

A EVOLUÇÃO RECENTE DA TRANSPARÊNCIA DOS FATORES DE RISCO NAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE TELECOMUNICAÇÕES

RECENT DEVELOPMENTS OF RISK DISCLOSURE FACTORS
IN ACCOUNTING INFORMATION: AN ANALYSIS OF BRAZILIAN
TELECOMMUNICATIONS COMPANIES

RICARDO LOPES CARDOSO

*Doutorando em Contabilidade e Controladoria pela FEA-USP.
Professor de graduação e pós-graduação da PUC-Campinas.
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 – FEA 3 –
São Paulo – SP – CEP 05508-900
E-mail: ricardo.cardoso@consulcamp.com.br*

OCTAVIO RIBEIRO DE MENDONÇA NETO

*Doutorando em Contabilidade e Controladoria pela FEA-USP.
Professor de graduação e pós-graduação da Universidade Metodista de São Paulo.
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 – FEA 3 –
São Paulo – SP – CEP 05508-900
E-mail: octaviomendonca@aol.com*

EDSON LUIZ RICCIO

*Doutor em Administração pela FEA-USP
Professor Livre-Docente do Departamento de Contabilidade
da FEA Universidade de São Paulo USP.
Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 – FEA 3 –
São Paulo – SP – CEP 05508-900
E-mail: elriccio@usp.br*

RESUMO

A crescente volatilidade dos mercados a partir da década de 1970 suscitou grande interesse pelos riscos financeiros, mas atualmente a visão é mais abrangente e se tem discutido muito sobre o gerenciamento global dos riscos, e não apenas quanto aos riscos financeiros. Esta também tem sido uma preocupação das agências reguladoras do mercado de capitais, principalmente o FASB e a SEC, que instituíram normas específicas para a divulgação de informações sobre riscos financeiros e não financeiros como forma de aperfeiçoar a transparência do mercado.

O objetivo deste artigo é avaliar o grau de transparência com que as informações sobre riscos financeiros e não financeiros foram abordadas nos relatórios contábeis denominados 20-F das empresas de telecomunicações nos anos 2000 e 2001. Essas informações vêm sendo divulgadas e são uma contribuição para a eficiência do mercado conforme conceituada por Fama (1970).

O estudo é predominantemente exploratório e utiliza como metodologia a análise documental, com leitura dos relatórios contábeis das empresas selecionadas, classificação dos fatores de riscos segundo os conceitos de Jorion (2000) e análise dos dados baseada na classificação dos fatores de riscos conforme o seu nível de informação, isto é, o grau de evidência do risco e principalmente os possíveis impactos em relação ao futuro do negócio.

As considerações deste artigo, embora parciais, podem nos levar à reflexão sobre as diferenças de qualidade na divulgação dos riscos financeiros e não financeiros, bem como à discussão sobre os aspectos culturais e estratégicos que levam os administradores a tomar decisões diferentes sobre a divulgação desses fatores de riscos, além da comprovação da contribuição para a eficiência do mercado.

PALAVRAS-CHAVE

Transparência; Fatores de risco; Eficiência do mercado; Volatilidade.

ABSTRACT

The growing volatility of markets as of the 1970's raised great interest in financial risks. However, global risk management has hardly been addressed at the present time. That has been a concern on the part of capital markets regulatory agencies as well, Fasn and SEC in particular, which have set forth specific regulations for the disclosure of information on financial and non-financial risks as a way to improve market disclosure.

The purpose of this paper is to assess the disclosure level of financial and non-financial risks information as addressed by the 20-F accounting statements of Telecommunications companies in the year 2000 and 2001. The ongoing disclosure of such information is a contribution for market effectiveness as defined by Fama (1970).

The present study is predominantly exploratory, based on documental analysis methodology, and involves the reading of accounting statements of selected companies, risk factors classification after Jorion (2000), and data analysis based on risk factors according to information level classification, which is to say risk evidence level, particularly the impacts that are likely to affect the future of business.

Although partial, the assumptions found in this article may lead to some reflection on financial and non-financial disclosure quality differences, as well as to a discussion on the cultural and strategic aspects that lead business administrators to distinctive decisions when faced with disclosure of risk factors, in addition to the relevance of risk disclosure as contributor for market effectiveness.

KEYWORDS

Disclosure; Risk factors; Market effectiveness; Volatility.

1 INTRODUÇÃO

As profundas transformações ocorridas na economia e no mercado financeiro na década de 1970 – principalmente após o rompimento do acordo de Bretton Woods e a queda do mercado de ações em outubro de 1964 – despertaram o interesse dos investidores pela análise do risco, particularmente pelas pesquisas desenvolvidas por Markowitz na década de 1950. A partir de então, diversas técnicas foram desenvolvidas, merecendo destaque a VAR (*Value At Risk*), amplamente utilizada pelos participantes do mercado financeiro e pelos bancos centrais de diversos países no momento, inclusive no Brasil.

O *Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance* define com clareza o sentido com que o termo *risco* é empregado neste artigo:

Risco pode simplesmente ser definido como exposição à mudança. É a probabilidade de que algum evento futuro ou conjunto de eventos ocorra. Portanto, a análise do risco envolve a identificação de mudanças potenciais adversas e do impacto esperado como resultado na organização (PAXSON e WOOD, 1998:159).

Na década de 1970, Fama (1970), em um artigo intitulado *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, analisou a *Efficient Markets Hypothesis – EHM* (Hipótese de Eficiência dos Mercados – HEM), hipótese esta posteriormente confirmada por diversos estudos empíricos com enfoque nas formas de eficiência fraca e semiforte.

Embora a maioria das pesquisas sobre riscos tenha se restringido aos mercados financeiros, alguns autores como Jorion (2000) e Caouette, Altman e Narayanan (2000), entre outros, já evidenciaram a necessidade de se ampliar o conceito de gerenciamento de risco em empresas não financeiras. Segundo Jorion (2000), essa preocupação decorre do fato de que, uma vez quantificados e gerenciados os riscos de crédito e de mercado, o risco financeiro tende a se espalhar para outras áreas nas quais não é avaliado. O gerenciamento integrado de risco teria ainda como vantagens adicionais a redução da volatilidade dos lucros e a redução dos custos de *hedge* (JORION, 2000:467).

De fato, recentemente tem se observado uma preocupação crescente, por parte dos administradores, com o gerenciamento integrado do risco global das corporações que dirigem. Essa preocupação também é manifestada pelas agências reguladoras do mercado de capitais por meio da instituição de normas específicas para divulgação de informações sobre riscos financeiros e não financeiros, aperfeiçoar a transparência do mercado e, em conseqüência, sua eficiência. Essa preocupação acentuou-se depois dos acontecimentos de 11 de setembro de 2001 nos Estados Unidos e da constatação de um grande número de fraudes contábeis em corporações norte-americanas e européias.

O objetivo deste artigo é avaliar se a forma como os fatores de risco vêm sendo apresentados permite uma estimativa correta das perdas potenciais à que as empresas estão expostas. Essa avaliação será feita mediante informações divulgadas pelas próprias empresas. Dessa forma, espera-se contribuir para que o mercado se aproxime da eficiência. O artigo pretende ainda avaliar – por meio de uma análise comparativa dos dados de 2000 e 2001 – a existência ou não de evolução, sob o aspecto dos fatores de risco, na transparência das demonstrações financeiras das empresas em pauta

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

No passado, a preocupação dos administradores com relação ao risco limitava-se a certos eventos indesejáveis que pudessem causar danos a ativos físicos, tais como fogo, roubo, intempéries e outros sinistros acidentais. Mais recentemente, em virtude do aumento da volatilidade dos mercados, o escopo ampliou-se e passou a incluir – entre outros aspectos – a exposição das posições de tesouraria ao risco de mercado, a exposição ao risco de crédito, o risco no suprimento de insumos, o impacto das inovações tecnológicas, a perda de capital intelectual, os controles ambientais etc. A preocupação passa a ser olhar sistematicamente para problemas eventuais e salvaguardar-se minimizando efeitos danosos por meio de ferramentas adequadas.

Com essa ampliação, as grandes corporações começaram a preocupar-se com a estruturação de uma administração integrada desses riscos, utilizando ferramentas capazes não só de mensurá-los, mas também de gerenciá-los. Sob esse aspecto, a metodologia do VAR vem apresentando alguns avanços importantes.

Por outro lado, as agências reguladoras passaram também a exigir uma maior transparência na divulgação e quantificação dos fatores de risco com o intuito de tornar os mercados mais eficientes.

3 A GESTÃO INTEGRADA DO RISCO

Jorion (2000:467) discute a necessidade de uma gestão integrada de risco. Segundo ele, “um sistema ideal de gerenciamento de risco deveria ser capaz de propiciar uma visão completa dos riscos gerais da firma”. Entre as vantagens de um sistema desta natureza, esse autor cita a possibilidade da estabilidade dos lucros – cuja grande volatilidade vem aumentando muito nos últimos anos – e a exploração da potencial redução dos custos de *hedge*. Com relação a este último aspecto, se os diversos tipos de riscos enfrentados pela empresa não forem correlacionados, uma abordagem global possibilitaria que o *hedge* fosse realizado apenas em relação ao risco líquido, evitando-se as coberturas desnecessárias que ocorrem quando os riscos são tratados individualmente.

Jorion (2000:469) classifica os riscos enfrentados pela empresa em dois grandes grupos:

- Riscos Vinculados ao Negócio (*Business Risk*): risco de produto, risco macroeconômico e risco tecnológico.
- Riscos Não Vinculados ao Negócio (*Nonbusiness Risk*): riscos de evento (legal, reputação, desastre e regulamentação e político) e riscos financeiros (mercado, crédito, liquidez e operacional).

Os riscos vinculados ao negócio constituem a competência requerida para qualquer empreendimento e são específicos a cada tipo de empresa. Uma análise detalhada desse tipo de risco pode ser encontrada nas obras de Porter (1986).

Ainda seguindo a abordagem de Jorion (2000), cabem alguns comentários sobre os riscos de evento negativos, ou seja, aqueles que estão fora do controle da organização. Alguns são transferíveis e, portanto, podem ser segurados.

- Risco Legal: reflete a possibilidade de perdas decorrentes do fato de que os contratos podem não ser legalmente executáveis ou estar incorretamente documentados.
- Risco de Reputação: pode ser visualizado como as perdas monetárias que se seguem à perda de reputação de uma organização. Este risco é particularmente importante no caso das instituições financeiras, em que a confiança do mercado financeiro é fundamental.
- Risco de Desastre: decorre de desastres naturais e pode ser segurado. Seu efeito pode ser minimizado por meio de planos de contingência ou sistemas de *back-up*
- Risco Político e de Regulamentação: o risco político decorre de mudanças promovidas pelas autoridades políticas que podem afetar a maneira como a organização conduz seus negócios. Já o risco de regulamentação está relacionado a mudanças nos regulamentos vigentes ou em sua interpretação.

Sobre os riscos financeiros a literatura é abundante, merecendo destaque a obra do próprio Jorion (2000). Todavia, algum esclarecimento faz-se necessário em relação ao risco operacional.

Segundo a abordagem desse autor, o risco operacional é o risco de perdas diretas ou indiretas resultantes da falha ou da inadequação de processos, sistemas ou pessoas. Esses riscos podem ainda ser subdivididos em:

- Risco de Transação: é aquele que resulta de erros no processamento das transações do negócio.
- Risco de Controle Operacional: é aquele relacionado à quebra de controles das atividades, notadamente no que se refere à realização de transações não autorizadas.
- Risco de Sistema: é aquele relacionado a erros ou falhas nos sistemas de suporte.

4 **A DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES E SUA CONTRIBUIÇÃO PARA A EFICIÊNCIA DOS MERCADOS**

O presente artigo aborda a importância da divulgação das informações relativas à gestão integrada de risco nas corporações não financeiras para o

mercado de capitais. Embora alguns autores contestem a importância atual da hipótese de eficiência dos mercados e sugiram uma abordagem alternativa por meio do estudo sobre o que denominam finança comportamental (SHLEIFER, 2000), estudos empíricos recentes enfatizam a importância da divulgação de informações para a eficiência do mercado no sentido conceituado por Fama (1970:38), ou seja:

[...] um mercado no qual as firmas podem tomar decisões de produção e investimento, e investidores podem escolher entre ações que representam propriedade de firmas sob a assunção de que o preço das ações refletem integralmente, a qualquer tempo, todas as informações disponíveis. Um mercado no qual os preços sempre refletem informações disponíveis é chamado de *eficiente*.

Sengupta (1998) evidencia que as firmas consideradas por analistas financeiros de maior qualidade em termos de transparência têm um custo menor na captação de recursos de terceiros. Em relação ao custo do capital próprio, Botosan (1997) encontrou evidências de que, em firmas não acompanhadas de perto por analistas financeiros, quanto maior o grau de transparência, menor é o custo do capital próprio. Por outro lado, para firmas com elevado grau de acompanhamento essa hipótese não se sustenta. Esse autor sugere que

[...] talvez porque a minha medida de transparência esteja limitada aos demonstrativos financeiros anuais e portanto pode não se constituir em um bom indicador do nível global de transparência quando analistas desempenham um papel significativo no processo de comunicação (BOTOSAN, 1997:323).

Com relação ao mercado brasileiro de capitais cabe destacar Lopes (2002), cujo trabalho apresenta evidências empíricas sobre a relevância das informações contábeis na explicação da formação de preços de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

A abordagem teórica do efeito da transparência dos mercados tem sido um dos objetos do que se denomina teoria da microestrutura do mercado. O'Hara, quanto à influência da informação no processo de formação de preços, afirma:

[...] novas informações são incorporadas aos preços como resultado do comportamento das transações de traders informados e traders não informados. Uma característica de ambas as abordagens é que este ajuste de preços não é imediato. Devido ao fato de que os preços são

valores esperados condicionais, o preço a cada ponto reflete toda a informação pública disponível, mas não necessariamente toda a informação privada. Conseqüentemente, até que os preços se ajustem ao valor que reflete as novas informações, traders informados obtêm um retorno por suas informações e os preços atingem somente a eficiência semi-forte (O'HARA, 1999:153).

Na obra supracitada, a autora trata do desenho que deveria ter um mercado para atender o interesse público e atingir a eficiência e salienta: “quão bem e quão rapidamente um mercado agrega e incorpora informações aos preços deve seguramente ser um objetivo fundamental do desenho de um mercado” (O'HARA, 1999:270).

5 A REGULAMENTAÇÃO SOBRE A DIVULGAÇÃO DOS RISCOS E CONTROLES INTERNOS

As mudanças na apresentação dos relatórios 20-F implementadas pela SEC – *Securities and Exchange Commission* – têm origem em um conjunto de regras de transparência definidas pela Iosco – *International Organization of Securities Commissions* – em resolução tomada em setembro de 1998. De fato, a referida resolução recomendou aos seus membros tomarem as providências necessárias e apropriadas para a criação de normas de divulgação de informações para as empresas que desejem emitir ou listar títulos em outras bolsas de valores, fora do seu país de origem.

Visando a facilitar a comparabilidade da informação, porquanto assegurando a proteção do investidor, a entidade recomendou aos seus membros a adoção de normas de divulgação de informações não financeiras, sugerindo que fosse adotado um único documento para registro dessas informações.

Alinhada com a prática sugerida, a SEC revisou em setembro de 2000 o registro das demonstrações usado pelos emissores de títulos estrangeiros por meio do formulário 20-F.

Dessa forma, as empresas estrangeiras interessadas em operar títulos nas Bolsas de Valores norte-americanas estão obrigadas, entre outras providências, a apresentar o relatório 20-F para registro prévio a tais operações.

Uma inovação apresentada nesse relatório é a introdução do item *fatores de risco*, dentro do grupo de informações relevantes. Sendo este o objeto do presente estudo, discorreremos sobre ele com mais detalhes a seguir.

A SEC por meio do seu enunciado 17 CFR *parts* 210, 228, 229, 239, 240, 249 e 260 – introduziu novas normas de divulgação das informações financeiras e não financeiras das empresas. Nas instruções do Item 3 das Informações Relevantes, em especial a seção D, trata-se especificamente dos fatores de risco. Nesse item as empresas devem divulgar os fatores de risco associados aos negócios da companhia ou do segmento de indústria em que esteja participando. Esses fatores devem ser reportados por ordem de prioridade para a empresa e, entre várias coisas, poderão estar relacionados à natureza do negócio no qual está inserida, ou àquele em que pretende atuar; aos fatores relativos ao país em que opera; à diminuição ou ausência de lucratividade nas operações em períodos recentes; à posição financeira da empresa; à credibilidade dos gestores; à potencialidade de dissolução; à condição incomum da competitividade; à expiração ou disputas em patentes, marcas e contratos; e à dependência de um número limitado de clientes ou fornecedores.

É importante observar que a economia dos Estados Unidos durante a década de 1990 mostrava-se bastante aquecida: dólar forte, desemprego em baixa, índice de confiança do consumidor em alta, empresas se tornando verdadeiros impérios do dia para a noite. A atenção dos analistas e investidores parecia estar voltada mais para o resultado das empresas do que propriamente para a evidenciação de certos procedimentos não ortodoxos em relação aos princípios de contabilidade aceitos naquele país.

Desde a virada do século, a história vem se comportando de forma diferente. O crescimento da economia em níveis menores, o consumo reduzido e as taxas elevadas de desemprego têm feito com que os empresários busquem reportar fielmente suas operações para fugir dos prejuízos. A crise revelou a verdadeira situação das empresas e expôs ao mercado uma série de escândalos contábeis.

A falência da Enron – que provocou prejuízos de cerca US\$ 60 bilhões no mercado – desencadeou um efeito cascata que quase resultou numa crise sistêmica. Casos como da Worldcom, segunda maior empresa de telefonia de longa distância, da Tyco, cujo presidente responde por sonegação de impostos, da Xerox, que não revelou prejuízos, da Imclone, que divulgou informações privilegiadas a amigos e familiares, e da Merck, gigante farmacêutica acusada de praticar um método contábil não convencional para aumentar seu faturamento, podem ser citados como exemplos desse efeito.

Para normalizar o Mercado, a SEC – por meio da Seção 302(a) do Ato de Sarbanes-Oxley de 2002 – adotou o seguinte conjunto de regras:

- a) requerimento da certificação das demonstrações financeiras e outras incluídas nos relatórios trimestrais e anuais submetidos à SEC. A referida certificação deverá ser assinada pelo principal executivo em conjunto com o executivo financeiro;

- b) certificação dos executivos na responsabilidade pelo estabelecimento, manutenção e a avaliação regular da eficácia dos controles internos;
- c) obrigatoriedade de divulgação aos auditores e ao comitê de auditoria do conselho de administração de informações relativas aos controles internos da empresa;
- d) obrigatoriedade de incluir, nos relatórios trimestrais e anuais, uma avaliação sobre esses controles, além de informar se houve mudanças significativas neles, ou ainda outro fator ocorrido após a data da avaliação que poderá vir a afetá-los substancialmente.

Além disso, exige que as empresas emissoras de títulos mantenham e avaliem regularmente a efetividade da divulgação dos controles e procedimentos adotados, visando a assegurar que as informações requeridas nos relatórios arquivados sobre o *Securities of Exchange Act of 1934* foram registradas, processadas, sumarizadas e reportadas em base tempestiva.

FATORES DE RISCO INTERNOS OU AQUELES ASSOCIADOS À NATUREZA DO NEGÓCIO

Especificação da Atividade: descrever sumariamente a atividade e os riscos potenciais associados. Destaque para a eventual exposição ao bem-estar do consumidor e para a influência a variáveis externas não controláveis, como condições climáticas adversas etc.

Preços Cíclicos: caracterizar a maneira como os preços são definidos e a lucratividade das operações. Os projetos futuros de aumento da capacidade, os efeitos da competição, a abertura de novos mercados e sua influência no preço e lucro.

Volatilidade dos Custos das Matérias-primas: informar os motivos da sujeição à grande volatilidade dos custos, tais como: estoque, transporte, clima, política do governo, as taxas cambiais etc. Ressaltar o fato de optar ou não por *hedge* para proteger os custos das matérias-primas.

Competição: demonstrar o mercado em que a empresa está inserida, os concorrentes e a área geográfica. Esclarecer qual produto, ou linha de produtos, poderá ter seu desempenho afetado pela entrada de novos concorrentes.

Regulamento Ambiental: caracterizar as exposições aos efeitos das leis ambientais locais, estaduais e federais, que abrangem, entre outros aspectos, a saúde humana e o destino dos resíduos e das descargas de poluentes no ar e na água. Com as leis ambientais se tornando cada vez mais rigorosas no Brasil e no mundo, o montante necessário para futuros gastos relativos ao cumprimento dessas leis pode afetar adversamente a viabilidade dos fundos para outras despesas de capital.

FATORES DE RISCO EXTERNOS OU NÃO RELACIONADOS À ATIVIDADE

Relacionados ao Brasil – o governo brasileiro freqüentemente intervém na economia brasileira e ocasionalmente muda drasticamente a política. As ações do governo para controlar a inflação e seus efeitos em outras políticas geralmente envolvem controle de preços, desvalorização da moeda, controle do capital e limites nas importações. Os negócios da empresa, as condições financeiras e o resultado de operações podem ser afetados adversamente por mudanças na política, tais como impostos e variações cambiais, ou ainda por problemas como: flutuações da moeda, inflação, instabilidade de preços, impostos, política tributária e outras questões políticas, diplomáticas, sociais e econômicas, dentro do Brasil ou que o afetem.

As flutuações do valor do real em relação ao dólar norte-americano podem afetar o valor de mercado dos ADRs. A desvalorização pode reduzir o montante em dólar na distribuição dos dividendos dos ADRs, com reflexos sobre seus preços de mercado.

Atualmente, o governo impôs um programa de racionamento elétrico para resolver a escassez no curto prazo, tendo como meta uma redução do consumo de 20%. Além da esperada redução no PIB, e nos investimentos de capitais, ainda não se pode medir a extensão desses efeitos na rentabilidade dos negócios.

O governo brasileiro pode impor restrições temporárias à conversão da moeda brasileira em moeda estrangeira e às remessas para os investidores estrangeiros cujos investimentos são procedentes do Brasil. A lei brasileira permite que o governo imponha tais restrições em caso de sério desequilíbrio no saldo da balança de pagamentos.

Atualmente, para remeter o capital das distribuições ou ganho com ações preferenciais para os Estados Unidos o depositário deve registrar no Banco Central o montante investido pelos estrangeiros nas ações preferenciais. O Banco Central vai emitir um certificado de registro do capital estrangeiro em nome do depositário, sob custódia, e assumir a contínua disponibilidade de moeda estrangeira.

As ações das empresas brasileiras têm, em diferentes níveis, sido influenciadas pelas condições econômicas de outros países emergentes. O valor de mercado das ações preferenciais e das ADIs podem sofrer efeitos adversos, especialmente dos países de mercados emergentes.

Não há tratamento de reciprocidade entre Estados Unidos e Brasil na decisão de julgamentos de diretores e executivos de empresa. Como resultado, podem não ser possíveis serviços de processos contra essas pessoas nos Estados Unidos ou em outra jurisdição fora do Brasil. Em situação similar, podem não

ser possíveis julgamentos em cortes não brasileiras, incluindo julgamentos de responsabilidade civil sob as leis das S.A.s dos Estados Unidos contra a empresa ou seus diretores e executivos.

6 ASPECTOS METODOLÓGICOS E ANÁLISE DOS DADOS

6.1 ASPECTOS METODOLÓGICOS DA PESQUISA

6.1.1 Características do Estudo

Este estudo é predominantemente exploratório, procurando obter dados para se fazer uma análise sobre o melhor entendimento do assunto. As análises são baseadas em documentos e dados publicados pelas entidades participantes da pesquisa.

6.1.2 Questão de Pesquisa

O objetivo maior deste estudo é saber como as empresas de telecomunicações brasileiras com títulos negociados na Bolsa de Valores de Nova York estão apresentando os seus fatores de riscos nos relatórios financeiros exigidos pela legislação daquele país. Esses fatores atendem às normas estabelecidas? São transparentes?

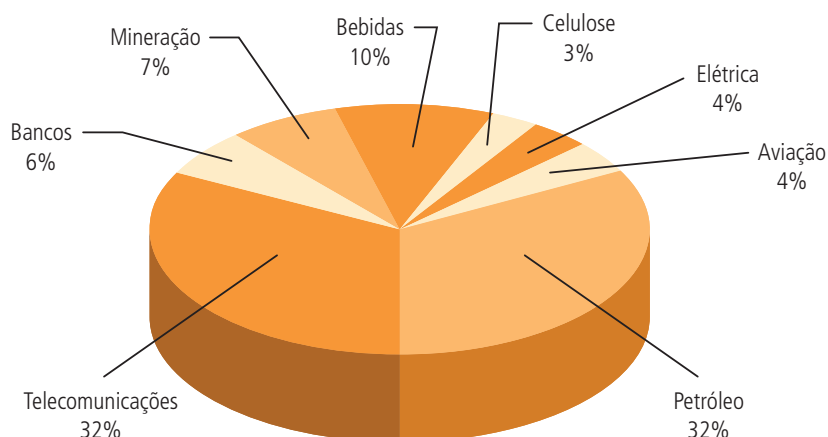
6.2 APRESENTAÇÃO DOS DADOS E ANÁLISE DA PESQUISA

6.2.1 As Empresas e o Setor Pesquisado

Após a análise dos relatórios emitidos pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários – sobre o Programa de *Depository Receipts*, que apresenta as empresas com títulos em aberto no final de março de 2001, constata-se que estas mantinham em aberto nessa data US\$ 20,7 bilhões em títulos. O setor de telecomunicações representa 27,3%, como demonstrado no gráfico a seguir:

GRÁFICO 1

PARTICIPAÇÃO POR SEGMENTO NA EMISSÃO DE ADR DE 2001



Além da representatividade do setor, outro ponto importante é que esse segmento não apresenta uma grande concentração, como no caso do petróleo, que se faz representar apenas pela Petrobras. No caso das telecomunicações o número chega a cinco empresas. Para este trabalho selecionamos as empresas: Brasil Telecom, Telesp Participações, Tele Norte-Leste e Tele Centro-Oeste. A outra empresa, Sudeste Celular, não foi considerada na amostra por não ter gerado relatórios contábeis no padrão 20F em todo o período discutido.

6.2.2 Metodologia de Análise dos Dados

As análises dos dados seguem três linhas básicas:

- 1) leitura dos relatórios com a respectiva seleção de todos os riscos evidenciados nas seções específicas sobre este assunto no relatório 20F publicado por cada empresa, nos anos de 2000 e 2001;
- 2) distribuição desses tipos de riscos dentro da classificação feita por Jorion (2000) entre riscos vinculados ao negócio e não vinculados ao negócio; e
- 3) análise baseada na classificação dos fatores de risco conforme o seu nível de informação, isto é, qual o grau de evidência do risco e principalmente seus possíveis impactos em relação ao futuro do negócio.

Essa metodologia de análise de dados secundários de forma qualitativa tem limitações de ordem conceitual que devem ser consideradas no momento da análise dos dados deste estudo.

6.3 DIMENSIONAMENTO QUANTITATIVO DOS FATORES DE RISCO APRESENTADOS

De todos os riscos evidenciados nos relatórios 20F das empresas entre os anos 2000 e 2001 podemos constatar que o total de riscos citados ao longo do relatório evoluiu de 51 em 2000 para 66 em 2001, representando um aumento de 29%. Todos os riscos citados nos relatórios estão destacados na Tabela 2.

Podemos também perceber que, das empresas que mais evoluíram em termos quantitativos de apresentação de fatores de risco, a Tele Norte-Leste se destacou, passando de 8 tipos de risco evidenciados em 2000 para 17 tipos de risco em 2001. Mas esse fator não significa que a empresa apresentou o melhor nível de qualidade da informação, como se pode constatar no item 5.5.

A média aritmética de fatores de risco apresentados pelas empresas de telecomunicações em 2000 estava em 12,75% e no ano de 2001 subiu para 16,5%.

Outro ponto que podemos analisar é que alguns fatores de risco de impacto genéricos são vistos ou analisados de forma diferenciada pelos diferentes gestores. Entre eles podemos destacar o risco da mudança dos impostos no Brasil, com o advento da reforma tributária que tramita no Congresso Nacional.

Esse risco foi evidenciado por apenas 50% das empresas pesquisadas. As demais nem mesmo citam tal risco. A diferença de julgamento pode estar relacionada basicamente à percepção entre os administradores ou à falta de padronização do que deve ser evidenciado ou não como fator de risco dentro da norma contábil.

6.4 RISCOS VINCULADOS AO NEGÓCIO

Entre os riscos vinculados ao negócio, as companhias mencionaram – com graus variados de profundidade – os seguintes riscos: concorrência, conflito com fornecedores, preços, tecnologia, meio ambiente e conflito de acionista.

A Tabela 3 assinala para cada companhia o número de tipos de risco mencionados e o grau de profundidade com que foram avaliados. Sob o aspecto quantitativo, constata-se que nos relatórios relativos ao exercício de 2000, do total da amostra de quatro empresas, os riscos de concorrência, tecnologia e conflito de acionistas foram relacionados por três delas; o risco relativo a preço é citado por duas empresas e apenas uma delas se referiu ao meio ambiente.

Nos relatórios relativos ao ano de 2001, o risco de concorrência foi mencionado pelas quatro empresas, o risco de tecnologia por três delas, como em 2000, e apenas uma delas mencionou riscos relativos ao meio ambiente. Os riscos referentes a conflito de acionistas, por sua vez, foram mencionados duas vezes em 2001 contra três em 2000; o de preços, uma única vez contra duas em 2000 e o

relativo a fornecedores – que havia sido mencionado uma única vez em 2000 – não foi mencionado em 2001 por nenhuma das empresas da amostra.

Observa-se, portanto, que em relação aos riscos vinculados ao negócio não houve uma evolução de 2000 para 2001. Enquanto em 2000 as quatro empresas em conjunto mencionaram 13 fatores de risco, em 2001 mencionaram apenas 11.

6.5 RISCOS NÃO VINCULADOS AO NEGÓCIO

Quanto aos riscos não vinculados ao negócio, identificamos 12 tipos, a saber: taxa de câmbio, taxa de juros, instabilidade macroeconômica, cenário político, exigência legal, regulamentação, liquidez de *funding*, liquidez de ativo, fraude, política tributária, operacional e desastre, conforme Tabela 3.

Em 2000, esses 12 tipos de riscos foram mencionados com a seguinte frequência: taxa de juros e regulamentação foram citadas por três empresas; estabilidade macroeconômica, cenário político, operacional e taxa de câmbio foram citados por duas empresas. E foram mencionados apenas uma única vez os riscos: legal, liquidez de *funding* e desastre.

Em 2001 as quatro empresas mencionaram riscos relativos à taxa de câmbio, taxa de juros, instabilidade macroeconômica, política e regulamentação; mencionados duas vezes em 2001 contra uma única vez em 2000 estão os riscos relativos a desastres e liquidez de *funding*. Já os riscos operacional e legal foram mencionados uma única vez em 2001, enquanto em 2000 o primeiro foi mencionado duas vezes e o segundo uma única vez.

Neste caso, portanto, em relação aos riscos não vinculados ao negócio, a evolução é evidente. Cabe observar que em 2001 as quatro empresas em conjunto mencionaram 26 fatores de risco contra 14 em 2000.

Esses dados revelam a pouca disposição das empresas de revelar sua exposição aos riscos vinculados ao negócio, cabendo observar que não há qualquer menção a riscos relacionados a produto/serviço, cliente, capital intelectual, política de *marketing*, entre outros.

Já com relação aos riscos não vinculados ao negócio a transparência é muito maior, tendo sido identificados pelas companhias 12 tipos de riscos, e em alguns casos avaliados em profundidade e até quantificados.

Tudo indica uma preocupação maior dos administradores em revelar de forma clara os riscos não vinculados ao negócio, talvez refletindo o estágio atual das ferramentas de avaliação de riscos, muito mais avançadas na avaliação dos riscos financeiros. Sob esse aspecto cabe observar que a indústria de intermediários financeiros já vem desenvolvendo, seja por iniciativa própria ou por imposição das agências reguladoras, essas ferramentas há alguns anos.

Se formos nos ater à qualidade da informação contábil-financeira, percebe-se que o espírito da legislação pertinente não está sendo observado com o grau de acuidade desejável, conforme será analisado na seqüência.

6.6 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO DISPONIBILIZADA

Para avaliar a qualidade da informação disponibilizada adotou-se como princípio conceitual o de Hendriksen & Breda (1999) sobre características qualitativas da informação contábil, em que os autores colocam como pontos fundamentais relevância e confiabilidade, ambas associadas à comparabilidade, e todos os três subordinados à inteligibilidade e ao critério básico de que os benefícios devem ser superiores aos custos.

Para operacionalizar essa avaliação estabeleceram-se, de forma arbitrária, os seguintes critérios, identificados nas Tabelas 2 e 3 com estes símbolos:

- Informação insatisfatória: apenas mencionam a existência do risco, sem qualquer avaliação subjetiva ou objetiva;
- Informação regular: mencionam e avaliam o seu impacto de forma subjetiva, sem qualquer avaliação quantitativa;
- ▲ Informação satisfatória: são aquelas que, além de mencionarem a existência do risco, avaliam seu impacto quantitativo sobre os resultados da companhia.

Com base nessa classificação se procedeu à leitura dos relatórios e à tabulação dos critérios adotados por cada companhia, sempre de acordo com a visão dos pesquisadores, e assim foram feitos alguns comentários sobre os dados mostrados na Tabela 3, que se apresentam a seguir.

Nesta primeira análise classificamos os diversos tipos de riscos citados em fatores de riscos. Dessa forma, os 35 tipos de riscos citados nos anos de 2000 e 2001 foram englobados em 16 fatores de riscos.

A análise dos aspectos qualitativos da informação sobre risco – com base no critério exposto – revelou que, de todos os fatores de riscos mencionados em 2000, apenas os relativos aos aspectos financeiros – especificamente taxa de juros e câmbio – foram satisfatoriamente avaliados, e ainda assim por apenas duas empresas. Já em 2001 todas as empresas avaliaram de modo satisfatório os aspectos financeiros e ainda uma delas avaliou da mesma forma o risco legal e de regulamentação.

Em 2000 apenas quatro fatores – dos quais três deles por apenas uma das empresas da amostra – foram avaliados de forma regular (meio ambiente,

conflito de acionistas, concorrência e regulamentação). Já em 2001 esse total subiu para seis, adicionando-se aos riscos citados os relativos à instabilidade macroeconômica e aos fatores políticos.

Para os demais fatores a qualidade da informação foi classificada apenas como insatisfatória, o que reforça as considerações feitas no tópico 5.4, ou seja, apenas aqueles aspectos de riscos vinculados ao mercado financeiro tiveram seu impacto devidamente examinados.

O que se percebe nessas avaliações é que grande parte das informações sobre riscos está sendo relatada de maneira muito subjetiva, o que dificulta a correta avaliação da exposição das empresas a eles.

TABELA I

QUALIDADE DA DEMONSTRAÇÃO DOS TIPOS DE RISCOS

| Classificação da Informação | Tele Centro-Oeste | | Tele Norte-Leste | | Brasil Telecom | | Telesp | | Total | | | |
|-----------------------------|-------------------|-----------|------------------|-----------|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|
| | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | % | 2001 | % |
| Insatisfatória | 2 | 2 | 0 | 2 | 0 | 5 | 2 | 2 | 4 | 8 | 11 | 17 |
| Regular: | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | 6 | 2 | 2 | 8 | 16 | 13 | 20 |
| Satisfatória | 10 | 12 | 7 | 13 | 14 | 9 | 8 | 8 | 39 | 76 | 42 | 63 |
| Total | 14 | 17 | 8 | 17 | 17 | 20 | 12 | 12 | 51 | 100 | 66 | 100 |

Com base nos dados da Tabela 2 resumimos os diversos riscos citados por classificação obtida e apresentamos a seguir a forma comparativa entre as empresas.

A Tabela I é apenas um totalizador dos riscos citados exaustivamente no corpo dos relatórios 20F das empresas de telecomunicações e resumidos por fatores de riscos na Tabela 3, já analisada no início deste trabalho.

7 CONCLUSÕES

Como se verificou, todas as empresas selecionadas na amostra cumpriram rigorosamente o estabelecido na norma expedida pela SEC – *Security Exchange Commission*. Entretanto, conforme se observa nas Tabelas 2 e 3, a maioria das empresas descreve em detalhes somente os fatores de risco que não estão associados ao negócio, quantificando-os por vezes, e deixando de explorar os riscos relacionados à atividade e suas prováveis conseqüências.

Com base na observação e na análise dos dados pesquisados, podem-se destacar alguns aspectos que poderiam explicar a adoção dessa política.

Em primeiro lugar, cabe salientar a própria cultura de obediência à letra da lei e não ao seu espírito. Sob essa ótica, só haverá crime se houver lei anterior que o defina, ou seja, se não constar na lei, não haverá punição. Essa conduta resulta no cumprimento estrito da lei ou norma, deixando-se de observar o seu verdadeiro e essencial sentido, ou seja, divulga-se apenas o mínimo necessário para o cumprimento da lei.

Outro aspecto a ser considerado, mas que também se sobrepõe ao primeiro, é a não-divulgação, possivelmente deliberada, de informações ligadas à política estratégica das empresas. Para reforçar essa hipótese, cabe salientar que as recentes operações de aquisições e fusões de empresas ocorridas no setor – operações cujo planejamento e implementação requerem um período de tempo bastante longo – não foram divulgadas com antecedência apesar de os riscos envolvidos. Apenas como exemplo, citamos as recentes aquisições pela Telesp Celular da Tele Centro-Oeste Participações S/A no início de 2003, sobre as quais não há qualquer menção no relatório de 2001, publicado em junho de 2002.

Por último, cabe salientar que, ao adotarem a conduta do estrito cumprimento da lei, sem os esclarecimentos necessários, os gestores deixam aos investidores a incumbência de prognosticar, quantificar e mensurar as conseqüências à exposição aos riscos. Isso provoca uma assimetria de informações, já que alguns investidores são tecnicamente mais aparelhados do que outros para essa tarefa (analistas de fundos de investimentos, por exemplo), o que pode induzir os investidores de menores conhecimentos técnicos a decisões erradas ou no mínimo insuficientemente embasadas.

É fundamental ressaltar que os comentários e as conclusões deste estudo limitam-se, obviamente, ao universo pesquisado, à metodologia empregada e aos dados analisados.

Cabe destacar que não foram pesquisados os executivos responsáveis pela decisão de divulgação, o que limita a análise dos fatores preponderantes, do ponto de vista das empresas, aos argumentos favoráveis à transparência. Portanto, para um entendimento mais amplo do fenômeno é necessário que estudos e pesquisas mais detalhados sejam realizados sobre os motivos do *disclosure*.

Algumas questões a serem discutidas em outros estudos são a relevância dessa informação para o analista de mercado e quais as problemáticas para a divulgação de informações estratégicas pelos administradores.

Entender melhor como o usuário dessa informação utiliza esses dados e como esse assunto pode contribuir para melhorar a eficiências dos mercados é uma tarefa intrigante e que deve ser objeto de estudos empíricos.

8 REFERÊNCIAS

BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.

CAOQUETTE, J. B.; ALTMAN, E. I.; NARAYANAN, P. *Gestão do risco de crédito – O próximo grande desafio financeiro*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

FAMA, E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, New York, v. 25, p. 383-417, 1970.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

JORION, P. *Value at risk – The new benchmark for managing financial risk*. 2. ed. New York: MacGraw-Hill, 2000.

LOPES, A. B. *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

O'HARA, M. *Market microstructure theory*. Oxford: Blackwell Publishers, 1999.

PAXSON, D.; WOOD, D. *The blackwell encyclopedic dictionary of finance*. Oxford: Blackwell Publishers, 1998.

PORTER, M. E. *A estratégia competitiva – Técnicas para análise de indústrias e da concorrência*. 18. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, v. 73, n. 4, p. 459-474, 1998.

SHLEIFER, A. *Inefficient markets – An introduction to behavioral finance*. Oxford: Oxford University Press, 2000.

TRAMITAÇÃO

Recebido em 08/06/2004

Aprovado em 25/10/2004

ANEXOS

TABELA 2

DETALHAMENTO DOS FATORES DE RISCO

| | Tele Centro-Oeste | | Tele Norte-Leste | | Brasil Telecom | | Telesp | |
|--|-------------------|------|------------------|------|----------------|------|--------|------|
| | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 |
| Riscos vinculados ao negócio | | | | | | | | |
| Concorrência | | | | | | | | |
| – Segmento | ● | ● | | ● | | | | |
| – Concorrência | ● | ● | ● | ● | ■ | ■ | ● | ● |
| Fornecedores | | | | | | | | |
| – Flutuações de interconexão | ● | ● | ● | ● | | | | |
| – Dependência de fornecedores de serviços | | | | | | | | |
| Preços | | | | | | | | |
| – Capacidade de aumentar as tarifas | ● | ● | ● | | | | | |
| Tecnologia | | | | | | | | |
| – Avanço tecnológico dos concorrentes | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| – Serviços operados por satélite | ● | ● | | | | | | |
| Meio ambiente | | | | | | | | |
| – Licença Ambiental | | | | | ■ | ■ | | |
| Pessoal | | | | | | | | |
| – Funcionários estratégicos | ● | ● | | | | | | |
| Conflito de acionistas | | | | | | | | |
| – Conflito de interesses entre os acionistas | | | | | ■ | ■ | ● | ● |
| – Influência do acionista majoritário | | | | ● | | | | |
| Riscos não vinculados ao negócio | | | | | | | | |
| Taxa de câmbio | | | | | | | | |
| – Taxa de câmbio | ▲ | ▲ | | ▲ | | ▲ | ▲ | ▲ |
| Taxa de juros | | | | | | | | |
| – Instabilidade da taxa de juros | ● | ● | ● | ● | ● | ● | | |
| – Taxa de juros | | | | | ● | | | |
| Estabilidade macroeconômica | | | | | | | | |
| – Risco de inflação | ● | ● | ● | ● | | ■ | ● | ● |
| – Volatilidade do mercado | ● | ● | ● | ● | | ■ | ● | ● |
| Político | | | | | | | | |
| – Risco político | | ● | | ● | | | ● | ● |
| – Confisco de ativos | | | | | ● | ■ | | |

ANEXOS

| | Tele Centro-Oeste | | Tele Norte-Leste | | Brasil Telecom | | Telesp | |
|---|-------------------|------|------------------|------|----------------|------|--------|------|
| | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 |
| Legal | | | | | | | | |
| – Obrigações trabalhistas | | | | | ● | ▲ | | |
| – Comunicação processual | | ■ | | | ● | ● | | |
| Regulamentação | | | | | | | | |
| – Reforma tributária | ■ | ■ | | ■ | | | | |
| – Regulamentação pelo governo | ■ | ■ | ■ | ■ | ● | ▲ | ■ | ■ |
| – Aplicação retroativa de impostos | | | | | ● | ▲ | | |
| – Cumprimento dos termos da concessão | | | | | ● | ● | | |
| Liquidez de <i>funding</i> | | | | | | | | |
| – Nível de endividamento | | | | ● | | | | |
| – Escândalos contábeis | | | | ● | | | | |
| – Necessidade de financiamento | | | | | ● | ● | | |
| Operacional | | | | | | | | |
| – Utilização não autorizada-rede/fraude | ● | ● | | | ● | ● | | |
| – Implementação de join venture | | | | | | | | ● |
| – Investimentos em cias ligadas | | | | | | | ■ | ■ |
| – Dependência ao sistema de informações | | | | | ● | ● | | |
| Desastre | | | | | | | | |
| – Crise Energética | | ● | | ● | ● | ● | ● | |
| Produto | | | | | | | | |
| – Metas estabelecidas pelo governo | | | | | ● | ● | | |
| – Fidelidade de clientes | | | | | | | ● | ● |
| Crédito | | | | | | | | |
| – Inadimplência | | | | ● | | | | |

TABELA 3

FATORES DE RISCOS CLASSIFICADOS

| Riscos vinculados ao negócio | Brasil Telecom | | Telesp Participações | | Tele Norte-Leste | | Tele Centro-Oeste | |
|------------------------------|----------------|----------|----------------------|------------|------------------|----------|-------------------|----------|
| | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 |
| Concorrência | ■ | ■ | ● | ● | ● | | | ● |
| Fornecedores | | | | | ● | | | |
| Preços | ● | | | | ● | | | ● |
| Tecnologia | ● | ● | ● | ● | ● | | | ● |
| Meio ambiente | ■ | ■ | | | | | | |
| Pessoal | | | | | | | | ● |
| Conflito de acionistas | ■ | ■ | ● | ● | ● | | | |
| Total | 5 | 4 | 3 | 3 = | 5 | 0 | 0 | 4 |
| | | ↓ | | | | ↓ | | ↑ |
| Riscos vinculados ao negócio | Brasil Telecom | | Telesp Participações | | Tele Norte-Leste | | Tele Centro-Oeste | |
| | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 |
| Taxa de câmbio | | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ | ▲ |
| Taxa de juros | ● | ▲ | ▲ | ▲ | | ▲ | ▲ | ▲ |
| Estabilidade da economia | | ■ | ● | ● | ● | ● | | ● |
| Político | ● | ■ | | ● | ● | ● | | ● |
| Legal | ● | ▲ | | | | | | |
| Regulamentação | ● | ▲ | ■ | ■ | ● | ● | | ● |
| Liquidez de <i>funding</i> | ● | ● | | ● | | | | |
| Operacional | ● | ● | | | ● | | | |
| Desastres | ● | ● | | | | | | ● |
| Total | 7 | 9 | 4 | 6 | 4 | 5 | 2 | 6 |
| | | ↑ | | ↑ | | ↑ | | ↑ |

Copyright of *Revista de Administração Mackenzie* is the property of Universidade Presbiteriana Mackenzie, RAM-Revista de Administracao Mackenzie and its content may not be copied or emailed to multiple sites or posted to a listserv without the copyright holder's express written permission. However, users may print, download, or email articles for individual use.