

A Evolução Recente da Transparência dos Fatores de Risco nas Informações Contábeis: Uma análise de Empresas Brasileiras de Telecomunicações

Autoria: Ricardo Lopes Cardoso, Edson Luiz Riccio, Octavio Ribeiro de Mendonça Neto, Flavio Mantovani

Resumo

A crescente volatilidade dos mercados a partir da década de 70 trouxe um grande interesse pelos riscos financeiros, mas atualmente muito se tem discutido sobre o gerenciamento global de riscos. Esta também tem sido uma preocupação das agências reguladoras do mercado de capitais, principalmente o FASB e a SEC que instituíram normas específicas para 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 abordados nos relatórios 20F das empresas de telecomunicações nos anos 2000 e 2001. Estas informações vêm sendo divulgadas e se constituem em uma contribuição para a eficiência do mercado conceituada por Fama (1970).

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

Introdução

As profundas transformações ocorridas na economia e no mercado financeiro década de 70, 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 50. A partir de então diversas técnicas foram desenvolvidas, merecendo destaque a do VAR (*Value At Risk*), atualmente largamente utilizada pelos participantes do mercado financeiro e pelos bancos centrais de diversos países, inclusive o do Brasil.

O Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance define com clareza o sentido com que o termo risco é empregado neste artigo. De acordo com o mesmo, *“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).

Também data da década de 70 o célebre artigo de Fama intitulado *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* onde é analisada a *Efficient Markets Hypothesis* – EHM (Hipótese de Eficiência dos Mercados – HEM), posteriormente confirmada por diversos estudos empíricos focados nas formas de eficiência fraca e semi-forte.

Embora a maioria das pesquisas sobre riscos tenha se restringido aos mercados financeiros, alguns autores Jorion (2000) entre outros já evidenciaram a necessidade de se ampliar o conceito de gerenciamento de risco em empresas não financeiras. Segundo Jorion esta 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 onde 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*. (Cf. Jorion: 2000, 467)

De fato, observa-se recentemente uma preocupação crescente por parte dos administradores com o gerenciamento, de forma integrada, do risco global das corporações que dirigem. Essa preocupação também é manifestada pelas agências reguladoras do mercado de capitais através da instituição de normas específicas para divulgação de informações sobre riscos financeiros e não financeiros de forma a melhorar a transparência do mercado e, em consequência, sua eficiência. Esta preocupação acentuou-se após os desastrosos 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 divulgadas na sequência.

O objetivo deste artigo é o de avaliar, mediante as informações divulgadas pelas próprias empresas, se a forma em que os fatores de risco vêm sendo apresentados, permite uma avaliação correta das perdas potenciais a que elas estão expostas, contribuindo desta forma para que o mercado se aproxime da eficiência. O artigo pretende ainda avaliar, através de uma análise comparativa dos dados de 2000 e 2001, se houve uma evolução, sob o aspecto dos fatores de risco, na transparência das demonstrações financeiras das empresas em pauta

1- 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 de se olhar sistematicamente para problemas eventuais e salvaguardar-se minimizando efeitos danosos através de ferramentas adequadas.

Com esta ampliação, as grandes corporações começaram a preocupar-se com a estruturação de uma administração integrada destes riscos, utilizando ferramentas capazes não só de mensurar este risco mas também de gerenciá-lo. Sob este aspecto a metodologia do VAR vem apresentando alguns avanços importantes como se verá a seguir.

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.

2- 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 o 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 ultimo aspecto, se os diversos tipos de riscos enfrentados pela empresa não são 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.

Conforme já dito, Jorion (2000: 469) classifica os riscos enfrentados pela empresa em dois grandes grupos. Os riscos vinculados ao negócio (*Business Risk*) e os riscos não vinculados ao negócio (*Nonbusiness Risk*). Este último grupo é ainda subdividido em riscos de

evento (*Event Risks*) e riscos financeiros (*Financial Risks*). Os tipos de riscos que, na visão do autor, compõe estes grupos são apresentados a seguir.

- Riscos Vinculados ao Negócio: risco de produto, risco macroeconômico e risco tecnológico.
- Riscos Não Vinculados ao Negócio: 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 deste tipo de risco pode ser encontrada nas obras de Porter.

Ainda seguindo a abordagem de Jorion, cabem alguns comentários sobre os riscos de evento que são aqueles eventos negativos 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 que os contratos podem não ser legalmente executáveis ou estarem incorretamente documentados.
- ← Risco de Reputação: pode ser visualizado como as perdas monetárias que se seguem a perda de reputação de uma organização. Este risco é particularmente importante no caso das instituições financeiras onde a confiança do mercado financeiro é fundamental.
- ← Risco de Desastre: decorrem de desastres naturais e podem ser segurados. Seu efeito pode ser minimizado através de planos de contingência ou sistemas de *backup*.
- ← Risco de Regulamentação e Político: 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 mesmo da interpretação dos mesmos.

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 do autor, o risco operacional é o risco de perdas diretas ou indiretas resultantes da falha ou da inadequação de processos, sistemas ou pessoas. Estes 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 a quebra de controles das atividades, notadamente no que se refere a realização de transações não autorizadas.
- ← Risco de Sistema: é aquele relacionado a erros ou falhas nos sistemas de suporte

3. A Divulgação das Informações e sua Contribuição para a Eficiência dos Mercados

O presente artigo aborda também a importância para o mercado de capitais, da divulgação das informações relativas a gestão integrada do risco nas corporações não financeiras. Embora alguns autores contestem a importância atual da hipótese de eficiência

dos mercados e sugeriram uma abordagem alternativa através do estudo do que denominam finanças comportamental(Ver entre outras a obra de Shleifer *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance* –2000), estudos empíricos recentes enfatizam a importância da divulgação de informações para a eficiência do mercado no sentido conceituado por Eugene Fama, 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**.” (Fama: 1970,38)*

Dentre estes estudos cabe mencionar o trabalho de Sengupta : 1998 que evidencia que firmas consideradas por analistas financeiros como de maior qualidade em termos de transparência têm um custo menor na captação de recursos de terceiros. Na mesma linha, mas em relação ao custo do capital próprio, Botosan: 1997 encontrou evidências de que para firmas que não são acompanhadas de perto por analistas financeiros, quanto maior o grau de transparência, menor é o custo do capital próprio. Já para firmas com elevado grau de acompanhamento esta hipótese não se sustenta e o 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 a importante contribuição de Lopes: 2002 cujo trabalho recentemente publicado 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. Em obra publicada em 1995, O'Hara, no que se refere à influência da informação no processo de formação de preços salienta :

“... 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 . Consequentemente , até que os preços se ajustem ao valor que reflete as novas informações , traders informados obtém um retorno por suas informações e os preços atingem somente a eficiência semi-forte.” (O'Hara : 1999,153)

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

4. 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 desejam emitir ou listar títulos em outras bolsas de valores, fora do seu país de origem.

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

Alinhada com a prática sugerida a SEC – *Securities and Exchange Commission* – revisou em setembro de 2000 o registro das demonstrações usado pelos emissores de títulos estrangeiros, através da revisão do formulário 20-F.

Dessa forma, as empresas estrangeiras interessadas em operar títulos nas Bolsas de Valores Norte Americanas, ficarão obrigadas entre outras providências, de apresentar o relatório 20-F para registro prévio a essas operações.

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

A SEC (*Securities and Exchange Commission*) através 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 tratou especificamente sobre 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: a natureza do negócio no qual esta inserida ou aquele em que pretende atuar; fatores relativos ao país em que opera; a diminuição ou ausência de lucratividade nas operações em períodos recentes; posição financeira da empresa; credibilidade dos gestores; potencialidade de dissolução; condição incomum da competitividade; expiração ou disputas em patentes, marcas e contratos; dependência de um número limitado de clientes ou fornecedores.

Importante observar que a economia dos Estados Unidos durante a década de 90 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 pareciam estar voltadas mais para o resultado das empresas, do que propriamente para a evidenciação de certos procedimentos não ortodoxos em relação ao princípios de contabilidade aceitos naquele país.

Desde a virada do século, a história vem sendo diferente, a economia crescendo a níveis menores, o consumo reduzido e o desemprego batendo a porta, fez com que os empresários buscassem 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, deixou um rombo de US\$ 60 bilhões no mercado, antes de virar pó, a ação da empresa chegou a valer US\$ 90. As revelações de fraude da Enron provocaram

efeito cascata. depois dela veio a Worldcom a segunda maior empresa de telefonia de longa distancia, a Tyco cujo presidente responde por sonegação de impostos, a Xerox que escondeu prejuízos, a Imclone que divulgou informações privilegiadas a amigos e familiares e até a Merck gigante farmacêutica, foi acusada de praticar um método contábil não convencional para aumentar seu faturamento.

Para normalizar o Mercado a SEC através 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 a SEC. A referida certificação deverá ser assinada pelo principal executivo em conjunto com o executivo financeiro. b-) que esses executivos certifiquem sua responsabilidade pelo estabelecimento, manutenção e a avaliação regular da eficácia dos controles internos; c-) que foram divulgadas aos auditores e ao comitê de auditoria do conselho de administração informações relativas aos controles internos da empresa; d-) que foram incluídas, nos relatórios trimestrais e anuais a avaliação sobre estes e se houveram mudanças significativas nos controles internos ou outro fator que poderá vir a afetar substancialmente os controles internos subsequente a data da avaliação.

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

Fatores de risco internos ou aqueles associados à natureza do negócio

Especificação da atividade: descrição sumaria da atividade e os riscos potenciais associados. destaque para a eventual exposição ao bem de estar do consumidor e a influencia 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 influencia no preço e lucro.

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

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

Regulamento Ambiental: Nesse item são caracterizados a exposição aos efeitos das leis ambientais locais, estaduais e federais que abrangem entre outras coisas, saúde humana, 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 futuro gastos de manutenção da obediência a estas leis, pode afetar adversamente a viabilidade dos fundos para outras despesas de capital.

Fatores de risco externos ou aqueles não relacionados a atividade

Relacionados ao Brasil – O governo Brasileiro freqüentemente intervem 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, condições financeiras e resultado de operações, podem ser afetados adversamente pelas mudanças na política como impostos, variações cambiais e outros problemas, como: flutuações da moeda, inflação, instabilidade de preços, impostos, política tributária e outras questões políticas, diplomáticas, sociais e econômicas, dentro ou que afetem o Brasil.

As flutuações do valor do real em relação ao dólar 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 dos investimentos de capitais, ainda não se pode medir a extensão desses efeitos na rentabilidade dos negócios.

O governo Brasileiro pode impor restrições temporárias a conversão da moeda brasileira em moeda estrangeira e as remessas para os investidores estrangeiros cujos investimentos são procedentes do Brasil. A lei brasileira permite que o governo imponha essas restrições em caso de serio 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 que representam os adis. O Banco Central vai emitir um certificado de registro do capital estrangeiro em nome do depositário, sob custódia, e assumindo a continua disponibilidade de moeda estrangeira.

As ações das empresas brasileiras têm, em diferentes níveis, sido influenciados 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 a diretores e executivos da 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.

5. Apresentação dos Dados e a Análise da Pesquisa

5.1.Aspectos metodológicos da pesquisa

5.1.1. Características do Estudo

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

5.1.2. Questão de Pesquisa

O objetivo maior deste estudo é saber como as empresas de telecomunicações brasileiras, com títulos negociados na bolsa de valores de New York, estão apresentando os seus fatores de riscos nos relatórios financeiros exigidos pela legislação daquele país. Estes fatores atendem as normas estabelecidas? São transparentes?

5.1.3. As Empresas e o Setor Pesquisado

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

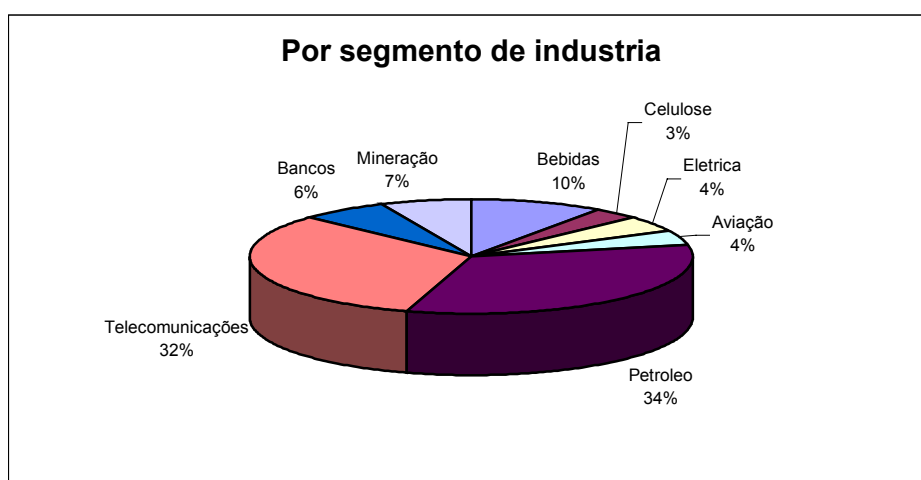


Figura 1: Participação por Segmento na Emissão de ADR de 2.001

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 Petrobrás. No caso de telecomunicações o número chega a 05 (cinco) empresas. Para este trabalho selecionamos as empresas: Brasil Telecom, Telesp Participações, Tele Norte Leste e Tele Centro Oeste. A outra empresa por não ter gerado em todo o período discutido não foi considerado na amostra.

5.1.4. Metodologia de Análise dos Dados

As análises dos dados seguem três linhas básicas. A primeira refere-se à 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 2.000 e 2.001.

A segunda parte foi à classificação destes tipos de riscos dentro da classificação feita por Jorion (2000) entre riscos vinculados ao negócio e não vinculados ao negócio. A terceira forma de análise está baseada na classificação dos fatores de riscos conforme o seu nível de informação, isto é, quanto evidenciado está o risco e principalmente seus possíveis impactos em relação ao futuro do negócio.

Esta metodologia de análise de dados secundários de forma qualitativa, como todo método, tem limitações de ordem conceitual que deve ser considerada no momento da análise dos dados deste estudo.

5.2. Dimensionamento Quantitativos dos Fatores de Riscos Apresentados

De todos os riscos evidenciados nos relatórios 20F das empresas entre os anos 2.000 e 2.001 podemos constatar que o total de riscos citados ao longo do relatório evoluíram de 51 em 2.000 para 66 em 2.001 representando um aumento de 29% de um ano para o outro. Todos os riscos citados nos relatórios estão destacados na tabela II.

Podemos também perceber que das empresas que mais evolui em termos quantitativos de apresentação de fatores de risco foi a Tele Norte Leste que passou de 8 tipos de riscos evidenciados em 2.000 para 17 tipos de riscos em 2.001. Mas este fator não representa que a empresa apresentou o melhor nível de qualidade da informação como iremos constatar no item 5.5.

A média aritmética de fatores de riscos apresentados pelas empresas de Telecomunicações em 2.000 estava em 12,75 e neste ano de 2.001 subiu para 16,5.

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

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

5.3.Riscos Vinculados ao Negócio

Dentro os riscos vinculados ao negócio às companhias mencionaram com os graus variados de profundidade os seguintes: concorrência, conflito com fornecedores, preços, tecnológico, meio ambiente e conflito de acionista conforme tabela III.

Esta tabela assinala para cada companhia o número de tipos de riscos 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 4 empresas, os riscos de concorrência, tecnologia e conflito de acionistas foram relacionados por 3 delas (75%); o risco relativo a preço é citado 2 vezes (50%) e apenas 1 delas se referiu ao meio ambiente.

Nos relatórios relativos ao ano de 2001, o risco de concorrência foi mencionado por todas as empresas (100% da amostra); o risco de tecnologia por 3 delas (50% da amostra como em 2000) e, como em 2000, apenas uma delas mencionou riscos relativos ao meio ambiente. Já os riscos referentes a conflito de acionistas foi mencionado 2 vezes em 2001 contra 3 em 2000; o de preços uma única vez contra 2 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 que em 2000, as 4 empresas em conjunto mencionaram 13 fatores de risco, em 2001 elas mencionaram apenas 11

5.4.Riscos Não Vinculados ao Negócio

Nos riscos não vinculados ao negócio identificamos 12 tipos de riscos a saber: taxa de câmbio, taxa de juros, instabilidade macro econômico, político, legal, regulamentação, liquidez de *fundings*, liquidez de ativo, fraude, política tributária, operacional e desastre conforme tabela III.

Esses 12 tipos de riscos, em 2000 foram mencionados com a seguinte frequência: taxa de juros e regulamentação, foram os mais citados 3 (75%). Estabilidade macroeconômica,

político, operacional e taxa de cambio foram citados 2 vezes (50%). Mencionados, apenas uma única vez 25% legal, liquidez de *funding* e desastre.

Em 2001 todas as empresas (100% da amostra) mencionaram riscos relativos a taxa de cambio , taxa de juros, instabilidade macro econômica , político e regulamentação; mencionados duas vezes em 2001 contra uma única 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 quem em 2000 o primeiro foi mencionado duas vezes e o segundo também uma única vez.

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

Esses dados revelam a ainda a pouca disposição das empresas em revelar sua exposição aos riscos vinculados ao negócio cabendo observar que, não há qualquer menção a riscos relacionados ao produto/serviço, cliente, capital intelectual, político 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 este aspecto cabe observar que a indústria de intermediários financeiros, já vêm desenvolvendo, seja por iniciativa próprio ou por imposição das agências reguladoras estas 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 sequência.

5.5. Qualidade da Informação Disponibilizada

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

Para operacionalizar essa avaliação estabeleceu-se, de forma arbitrária, os seguintes critérios identificados nas tabelas II e III com os seguintes símbolos:

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

A partir dessa classificação foi feita a leitura dos relatórios e tabulação dos critérios adotados por cada companhia, sempre na visão dos pesquisadores, e a partir disso foram feitos alguns comentários sobre os dados apresentados na tabela III, que se apresentam a seguir: Nesta primeira análise trabalhamos estamos fizemos uma junção dos diversos riscos citados por fatores de riscos reduzindo os 35 riscos citados nos anos de 2.000 e 2.001 em apenas 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 (50%) da amostra. Já em 2001 todas as empresas (100% da amostra) avaliaram de forma satisfatória os aspectos financeiros e ainda uma delas avaliou da mesma forma o risco legal e de regulamentação.

Em 2000 apenas 4 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 este total subiu para 6 adicionando –se aos riscos acima citados os relativos a instabilidade macro econômica 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 avaliado.

O que se percebe nestas avaliações é que a grande parte das informações sobre riscos estão sendo relatadas de forma muito subjetiva, o que dificulta a correta avaliação da exposição das empresas aos mesmos.

A partir, dos dados da tabela II resumimos os diversos riscos citados por classificação obtida e apresentamos abaixo de forma comparativa entre as empresas:

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%

Tabela I: Qualidade da Demonstração dos Tipos de Riscos

A tabela apresentada acima 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 III, já analisada no início deste trabalho.

6. Considerações e Ponderações Finais

Como se verificou, todas as empresas selecionadas na amostra cumpriram rigorosamente o estabelecido na norma expedida pela SEC – *Security Exchange Commission*. Entretanto como pode-se observar nas tabelas II e III, a maioria das empresas descrevem em

detalhes somente os fatores de risco que não estão associados ao negócio, quantificando-os por vezes, e deixam de explorar os riscos relacionados a atividade e suas prováveis consequências. Quais seriam então os motivos que conduzem os gestores dessas empresas a agir dessa forma?

Baseado na observação e na análise dos dados pesquisados, pode-se destacar alguns aspectos que poderiam explicar a adoção desta política, a saber:

Em primeiro lugar, cabe salientar a própria cultura de obediência a letra da lei e não ao seu espírito. Dentro desta ótica só haverá crime se houver lei anterior que o defina, ou seja se não constar na lei não há punição. Esta conduta, resulta no cumprimento estrito da lei ou norma, deixando-se de observar o seu verdadeiro e essencial sentido.

Outro aspecto a ser considerado é a não divulgação, possivelmente deliberada, de informações ligadas a política estratégica das empresas. Para reforçar esta 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 dos riscos envolvidos. Apenas a título de 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 a questão do mercado eficiente. Aqui uma vez mais se identifica uma assimetria no tocante as informações disponibilizadas ao mercado.

Ao que parece, os gestores dessas empresas delegaram aos analistas de mercado a incumbência de prognosticar, quantificar e mensurar as consequências à exposição aos riscos, pressupondo intencionalmente, que estes podem possuir mais conhecimentos do que os próprios administradores.

Em função da ocorrência dessas possibilidades, seria lógico admitir ao menos uma distorção da realidade em que essas empresas estão inseridas, o que pode induzir os investidores a decisões erradas ou no mínimo insuficientemente embasadas.

É fundamental ressaltar que os comentários e conclusões deste estudo limitam-se, obviamente, ao universo pesquisado, metodologia empregada e aos dados analisados. Portanto, para um entendimento mais amplo do fenômeno é necessário que estudos e pesquisas mais detalhados sejam realizados.

Uma das questões a serem discutidas em outros estudos é a relevância desta informação para o analista de mercado e quais as problemáticas para a divulgação de informações estratégicas pelos administradores.

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

Bibliografia

BOTOSAN, C. A. – Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, The Accounting Review, v. 72, nº 3, 1997. pp. 323 – 349

DUARTE, Antonio Marcos – Risco: Definições, Tipos, Medição e Recomendações para seu Gerenciamento, São Paulo: Revista Resenha BM&F, nº 114, novembro-dezembro de 1996. p. 25-33.

FAMA, E. – Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work , New York, The Journal of Finance, v.25, 1970. p. 383-417.

HENDRIKSEN, Eldon S. e BREDÁ, Michael F. Teoria da Contabilidade, São Paulo, Editora Atlas, 1999.

JORION, Philippe – Value at Risk – The New Benchmark for Managing Financial Risk , 2º Ed., New York: MacGraw – Hill, 2000.

LOPES, Alexsandro Broedel -A Informação Contábil e o Mercado de Capitais, São Paulo: Pioneira Thomson Learning Ltda., 2002.

NAKAGAWA, Masayuki, Estudo de Alguns Aspectos de Controladoria que Contribuem para a Eficácia Gerencial, Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA-USP, São Paulo, 1987.

O'HARA , M. Market Microstructure Theory , Oxford : Blackwell Publishers Ltd., 1999

PAXSON, Dean e WOOD, Douglas – The Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance , Oxford: Blackwell Publishers Ltd., 1998.

PORTER, Michael E. – A Estratégia Competitiva – Técnicas para Análise de Industrias e da Concorrência , 18º Ed., Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.

SENGUPTA, P. - Corporate Disclosure Quality and The Cost of Debt, The Accounting Review, v.73, nº4, 1998. pp.459 – 474

SHLEIFER, A – Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance, Oxford: Oxford University Press, 2000.

WINSTON, Wayne L. Simulation Modeling Using @Risk, California:International Thomson Publishing, 1996.

Detalhamento dos Fatores de Riscos - Tabela II

	Telecentroeste		Telenordeste		Brasil Telecom		Telesp	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Riscos vinculados ao negócio								
Concorrência								
Segmento	•	•		•				
Concorrência	•	•	•	•	■	■	•	•
Fornecedores								
Flutuações de Interconexão	•	•	•	•				
Dependência a fornecedores e serviços								
Preços								
Capacidade de aumentar as tarifas	•	•	•					
Tecnologia								
Avanço tecnológico concorrentes	•	•	•	•	•	•	•	•
Serviços operados através de satélite	•	•						
Meio Ambiente								
Licença Ambiental					■	■		
Pessoal								
Funcionários estratégicos	•	•						
Conflito de acionistas								
Conflito de interesse 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 macro econômica								
Risco de Inflação	•	•	•	•		■	•	•
Volatilidade do mercado	•	•	•	•		■	•	•
Político								
Risco político		•		•			•	•
Confisco de ativos					•	■		
Legal								
Obrigações trabalhistas					•	▲		
Comunicação processual		■			•	•		
Regulamentação								
Reforma tributária	■	■		■				
Regulamentação pelo governo	■	■	■	■	•	▲	■	■
Aplicação retroativa de impostos					•	▲		
Cumprimento dos termos da concessão					•	•		
Liquidez de funding								
Nível de Endividamento				•				
Escândalos contábeis				•				
Necessidade de Financiamento					•	•		
Operacional								
Utilização não autorizada-rede/Fraude	•	•			•	•		
Implementação de Joint Venture								•
Investimentos em cias ligadas							■	■
Dependência ao sistema de informações					•	•		

Fatores de Riscos Classificados: Tabela III								
Risco 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 ↑
Risco não Vinculados ao Negócio	Brasil Telecom		Telesp Participações		Tele Norte Leste		Tele Centro Oeste	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Taxa de câmbio		▲	▲	▲		▲	▲	▲
Taxas de juros	●	▲	▲	▲		▲	▲	▲
Estabilidade da Economia		■	●	●	●	●		●
Político	●	■		●	●	●		●
Legal	●	▲						
Regulamentação	●	▲	■	■	●	●		●
Liquidez de funding	●	●		●				
Operacional	●	●			●			
Desastres	●	●						●
Total	7	9 ↑	4	6 ↑	4	5 ↑	2	6 ↑