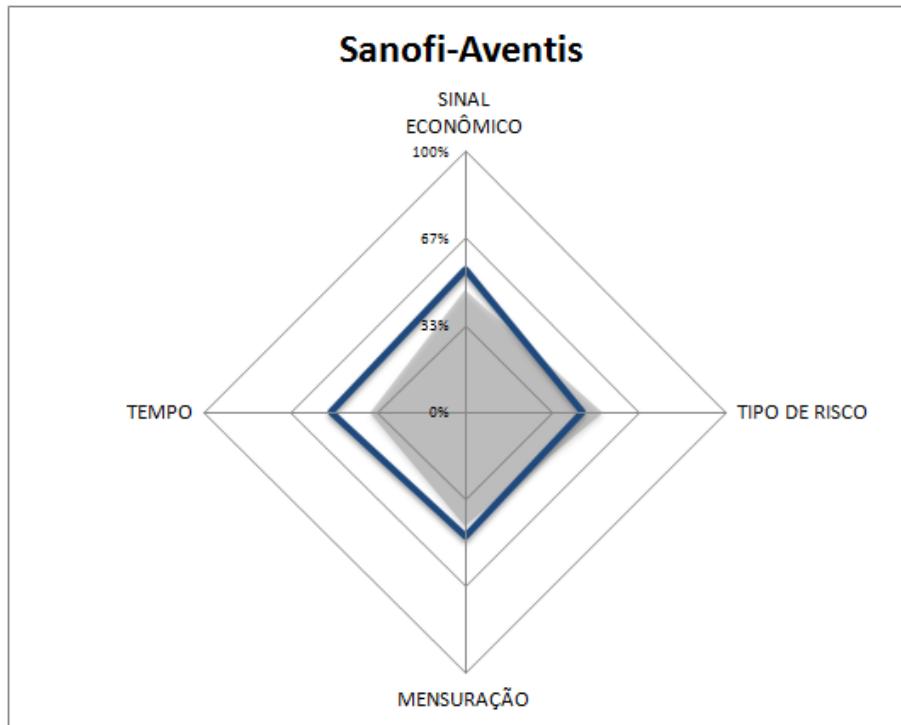
Ocorrências sem nenhuma palavra-chave	23%
---------------------------------------	-----



Lista de palavras-chave da Saint-Gobain

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	45%
exposição	exposição	22%
capacidade	capa	19%
mudar	muda	17%
redução	redu	17%
efeito	efeito	16%
externo	externo	20%
crescimento	cresc	14%
custo	cust	14%
futuro	futuro	11%
garantia	garant	11%
afetar	afet	9%
dívida	dívida	8%
habilidade	habil	8%
crédito	credit	8%

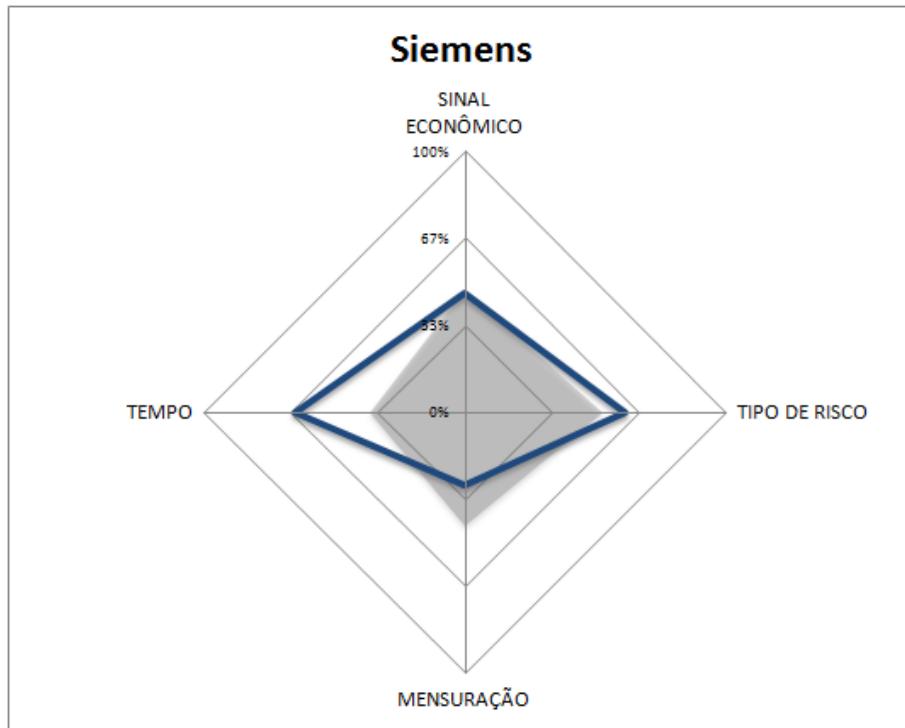
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	3%
--	-----------



Lista de palavras-chave da Sanofi-Aventis

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	28%
capacidade	capa	25%
afetar	afet	22%
mudar	muda	20%
externo	externo	16%
crescimento	cresc	14%
habilidade	habil	14%
propriedade	proprie	13%
efeito	efeito	13%
moeda	moeda	13%
custo	cust	12%
interesse	interess	12%
redução	redu	10%
futuro	futuro	10%
seguro	segur	9%

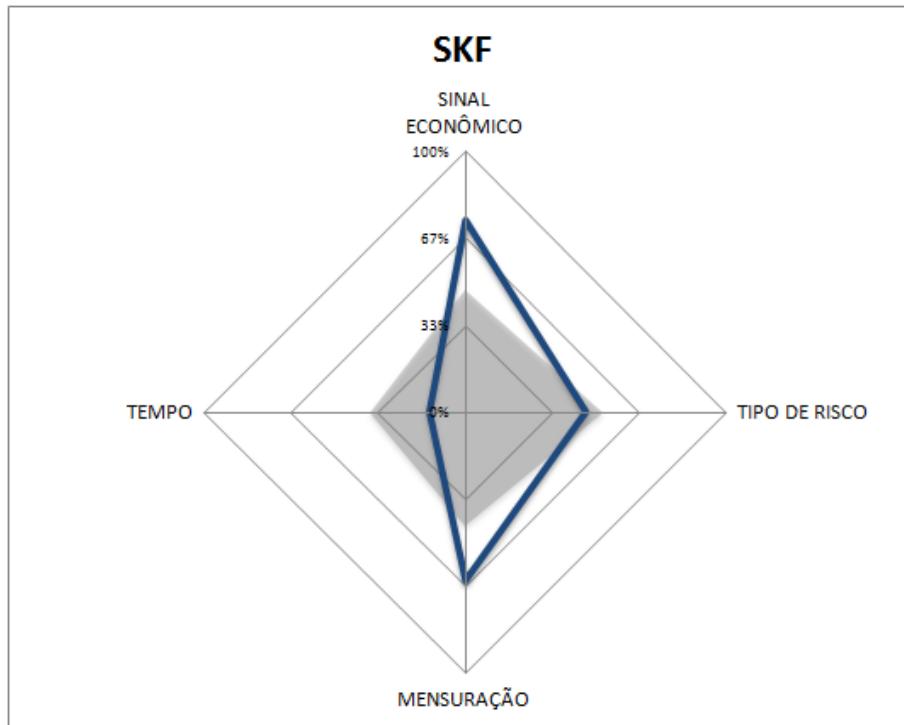
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	10%
--	------------



Lista de palavras-chave da Siemens

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	22%
habilidade	habil	20%
crescimento	cresc	17%
capacidade	capa	15%
mudar	muda	14%
custo	cust	14%
impacto	impacto	12%
afetar	afet	11%
expectativa	expectativa	9%
futuro	futuro	9%
crédito	credit	8%
efeito	efeito	8%
fusão	fus	8%
dívida	dívida	6%
redução	redu	5%

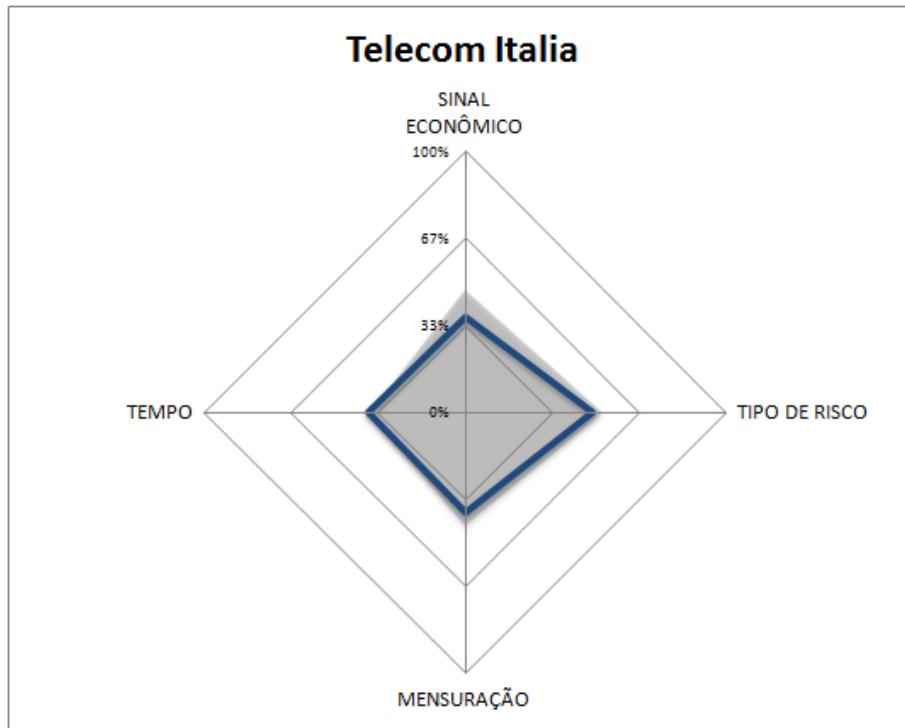
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	9%
--	-----------



Lista de palavras-chave da SKF

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
efeito	efeito	29%
crescimento	cresc	24%
redução	redu	20%
moeda	moeda	20%
mudar	muda	18%
capacidade	capa	18%
custo	cust	14%
interesse	interess	12%
exposição	exposição	12%
afetar	afet	12%
risco	risco	10%
aquisição	aquisiç	10%
externo	externo	8%
emprestimo	emprest	8%
propriedade	proprie	8%

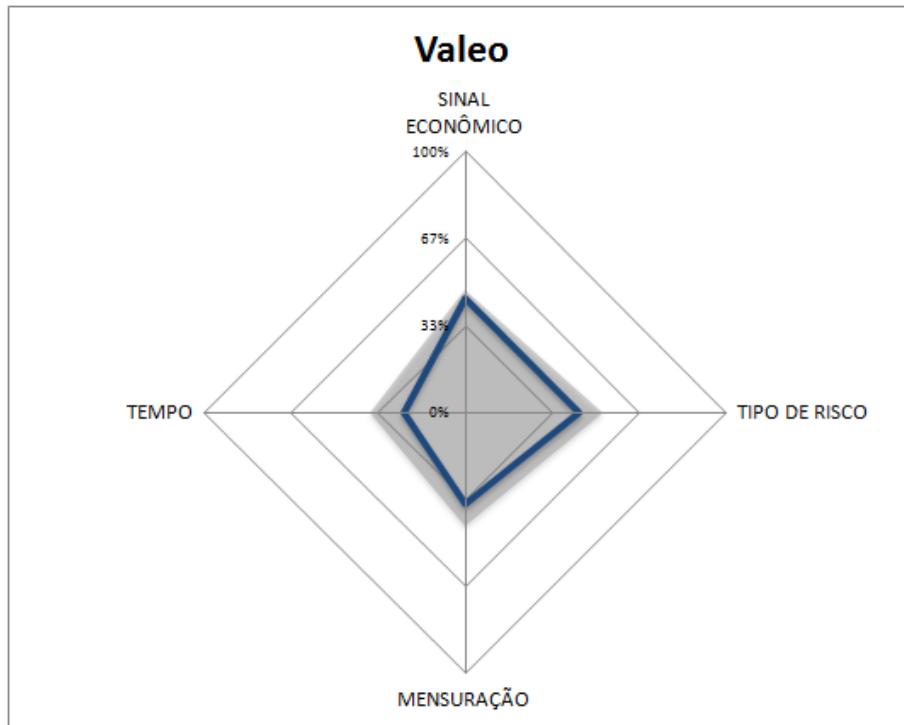
<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	4%
--	-----------



Lista de palavras-chave da Telecom Italia

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	24%
mudar	muda	23%
capacidade	capa	22%
efeito	efeito	21%
dívida	dívida	19%
interesse	interess	18%
derivativo	deriva	18%
afetar	afet	13%
redução	redu	10%
impacto	impacto	9%
hedge	hedge	9%
expectativa	expectativa	9%
habilidade	habil	9%
variação	vari	8%
provisão	provis	8%

<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	10%
--	------------



Lista de palavras-chave da Valeo

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	OCORRÊNCIA
risco	risco	38%
externo	externo	17%
impacto	impacto	14%
redução	redu	14%
custo	cust	12%
exposição	exposição	12%
mudar	muda	10%
afetar	afet	10%
seguro	segur	10%
habilidade	habil	10%
provisão	provis	9%
possível	possi	9%
capacidade	capa	9%
interesse	interess	7%
expectativa	expectativa	7%

<i>Ocorrências sem nenhuma palavra-chave</i>	1%
--	-----------

Lista de Palavras-Chave

Tabela 5.3.1 – Lista completa de palavras-chave

PALAVRA-CHAVE	RADICAL	PALAVRA-CHAVE	RADICAL
acidente	accident	futuro	futuro
acordo	acord	garantia	garant
afetar	afet	abilidade	habil
ameaça	ameaç	hedge	hedge
aquisição	aquisiç	impacto	impacto
arriscar	arrisc	incerteza	incert
aviso	avis	indicar	indi
benefício	benefíci	influência	influenc
capacidade	Capa	interesse	interess
chance	chance	joint venture	joint venture
cobrar	cobr	liquidez	liquidez
comprar	compr	moeda	moeda
concessão	conce	mudar	muda
contigência	contigên	ocorrência	ocorr
crédito	credit	oportunidade	oportunidade
crescimento	cresc	passado	passado
custo	cust	perda	perd
decrecer	decresc	perigo	perigo
default	default	possível	possi
derivativo	deriva	prêmio	premi
dever	dev	preocupar	preocup
disposal	dispos	prever	prev
dívida	dívida	probabilidade	probabilidade
efeito	efeito	propenso	propens
empréstimo	emprest	propriedade	proprie
estimar	estim	provável	prováve
expectativa	expectativa	provisão	provis
exposição	exposição	redução	redu
externo	externo	resultar	result
flutuar	flutu	risco	risco
força	força	seguro	segur
fraqueza	fra	swap	swap
fusão	fus	variação	vari

Fonte: própria