

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

Divulgação do Risco de Mercado

Um caso de empresas Portuguesas

Mónica Lopes Graça

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de

MESTRE EM CONTABILIDADE

ORIENTADORA: Doutora Maria Teresa Alves

Setúbal, 2012

Dedico esta dissertação à minha Mãe

AGRADECIMENTOS

Todo este trabalho não seria possível de realizar sem o apoio de várias pessoas, às quais agradeço todo o apoio e contributo.

Em primeiro lugar, agradeço à minha orientadora a Professora Doutora Teresa Alves por toda a partilha do seu conhecimento, incentivo, orientação e disponibilidade.

Agradeço às minhas amigas e colegas do Mestrado Ana e Anabela por todo o apoio e motivação em todo este caminho que atravessámos juntas.

Não posso deixar de agradecer aos amigos, que me apoiaram e incentivaram.

À minha família e ao meu namorado, um obrigado muito especial por todo o apoio, paciência e total compreensão nesta fase da minha vida em que muitas vezes ficaram privados da minha companhia, para que me pudesse dedicar a este trabalho.

Índice Geral

Dedicatória	iii
Agradecimentos	iv
Índice de quadros	vi
Índice de gráficos	vii
Lista de abreviaturas	viii
Resumo	IX
Abstract	X
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	2
2.1. Definição de Risco e de Risco de Mercado	2
2.2. Tipologias de risco de mercado	3
2.3. Medição do risco de mercado	5
2.4. Divulgação de informação sobre o risco de mercado	6
2.4.1. Divulgação Voluntária de informação sobre o risco de mercado	6
2.4.2. Divulgação Obrigatória de informação sobre o risco de mercado	8
2.5. Estudos empíricos sobre a divulgação de informação sobre o risco de mercado	14
3. Metodologia	18
3.1. Método da Análise	18
3.2. Selecção da amostra	20
3.3. Análise de conteúdo	21
4. Análise e Discussão dos Dados Obtidos	27
5. Conclusão	42
6. Referências Bibliográficas	44
7. Apêndices	48

Índice de Quadros

Quadro 1. Empresas da Amostra	20
Quadro 2. Exemplos de classificação e categorização das frases de Risco de Taxa de Juro	23
Quadro 3. Exemplos de classificação e categorização das frases de Risco Cambial	24
Quadro 4. Exemplos de classificação e categorização das frases de Outros Riscos de Preços	25
Quadro 5: Exemplos de frases de utilização de instrumentos de cobertura	40

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Número de divulgações por empresa	27
Gráfico 2. Risco Cambial por empresa	29
Gráfico 3. Risco de Taxa de Juro por empresa	30
Gráfico 4. Risco de Outros Preços	31
Gráfico 5. Número de divulgações por tipo de risco de mercado e empresas	32
Gráfico 6. Nº de divulgações por tipo de mercado	33
Gráfico 7. Classificação Qualitativa	35
Gráfico 8. Classificação Qualitativa por empresas	36
Gráfico 9. Classificação Quantitativa	37
Gráfico 10. Classificação Quantitativa por empresas	38
Gráfico 11. Número de divulgações de instrumentos de cobertura	39

Lista de Abreviaturas

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNC – Comissão de Normalização Contabilística

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DL – Decreto – Lei

FERMA – *Federation of European Risk Management Associations*

FFR – *Financial Reporting*

FRS – *Financial Reporting Standard*

IAS – *International Accounting Standards*

IFRS – *International Financial Accounting Standards* (Norma Internacional de Relato Financeiro)

NYSE – *New York Stock Exchange*

R&C – Relatórios e Contas

SA – Sociedade Anónima

SEC – *Securities and Exchange Commission*

SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

VaR – *Value at risk*

Resumo

As empresas com títulos cotados em bolsa são obrigadas a cumprir um conjunto de requisitos de divulgação de informação sobre o risco que resultam, entre outras, das imposições da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários e das regras contabilísticas, em particular da IFRS 7 (Norma Internacional de Relato Financeiro – Instrumentos Financeiros: Divulgação de Informações).

Através da análise dos relatórios e contas do ano de 2010 das empresas que, em 19 de Março de 2012, integravam o PSI20, pretende-se verificar o cumprimento da divulgação de informação, especificamente, no que diz respeito à divulgação do risco de mercado. Aborda-se, também, a problemática da divulgação voluntária. Recorrendo ao método da análise de conteúdo, analisou-se o nível de divulgação de informação por tipo de risco de mercado, numa perspectiva qualitativa e quantitativa, e se as empresas divulgam a utilização de instrumentos de cobertura para minimizar esses riscos. Verificou-se que, na sua grande maioria, as empresas cumprem os requisitos da IFRS 7, que a informação sobre o risco de taxa de juro é a mais observada e que, em geral, utilizam instrumentos derivados para minimizar os riscos de mercado.

Palavras-chave: Divulgação, risco de mercado, risco cambial, risco de taxa de juro, outros riscos de preços, IFRS 7.

Abstract

It is compulsory for listed companies to fulfil a set of requirements about information risk disclosure. That happens, among other reasons, because of the impositions of Comissão de Mercado de Valores Mobiliários and the accounting rules, particularly the IFRS 7 (International Financial Reporting Standards – Financial Instruments: Disclosures).

By analyzing the 2010 annual accounts of the companies that, on March the 19th, 2012 integrated the PSI20, we try to verify compliance with information disclosure, specifically regarding market risk information disclosure. The voluntary disclosure issue was, also, addressed. Using the content analysis method, we analyzed the information disclosure level by market risk type, in both qualitative and quantitative perspectives, and whether companies disclose the use of hedging instruments to minimize these risks. It was found that the great majority of the companies fulfil IFRS 7 requirements, that the information about interest rate risk is the most observed and, in general, that they use derivative instruments to mitigate market risks.

Keywords: Disclosure, market risk, currency risk, interest rate risk, other prices risk, IFRS 7.

1. Introdução

Desde a crise financeira americana e os escândalos financeiros até à crise da dívida soberana que continua a afectar Portugal, os temas da gestão do risco e da divulgação dos riscos a que as empresas estão sujeitas têm cada vez uma maior relevância. As empresas foram obrigadas a transmitir maior confiança aos seus investidores e aos mercados. Para tal as empresas divulgam cada vez mais informação quer financeira quer não financeira, seja ela obrigatória ou voluntária. A divulgação da informação sobre o risco é uma questão fundamental na comunicação das empresas (Beretta e Bozzolan, 2004). E o risco é um elemento incontornável de qualquer empreendimento empresarial (Amran, et al 2009). São várias as definições de risco que se podem encontrar na literatura. Segundo Kropp et al (1999, citado por Alves, 2005:42) risco pode ser definido como “acontecimentos futuros incertos que possam influenciar o alcance dos objectivos estratégicos, operacionais e financeiros da organização”.

Este estudo teve como base o estudo de Othman e Ameer (2009), que analisaram as práticas de divulgação do risco de mercado em conformidade com a Financial Reporting Standart (FRS) 132¹: “Instrumentos financeiros – Divulgação e apresentação”, das empresas da Malásia para os anos de 2006/2007. Assim, tem como objectivo elaborar uma análise do nível das divulgações sobre risco de mercado efectuado por empresas Portuguesas no ano de 2010, que em 19 de Março de 2012 integravam PSI202, em conformidade com a IFRS 7 (Norma Internacional de Relato Financeiro – Instrumentos Financeiros: Divulgação de Informações), para verificar o nível de divulgação de informações sobre risco de mercado, nomeadamente quanto à divulgações das políticas de riscos de mercado, tipos de risco de mercado e à divulgação das medidas para fazer face a esses riscos. Assim, no capítulo 2, é efectuada uma revisão de literatura em que se inserem as definições dos conceitos fundamentais, tais como risco e risco de mercado, os tipos de riscos de mercado que podem existir (risco cambial, risco de taxa de juros e outros riscos de preços); e se tratam os temas da medição do risco e divulgação obrigatória e voluntária

¹ Norma de relato financeiro aplicada na Malásia.

² PSI20 o principal índice da Euronext Lisboa e é composto pelas maiores empresas portuguesas no mercado de capitais. (www.psi20.net.pt, 2012)

de informação efectuando uma abordagem às medidas de risco de mercado e quais os mais utilizados. No capítulo 3 é definida a metodologia do estudo e são colocadas as questões para o desenvolvimento da análise, com recurso à análise foi efectuada através da análise de contudo dos Relatórios e Contas das empresas da amostra. Por último, são analisados os dados recolhidos e apresentada a conclusão, incluindo limitações do estudo e algumas sugestões para linhas de investigação futuras.

2. Revisão de Literatura

2.1. Definição de Risco e de Risco de Mercado

Na literatura encontram-se várias definições e perspectivas de risco. “O risco pode ser definido como a combinação da probabilidade de um acontecimento e das suas consequências (ISO/IEC Guide 73). O simples facto de existir actividade, abre a possibilidade de ocorrência de eventos ou situações cujas consequências constituem oportunidades para obter vantagens (lado positivo) ou então ameaças ao sucesso (lado negativo)” (FERMA, 2003: 3).

Kropp et al (1996, citados por Alves e Morais, 2005) consideram que o risco pode ser definido como uma ameaça ou um acaso (esta é a forma como normalmente os gestores entendem o conceito, ou seja, numa perspectiva negativa); uma incerteza (referindo-se à forma como os resultados são distribuídos); ou uma oportunidade (relação entre o risco o retorno).

Os livros de finanças normalmente definem o "risco" como um conjunto de resultados decorrentes de decisão aos quais podem ser atribuídas probabilidades, enquanto a "incerteza" surge quando não podem ser atribuídas probabilidades aos resultados definidos (Watson e Head, de 1998, citado por Linsley e Shrives de 2006).

Linsley e Shrives (2006), consideram que há divulgações de risco quando o leitor é informado de qualquer oportunidade ou perspectiva, ou de qualquer perigo, dano, ameaça ou exposição, que possa causar ou vir a causar impacto sobre a empresa ou da gestão de qualquer oportunidade, perspectiva, perigo, dano, ameaça ou exposição. Esta é uma definição ampla de risco e abrange o “risco bom” e o “risco mau” e as incertezas. Esta definição justifica discussões sobre a forma como o risco é mais facilmente entendido (Lupton 1999, citado por Linsley e Shrives, 2006).

Segundo Parker (1995, citado por Alves e Morais, 2005:3) existe um tipo de risco que é o “risco do mercado de capitais” que está relacionado com o uso dos instrumentos financeiros. Este risco divide-se em risco de taxa de juro; risco de liquidez; e risco cambial. Este é o risco que normalmente é designado por “risco de mercado”

Ameer (2009) e Othman e Ameer (2009) definem o risco de mercado como o risco de perda decorrente das mudanças adversas nas taxas de mercado e preços, como as taxas de juros, de câmbio, preços de mercadorias, ou as cotações das acções. Trata-se de uma definição semelhante à apresentada no normativo contabilístico. De facto, segundo a IFRS 7 - International Financial Reporting – “Instrumentos Financeiros: Divulgação de Informações” (Apêndice A)³ o risco de mercado consiste no “risco de que o justo valor ou o fluxo de caixa futuro de um instrumento financeiro venha a flutuar devido a alterações nos preços de mercado.” Este tipo de risco engloba o risco cambial, o risco de taxa de juro e outros riscos de preços.

2.2. Tipologias de risco de mercado

A norma referida (IFRS 7, Apêndice A e B) apresenta as seguintes definições para os tipos de risco de mercado enunciados:

Risco cambial: “O risco de que o justo valor ou o fluxo de caixa futuro de um instrumento financeiro venha a flutuar devido a alterações das taxas de câmbio” (Apêndice A). “O risco cambial (ou risco de taxa de câmbio) advém de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira, i.e. numa moeda que não a moeda funcional na qual são mensurados. Deve ser divulgada uma análise de sensibilidade para cada divisa à qual uma entidade está exposta de forma significativa.” (Apêndice B, §B23)

Risco de taxa de juro: “O risco de que o justo valor ou o fluxo de caixa futuro de um instrumento financeiro venha a flutuar devido a alterações das taxas de juro do mercado” (Apêndice A). Este risco “advém de instrumentos financeiros que vencem juros,

³ Regulamento (CE) N° 1606 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho de 2002, alterado pelo Regulamento (CE) N° 149 do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 Fevereiro de 2011.

reconhecidos no balanço (por exemplo, empréstimos e contas a receber e instrumentos de dívida emitidos), e de alguns instrumentos financeiros não reconhecidos no balanço (por exemplo alguns compromissos de empréstimos).” (Apêndice B, §B22)

Outros riscos de preços: “O risco de que o justo valor ou o fluxo de caixa futuro de um instrumento financeiro venha a flutuar devido a alterações nos preços de mercado (que não as associadas a riscos de taxa de juro ou riscos cambiais), quer essas alterações sejam causadas por factores específicos do instrumento individual ou do emitente, quer por factores que afectem todos os instrumentos similares negociados do mercado” (Apêndice A). Estes riscos “advêm de instrumentos financeiros devido a alterações nos preços de mercadorias ou nos preços de acções, por exemplo... uma entidade pode divulgar o efeito de uma diminuição em determinado índice de bolsa, preço de mercadoria ou outra variável de risco. Por exemplo, se uma entidade conceder garantias de valor residual que sejam instrumentos financeiros, a entidade deve divulgar o aumento ou a diminuição do valor do activo ao qual a garantia se aplica” (Apêndice B, §B25). No parágrafo 26 do Apêndice B a norma apresenta outros exemplos de instrumentos financeiros que dão origem a um risco do preço das acções, nomeadamente:

- “Detenção de participações em outra entidade;
- investimento num *trust* que, por sua vez, detém investimentos de capital próprio;
- contratos a prazo (*forward*) opções de compra ou venda em determinadas quantidades de um instrumento de capital próprio e *swaps* indexados a preços de acções.”

No caso particular do risco cambial, segundo Matos (1992:191-192) podem ser identificados três tipos de risco cambial que podem afectar uma empresa. São eles: o risco de transacção; o risco de conversão e o risco de exposição económica. O risco de transacção é o risco “que decorre de transacções que se façam em moeda externa, sejam comerciais ou financeiras”. O risco de conversão pode ser definido como o risco “que ocorre quando se faz a conversão para a moeda nacional, para efeitos de registo ou consolidação de contas, de valores expressos noutras moedas”. Por último, o risco de exposição económica “resulta do negócio da empresa, da estrutura dos mercados em que ela opera, da concorrência e do modo como os custos, os preços e os resultados respondem aos movimentos das taxas de câmbio”.

2.3. Medição do risco de mercado

As medidas do risco de mercado mais comuns são o Beta (β) e o *Value at Risk* (VaR).

O Beta é o indicador de medição de risco de mercado utilizado, no modelo de *Capital asset pricing model*⁴ (CAPM) e é normalmente definido como a medida do retorno accionista, incluindo dividendos, ganhos e perdas, que variam com o retorno no mercado financeiro (Abdelghany, 2005). Trata-se de uma medida estatística que relaciona a covariância entre a rendibilidade de um título e a rendibilidade do mercado, com a variância da rendibilidade do mercado.

Brealey et al (2007) definem (β) como a sensibilidade ao risco de mercado de um título de uma carteira de títulos diversificada.

Segundo Jorion (1997, citado por Lim e Tan 2007: 354), o VaR fornece um resumo estatístico da ordem de grandeza das perdas potenciais devido ao risco de mercado. O VaR capta o efeito combinado da volatilidade subjacente e exposição líquida ao risco de mercado que inclui os riscos de taxa de juro, risco cambial, risco de capital e risco de *commodity*.

O VaR é predominantemente utilizado pelas instituições financeiras (Lim e Tan, 2007), no entanto as empresas não financeiras também podem optar pela sua utilização para divulgar a sua exposição ao risco de mercado, conforme o disposto na IFRS 7 (§41).

Alguns dos objectivos do VaR são, de acordo com Hodgkinson et al (1998; Alves 2005:79, 80) fazer divulgações sobre derivados e outros instrumentos financeiros; auxiliar as empresas na gestão do risco; medir o risco de mercado e outros tipos de riscos; resumir em apenas uma medida de risco todos os factores e interacções; calcular o movimento negativo máximo da posição financeira de uma empresa num determinado período de tempo.

No entanto esta medida pode apresentar alguns inconvenientes. De acordo com alguns autores (Beckett, 1997, Logan e Montgomery, 1997, citados por Lim e Tan, 2007: 354) os gestores que escolhem o VaR para as divulgações quantitativas podem basear suas

⁴ O CAPM é um modelo muito utilizado pelos analistas financeiros para estimar o custo do capital. “O modelo indica de forma directa a relação entre o risco e a rendibilidade exigida pelos accionistas isto é, o custo de capital próprio” (Neves, 2002:112).

estimativas em suposições subjectivas e questionáveis sobre os eventos futuros e acções, proporcionando-lhes a oportunidade para deturpar a exposição das empresas ao risco mercado. Além disso, existem diferentes métodos⁵ para calcular o VaR. Métodos esses, que têm diferentes níveis de precisão e eficiência (Huang e Lin, 2004, Angelidis et al 2007, citados por Lim e Tan, 2007:354).

Outra desvantagem apontada por alguns autores, (Hodder et al., 2001, citados por Lim e Tan, 2007:354), outra desvantagem apontada ao VaR é o facto de os investidores poderem ter dificuldade de compreender as implicações de cada método e a dificuldade em processar a quantitativa, probabilisticamente os números calculados o que faria com que as divulgações relacionadas com o VaR não contribuiriam para melhorar as avaliações dos investidores em relação à exposição ao risco de mercado a que as empresas podem estar sujeitas.

Para além destas medidas, existem empresas que utilizam outro tipo de análise para medirem o risco a que se encontram expostas e em que medida os seus resultados podem ser afectados. Nomeadamente, para o risco de taxas de juro, para o qual efectuem análises de sensibilidade utilizando técnicas de análise que medem os impactos estimados nos resultados e nos capitais de um aumento ou diminuição imediato das taxas de juro de mercado, face às taxas aplicadas à data do balanço para cada classe de instrumento financeiro, mantendo todas as outras variáveis constantes.

2.4. Divulgação de informação sobre o risco de mercado

2.4.1. Divulgação voluntária de informação sobre o risco de mercado

A divulgação de informação é efectuada porque existe legislação que a isso obriga mas, também, pode ser efectuada de forma voluntária.

A divulgação voluntária diz respeito à qualidade das informações de carácter financeiro e económico sobre as operações, recursos e obrigações de uma empresa, que sejam úteis aos accionistas, e que são entendidas como sendo aquelas que de alguma forma influenciam na tomada de decisões, envolvendo a empresa e o acompanhamento da evolução patrimonial,

⁵ Exemplos: *Delta-normal valuation*; simulação histórica e Monte Carlo (Jorion, 2007)

possibilitando o conhecimento das acções passadas e a realização de inferências em relação ao futuro (Niyama e Gomes 1996, citados por Carvalho et Al: 2). Para Meek et al (1995) é aquela que excede o que é previsto na lei e representa uma escolha livre por parte dos gestores em divulgar informações adicionais para o processo de tomada de decisão dos investidores.

De acordo com Beretta e Bozzolan (2004) a divulgação voluntária de informação justifica-se porque os investidores precisam entender os riscos que uma empresa corre para criar valor e os investidores querem estar informados sobre a sustentabilidade das estratégias de criação de valor. Como a divulgação obrigatória é de carácter geral, pode não satisfazer as necessidades informativas de utilizadores específicos, como sejam os investidores.

As informações sobre o rendimento e as informações constantes do balanço e da demonstração dos fluxos de caixa, tem sido a informação mais utilizada para as análises dos investidores mas, actualmente, já não é suficiente. No entanto as mesmas continuam a ser utilizadas como base para as previsões futuras (Borio e Tsarsaronis, 2005). Hoje em dia as mudanças económicas são muito rápidas e os seus efeitos são igualmente rápidos e estão interligados com os diversos acontecimentos económicos da esfera nacional, europeia e mundial e conseqüentemente, as empresas estão sujeitas a riscos cada vez maiores. Desta forma é crescente a necessidade de informação complementar à informação que permita aos gestores, investidores, trabalhadores e o público em geral antecipar os riscos que as empresas enfrentam. Este é um dos objectivos da divulgação de informação sobre riscos. Ou seja, preencher a "lacuna da informação meramente financeira" (Borio e Tsarsaronis, 2005).

Hodgkinson et al, (1998, citado por Alves e Morais, 2003:5), consideram que a divulgação dos riscos tem vários objectivos e identificam os seguintes: "reduzir o custo do capital" (na medida em que as empresas com mais elevado nível de risco têm taxas mais elevadas relativas aos empréstimos que contraem); "encorajar uma melhor gestão do risco" (esta melhoria "poderá intensificar os fluxos de caixa, reduzir a volatilidade e reforçar os efeitos positivos sobre o valor para o investidor" o que proporcionaria a redução dos custos financeiros); "e relatar sobre o risco" (um investidor melhor informado sobre os risco a que o seu investimento está exposto fica mais protegido).

Segundo Borio e Tsatsaronis (2006) os investidores externos, accionistas ou detentores de dívida pretendem ter informações sobre o desempenho financeiro das empresas de forma a poderem tomar decisões sobre as mesmas. Pretendem ter informações históricas e presentes que lhes permitam traçar um perfil dos riscos ao longo do tempo e que permita prever a sua evolução futura. É evidente que isso implica a necessidade de a informação e as medidas de risco serem fiáveis.

São várias as teorias que procuram explicar a divulgação de informação voluntária. Shrives e Linsley (2002, citados por Alves e Morais 2005:6,7) referem que “a teoria de agência considera a divulgação como um meio de convencer os accionistas e outros utilizadores de que a empresa está a ser adequadamente gerida.” De acordo com a teoria, “os custos de agência variarão com a dimensão, o endividamento e a cotação dos títulos da sociedade.” Para a teoria da sinalização as empresas ao divulgarem mais informação e ao divulgarem as actividades de gestão de risco pretendem distinguir-se das outras empresas.

As divulgações sobre os riscos podem trazer inconvenientes para as empresas, sendo das mais relevantes a potencial desvantagem competitiva que pode resultar da divulgação dos riscos (Alves e Morais, 2005). Segundo Healy e Palepu, (2000, citados por Alves e Morais, 2005:7) existem estudos que referem que mesmo que seja mais dispendioso o custo do capital as empresas têm um incentivo para não divulgar informação que possa reduzir a sua posição competitiva.

De acordo com Othman e Ameer (2009), as empresas limitam a divulgação de informações sobre o risco potencial para o mercado devido à existência de custos de proprietário, o que é consistente com teoria dos custos de propriedade.

2.4.2. Divulgação Obrigatória de informação sobre o risco de mercado

Além da informação que as empresas podem divulgar voluntariamente, existem também, divulgações que são obrigatórias, quer por imposições nacionais quer internacionais. Em Portugal muitas das imposições resultam da introdução no direito interno de directivas ou regulamentos da União Europeia.

O Regulamento 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia, “tem como objectivo a adopção e a utilização das normas internacionais de contabilidade na Comunidade, com vista a harmonizar as informações financeiras

apresentadas pelas contas consolidadas das sociedades cujos títulos são negociados publicamente, por forma a assegurar um elevado grau de transparência e de comparabilidade das demonstrações financeiras e, deste modo, um funcionamento eficiente do mercado de capitais da Comunidade e do mercado interno.” Este regulamento foi introduzido no direito interno através do DL35/2005 de 17 de Fevereiro e, além de impor a sua aplicação a partir de 2005 às sociedades referidas, estabelece a possibilidade de aplicação das normas do IASB/IFRS na preparação e apresentação das demonstrações financeiras consolidadas de entidades não cotadas e das demonstrações financeiras individuais de entidades cotadas e não cotadas.

O DL35/2005 também introduziu algumas alterações ao Código das Sociedades Comerciais (CSC) que dão ênfase à obrigatoriedade de divulgação de informação sobre o risco. Este código, no artigo 66º, refere que as sociedades devem incluir, no relatório de gestão, “uma exposição fiel e clara da evolução dos negócios, do desempenho e da posição da sociedade, bem como uma discrição dos principais riscos e incertezas com que a mesma se defronta.” Refere ainda, no nº 5 a) do mesmo artigo, que devem ser indicadas “a evolução da gestão nos diferentes sectores em que a sociedade exerceu actividade, designadamente no que respeita a condições a condições de mercado, ...”. Na alínea h) menciona que o relatório de gestão deve fazer menção sempre que seja relevante de quais são “os objectivos e as políticas da sociedade nas matérias de gestão dos riscos financeiros, incluindo as políticas de cobertura de cada uma das principais categorias de transacções previstas para as quais seja utilizada a contabilização de cobertura, e a exposição por parte da sociedade aos riscos de preço, de crédito, de liquidez e de fluxos de caixa”. No que concerne ao Anexo às contas⁶, que é parte integrante do Relatório e Contas (R&C), é referido no CSC que deve ser divulgada informação “sobre a natureza e o objectivo comercial das operações não incluídas no balanço e o respectivo impacto financeiro, quando os riscos ou os benefícios resultantes de tais operações sejam relevantes e na medida em que a divulgação de tais riscos ou benefícios seja necessária para efeitos de avaliação da sociedade.”

⁶ Ou “Notas compreendendo um resumo das políticas contabilísticas significativas e outras notas explicativas” que, de acordo com IAS 1 do IASB (§8 e)) integram o “conjunto completo” das demonstrações financeiras têm de divulgar.

As empresas cotadas em bolsa e que serão objecto deste estudo são reguladas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). A CMVM tem como “missão de supervisionar e regular os mercados de valores mobiliários e instrumentos financeiros derivados (tradicionalmente conhecidos como “mercados de bolsa”) e a actividade de todos os agentes que neles actuam” (CMVM, 2012). As empresas cotadas têm de enviar à CMVM os documentos que integram o relatório e contas anual, o qual deve incluir uma Declaração dos responsáveis da empresa em que "afirmem que, tanto quanto é do seu conhecimento, a informação foi elaborada em conformidade com as normas contabilísticas aplicáveis, dando uma imagem verdadeira e apropriada do activo e do passivo, da situação financeira e dos resultados do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação, quando for o caso, e que o relatório de gestão expõe fielmente a evolução dos negócios, do desempenho e da posição do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação, contém uma descrição dos principais riscos e incertezas com que se defrontam” (artigo nº 245º do Código dos Valores Mobiliários).

Quanto ao normativo contabilístico, a IFRS 7 (§1) é a norma que trata da divulgação da informação sobre o risco e tem como objectivo “exigir às entidades que forneçam divulgações nas suas demonstrações financeiras que permitam que os utentes avaliem: o significado dos instrumentos financeiros para a posição financeira e o desempenho da entidade; e a natureza e a extensão dos riscos decorrentes a instrumentos financeiros aos quais a entidade está exposta durante o período e na data de relato, assim como a forma como a entidade gere esses riscos.” Esta norma é de aplicação obrigatória desde 1 de Janeiro de 2007⁷.

A *International Accounting Standard* (IAS) 32 – “Instrumentos financeiros: apresentação” (§11) define os instrumentos financeiros considerados na IFRS 7 como “qualquer contrato que dê origem a um activo financeiro de uma entidade e a um passivo financeiro ou instrumento de capital próprio de uma outra entidade.” De acordo com esta norma (IAS 32) activo financeiro pode ser dinheiro; um instrumento de capital próprio de

⁷ Em 1 de Janeiro de 2010, entrou em vigor o Sistema de Normalização Contabilística (SNC), que se aplica a determinadas empresas que não adoptem o normativo internacional, e entrou em vigor a Norma Contabilística de Relato Financeiro (NCRF) 27 – “Instrumentos financeiros”, no entanto como a mesma tem como base a IFRS 7, apenas se irá fazer referência a esta IFRS.

uma outra entidade; um direito contratual (de receber dinheiro ou outro activo financeiro ou de trocar activos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade em condições que sejam potencialmente favoráveis para a entidade); ou um contrato que será ou poderá ser liquidado nos instrumentos de capital próprio da própria entidade e que seja” um não derivado ou um derivado de acordo com as condições expressas na norma. Define passivo financeiro como “um passivo que seja uma obrigação contratual de entregar dinheiro ou outro activo financeiro a outra entidade, ou de trocar activos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade em condições que sejam potencialmente desfavoráveis para a entidade; um contrato que será ou poderá ser liquidado nos instrumentos do capital próprio da própria entidade e que seja” um não derivado ou um derivado, nas condições estipuladas na norma. Define, ainda, o instrumento de capital próprio como “um qualquer contrato que evidencie o interesse residual nos activos de uma entidade após dedução de todos os seus passivos.”

As principais divulgações relacionadas com risco de mercado previstas na IFRS 7 são as seguintes, no que concerne a rubricas do Balanço:

- se a empresa tiver empréstimos ou outras contas a receber para as quais utilize o justo valor por via dos resultados para os designar então deverá (§9 c)) “divulgar a quantia de alteração, durante o período e de forma cumulativa, no justo valor do empréstimo ou conta a receber (ou grupo de empréstimos concedidos ou contas a receber) atribuível a alterações do risco de crédito do activo financeiro, determinado de uma das duas formas: como uma quantia da alteração no justo valor que não é atribuível a alterações das condições do mercado que possam dar origem a risco de mercado; ou ...
- as alterações nas condições de mercado que dão origem a risco de mercado incluem alterações numa taxa de juro observada (de referência), no preço de uma mercadoria, numa taxa de câmbio ou num índice de preços ou de taxas.”
- Se a empresa detiver passivos financeiros que sejam mensurados pelo justo valor por via de resultados deve divulgar (§ 10): “A quantia da alteração, durante o período e de forma cumulativa, no justo valor do passivo financeiro atribuível a alterações do risco de crédito do passivo financeiro, determinada de uma das duas formas: como a quantia da alteração no justo valor que não é atribuível a alterações das condições do mercado que possam dar origem a risco de mercado; ...as alterações nas

condições de mercado que dão origem a risco de mercado incluem alterações na taxa de juro de referência, no preço de um instrumento financeiro de outra entidade, no preço de uma mercadoria, na taxa de câmbio, ou no índice de preços ou de taxas. No caso de contratos que incluem uma característica de ligação a unidades de participação (*unit-linking feature*), as alterações nas condições de mercado incluem alterações no desempenho de fundo de investimento interno ou externo associado.”

Outras divulgações muito relevantes neste contexto, exigidas pela IFRS 7:

- “Uma entidade deve divulgar se os justos valores... são determinados directamente, no todo ou em parte, por referência a cotações de preço publicadas num mercado activo ou se são estimados utilizando uma técnica de valorização.
- Se os justos valores reconhecidos ou divulgados nas demonstrações financeiras são determinados, no todo ou em parte, utilizando uma técnica de valorização baseada em pressupostos que não sejam suportados por preços de transacções de mercado, correntes e observáveis, relativas ao mesmo instrumento, (i.e. sem modificação ou reestruturação do instrumento) e não são baseados em dados do mercado observáveis e disponíveis. No caso dos justos valores reconhecidos nas demonstrações financeiras, se a alteração de um ou mais desses pressupostos para uma alternativa razoavelmente possível resultar num justo valor significativamente diferente, a entidade deve indicar esse facto e divulgar o efeito do justo valor dessas alterações. Para essa finalidade, o impacto deve ser aferido relativamente aos resultados e ao total dos activos ou ao total dos passivos ou, quando as alterações no justo valor são reconhecidas no capital próprio, no que diz respeito ao capital próprio.” (§ 27)
- Por classe de instrumento financeiro, caso exista a diferença a diferença entre o “justo valor no momento do reconhecimento inicial” e a “quantia que seria determinada na data” de valorização do instrumento financeiro na situação em que não exista mercado activo para esse instrumento (§ 28).
- A norma (IFR7, § 29) indica as situações em que não exige “qualquer divulgação do justo valor. No que diz respeito a investimentos em instrumentos de capital próprio não cotados num mercado activo ou a derivados associados a tais instrumentos de capital próprio que sejam mensurados pelos custo segundo a IAS 39, porque o seu justo valor não pode ser mensurado com fiabilidade.” Neste caso, de acordo com o

parágrafo 30 c) da norma, a entidade deve proporcionar informação “para ajudar os utentes das demonstrações financeiras a efectuar os seus próprios julgamentos de valor acerca da extensão de possíveis diferenças entre a quantia escriturada desses activos financeiros e passivos financeiros e o seu justo valor, designadamente informação acerca do mercado para os instrumentos.”

A norma exige a divulgação de informação de carácter qualitativo e de carácter quantitativo. Em relação às primeiras dispõe que (§ 33) “para cada tipo de risco associado a instrumentos financeiros uma entidade deve divulgar a sua exposição ao risco e a origem dos riscos; os seus objectivos, as políticas e procedimentos de gestão de risco e os métodos utilizados para mensurar o risco; e quaisquer alterações nas alíneas a) ou b) anteriores casos referentes ao período anterior.” Em relação às divulgações quantitativas dispõe que (§ 34)⁸ “para cada tipo de risco associado a instrumentos financeiros a entidade deve divulgar: uma síntese quantitativa da sua exposição a esse risco à data de relato.” Devem ainda ser divulgadas informações adicionais representativas caso, à data do relato, os dados quantitativos divulgados não sejam representativos dos riscos aos quais a entidade está sujeita durante esse período (§ 35).

Esta norma dispõem, ainda, que a entidade “deve divulgar uma análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado ao qual está exposta à data de relato, que mostre a forma como os lucros ou prejuízos e o capital próprio teriam sido afectados por alterações na variável de risco relevante que fossem razoavelmente possíveis àquela data; os métodos e pressupostos utilizados na elaboração da análise de sensibilidade; e as alterações introduzidas nos métodos e pressupostos utilizados face ao período anterior, bem como as razões dessas alterações” (§ 40). No entanto estas divulgações ficam dispensadas caso a entidade elabore “uma análise de sensibilidade, tal como uma análise do valor-em-risco (*value-at-risk*), que reflecta interdependências entre variáveis de risco (por exemplo, taxas de juro e taxas de câmbio) e utilize essa análise para gerir os riscos financeiros... A entidade deve igualmente divulgar: uma descrição do método utilizado na elaboração dessa análise de sensibilidade, assim como dos principais critérios e pressupostos subjacentes aos dados fornecidos; e uma explicação do objectivo do método

⁸ Como alterado pelo Regulamento (UE) N° 149/2011 da comissão de 18 de Fevereiro de 2011

utilizado e das limitações que podem resultar do facto da informação não reflectir cabalmente o justo valor dos activos e dos passivos envolvidos” (§ 41). Caso as análises de sensibilidade referidas anteriormente não representem o “risco inerente a um instrumento financeiro... a entidade deve divulgar esse facto, bem como a razão pela qual considera que a análise de sensibilidade não é representativa” (§ 42).

Finalmente, de acordo com a IFR7 (Apêndice B, § 17) as entidades devem efectuar a divulgação de forma a “transmitir uma imagem global sem combinar informações com características diferentes acerca das exposições a riscos associados a ambientes económicos consideravelmente diferentes. Por exemplo: uma entidade que negoceia instrumentos financeiros pode divulgar esta informação separadamente para instrumentos financeiros detidos para negociação e não detidos para negociação; a entidade não deverá agregar a sua exposição a riscos de mercado em áreas de hiperinflação com a sua exposição aos mesmos riscos de mercado em áreas de inflação muito baixa. Se uma entidade estiver exposta a apenas um tipo de risco de mercado em apenas um ambiente económico, não deve apresentar essa informação de forma desagregada”.

Após uma reflexão sobre a divulgação voluntária e obrigatória, no ponto seguinte é efectuada uma breve exposição de alguns estudos empíricos sobre esta matéria.

2.5. Estudos empíricos sobre a divulgação de informação sobre o risco de mercado

Rajgopal (1999, citado por Linsley e Shrides, 2006) examinou a associação entre a exposição dos preços de mercadorias ao risco e a sensibilidade do mercado em relação ao preço do petróleo e ao preço do gás. Como esta associação foi confirmada, a conclusão foi que as revelações eram "úteis" no sentido de que eram indicadores confiáveis de sensibilidade ao preço. É importante notar que, embora, confirmando a veracidade das divulgações não ficou demonstrada a utilidade incremental das medidas de risco utilizadas para os investidores.

Beretta e Bozzolan (2004) apresentaram uma proposta de um quadro para a análise da comunicação de risco e um índice para medir a qualidade de divulgação de riscos. Referem que a literatura sobre a divulgação voluntária tem realçado que a quantidade pode ser usada como um indicador de qualidade. Os autores verificaram que, na análise da divulgação de riscos feita por empresas cotadas em bolsa, a atenção tem de

ser não só para o quanto é divulgado, mas também para o que é divulgado e como. A amostra é composta por empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Valores italiana. A regressão utilizada demonstra que a quantidade de divulgação não é influenciada quer pela dimensão, quer pelo tipo de sector. Assim, este método pode ser usado para avaliar a qualidade da divulgação de riscos.

Abedelghany (2005) realizou um estudo sobre os requisitos da *Financial Reporting Release* (FFR) nº 48 da *Securities and Exchange Commission* (SEC). Esta norma obriga à divulgação de riscos de mercado quantitativos e qualitativos relativamente a perdas decorrentes de alterações de taxas de juro, de taxas de câmbio, do preço das mercadorias e do preço das acções. O estudo focalizou-se no requisito de divulgação sobre o risco de mercado relacionado com o preço das acções. O autor efectuou esta abordagem estudando a relação entre o risco de mercado e os indicadores contabilísticos de risco, como o Beta, de forma a determinar quais as variáveis contabilísticas que deveriam ser divulgadas como substitutos de risco de mercado e se as entidades não cumpriam os requisitos da SEC derivado à inexistência de dados. O estudo incidiu sobre numa amostra de 323 empresas da *New York Stock Exchange* (NYSE). Utilizaram o método de análise de conformidade da amostra com os requisitos da SEC e uma regressão para análise dos dados recolhidos. Verificaram através da identificação das medidas contabilísticas mais intimamente associados como beta do mercado, como o gestor financeiro pode ser capaz de influenciar o valor beta alterando a estrutura da empresa.

Grout e Zalewsk (2005) consideram que é crucial entender o impacto das mudanças reguladoras sobre o risco de mercado. No entanto, a literatura não mostra como o risco responde a alterações reguladoras esperadas que são especificamente concebidas para mudar o risco. Neste sentido procuraram preencher esta lacuna, fornecendo um estudo detalhado de um caso. Usando uma amostra de quinze empresas do Reino Unido e dos Estados Unidos, entre 1993 e 2000, verificaram que as mudanças observadas no risco de mercado são significativas e consistentes com a teoria.

Combes-Thuélin et al (2006) referem que a divulgação orientada do risco é uma questão fundamental para a comunicação das empresas e nesse sentido foram muitas as medidas implementadas quer nos Estados Unidos da América quer na Europa para promover a transparência sobre os riscos que as empresas enfrentam, especialmente, as empresas cotadas. O aumento dos requisitos de divulgação sobre riscos leva à necessidade

de verificação da conformidade com esses requisitos. Ora, esta necessidade levanta questões como: “O que é necessário divulgar? O que é o risco?” Para responder a estas questões os autores usaram um método qualitativo, baseado em Huberman e Miles (1994) para explorar os dados recolhidos: relatórios anuais das empresas, leis, normas de contabilidade, e fontes profissionais. Neste estudo estabeleceram um inventário das regras existentes relacionadas com a divulgação do risco que as empresas francesas enfrentavam e verificaram que não existia consenso entre as diferentes peças da legislação. Ficou, também, demonstrado que a terminologia utilizada divergia de empresa para empresa.

Linsley e Shrivies (2006) procuraram preencher o vazio na literatura e nos estudos exploratórios sobre a divulgação do risco. Para tal estudaram os relatórios anuais de uma amostra de 79 empresas do Reino Unido, utilizando a análise de conteúdo. Encontraram uma associação significativa entre a dimensão das empresas e o número de divulgações de risco e o nível de risco ambiental medido pela “*Innovest Eco Value`25 ratings*”. No entanto, não encontraram qualquer associação entre o número de divulgações do risco e as outras cinco medidas de risco: rácio de alavancagem, cobertura do activo, *quiscor* valor de mercado de capital e do preço das acções. Neste estudo, também, discutiram a natureza da divulgação de risco feita pelas empresas da amostra, especificamente, o exame da sua orientação no tempo, se as divulgações são quantificadas monetariamente e se as boas e más notícias de risco são divulgadas. Foi raro encontrarem avaliações monetárias de informações de risco, mas as empresas mostravam vontade de divulgar informações prospectivas de risco. Em geral, o domínio das declarações de política geral de gestão de risco e uma falta de coerência nas narrativas de risco implica que existe uma lacuna de informação sobre o risco e, conseqüentemente, os interessados são incapazes de avaliar adequadamente o perfil de risco de uma empresa.

Efectuaram uma análise de conteúdo das partes narrativas do texto dos relatórios e contas das empresas da amostra, incluindo as notas explicativas e respectiva codificação e classificação.

Ameer (2009) examinou o estado das práticas de gestão de risco entre as empresas da Malásia cotadas em bolsa e avaliou o valor de relevância do montante nocional dos derivados de taxa de câmbio e de taxa de juro usados por essas empresas ao longo do período de 2003-2007. Concluiu que poucas empresas efectuem cobertura de risco de mercado. As empresas de plantações, de produtos industriais, serviços comerciais e

sectores de matérias-primas são os principais utilizadores dos derivados na Malásia. Verificou a existência de uma correlação positiva entre o total de ganhos e o uso de derivados. Os resultados pareceram sugerir que embora na Malásia a divulgação ideal do montante de derivados tenha relevância de valor, o seu contributo para o valor de uma empresa é mínimo comparado com outros países. No estudo, os autores utilizaram uma regressão linear, seleccionaram uma amostra composta por empresas cotadas da Bolsa da Malásia, analisaram os relatórios e contas dessas empresas usando a opção “procurar” do PDF para procurar as palavras-chave.

Também, Othman e Ameer (2009) procuraram investigar as práticas de divulgação de risco do mercado pelas empresas cotadas na Bolsa da Malásia. Especificamente, pretenderam examinar o nível de conformidade com a FRS 132 para períodos financeiros após 2006. Usaram o método da análise de conteúdo e a codificação. Verificaram que apesar de um grande número de empresas mostrarem conformidade em relação à FRS 132 no que se relaciona com a divulgação da política de gestão de risco, existiam diferenças sistemáticas nas várias empresas ao nível do detalhe da divulgação, qualitativamente e quantitativamente. Em relação aos dois tipos de riscos que analisaram: o risco de mercado e o risco de crédito, verificaram que o risco de crédito foi menos mencionado que o risco de mercado e que, no âmbito dos tipos de risco de mercado o maior nível de divulgações foi efectuado em relação ao risco de taxa de juro. Verificaram, também, que a maioria das empresas não exercia qualquer tipo de cobertura de risco de mercado ao longo do período de relato (2006-2007). Usaram o método da análise de conteúdo e o processo de codificação. Efectuado o *download* dos relatórios e contas das empresas, e depois foi utilizaram a função do PDF “procurar” para encontrar as palavras-chave.

Amran et al (2009) exploraram, igualmente, a divulgação do risco nos relatórios e contas das empresas da Malásia, tendo a análise incidido sobre a parte não financeira dos relatórios. Efectuar um teste empírico das características das empresas da amostra e a comparação entre os níveis de risco que estas enfrentam e o nível de divulgação apresentam. Usaram o método da análise de conteúdo dos relatórios e contas de uma amostra de cem empresas. Recorreram à teoria dos *stakeholders* para explicar as ligações entre as variáveis. Provaram que o número de frases dedicadas à divulgação do risco era menor do que no estudo de Linsley e Shrives (2006) com as empresas do Reino Unido. Verificaram que a dimensão das empresas importa e tem um peso significativo. Utilizaram

uma regressão para testar as hipóteses estando os resultados de acordo com o esperado sendo explicados pela teoria dos *stakeholders*. A análise foi focalizada na quantidade e extensão das divulgações de risco e não na qualidade do risco.

Kretzschmara et al (2007) comprovaram o estudo de Rajgopal, (1999) e propuseram melhorias para identificar os riscos de mercado nos relatórios financeiros. Defendem que as exposições de risco de mercado nos valores dos activos são um problema de contabilidade cada vez mais importante. Principalmente para os sectores com contratos e regras específicos, a situação constitui um problema de contingência para os investidores, analistas financeiros, organismos normalizadores e agências governamentais. O estudo utiliza uma amostra ampla de campos de petróleo. Comprovaram que empresas com contratos de partilha de produção têm lucros maiores que em contratos de concessões, através da constatação das taxas de imposto efectivas. Verificaram que as informações divulgadas pelas empresas não são de fácil interpretação. E sugerem que deveriam haver divulgações separadas entre as informações de contratos de partilha de produção e os valores das concessões uma vez que os comportamentos são diferentes em relação a variações de preços do gás e do petróleo.

Após esta revisão da literatura teórica e empírica, o capítulo seguinte, é dedicado à metodologia seguida no estudo efectuado.

3. Metodologia

3.1. Método da Análise

Conforme salientado anteriormente, o normativo contabilístico impõe a divulgação de informação sobre o risco de mercado. Assim, o objectivo deste estudo é analisar em que medida as empresas portuguesas cotadas no *Portuguese Stock Index (PSI) 20* divulgam os riscos de mercado, quantitativa e qualitativamente, em conformidade com o disposto na IFRS 7, nos seus Relatórios e Contas. Seguindo o estudo efectuado por Othman e Ameer, (2009), para as empresas da Malásia, colocam-se então as seguintes questões:

Q1: As empresas divulgam as políticas de risco de mercado?

Q2: As empresas divulgam os riscos de mercado que enfrentam por tipo de risco?

Q3: As empresas divulgam quantitativa e qualitativamente os riscos de mercado que enfrentam? (monetário/não monetário; boas/más notícias/neutral)

Q4: As empresas divulgam o tipo de instrumentos de cobertura que utilizam para minimizar esses riscos?

Q5: As empresas divulgam análises de sensibilidade ao Risco de Taxa de Juro?

No seu estudo de Othman e Ameer (2009), utilizaram a opção “procurar” do Adobe PDF para procurar palavras-chave relacionadas com o risco e, desta forma, localizar as divulgações. No entanto, no presente estudo, tal como Linsley e Shrivess (2006), optou-se por procurar responder às questões através da leitura da totalidade da narrativa dos Relatórios e Contas das empresas da amostra.

O método de investigação adoptado, tendo em conta os seus objectivos foi o método descritivo que visa descrever as características de determinado fenómeno ou identificação entre variáveis envolve o uso de técnicas padronizadas da recolha de dados (Silva e Menezes, 2001:21).

De acordo com os procedimentos técnicos, o método utilizado foi a pesquisa documental seguindo as fases enunciadas por Gil (2010:65): “formulação do problema; elaboração de um plano de trabalho; identificação das fontes; localização das fontes e obtenção do material; análise e interpretação dos dados; redacção do relatório”. Estas fases da pesquisa podem ser descritas da seguinte forma:

- Problema: As empresas da amostra divulgam informações sobre o risco de mercado e os instrumentos usados para a sua gestão?
- Plano de trabalho: O trabalho foi planeado e estruturado temporalmente ao longo do período lectivo.
- Fontes: os dados foram extraídos e preparados a partir dos Relatórios e Contas das empresas da amostra.
- Localização das fontes e obtenção do material: foi efectuada a consulta no *site* da *EURONEX* Lisboa para obter a lista das empresas que compunham a amostra e posteriormente foi efectuada o *Download* dos R&C em formato PDF a partir do *site* da CMVM.
- Análise e interpretação dos dados: foi efectuada recorrendo ao método da análise de conteúdo.

– Redacção do relatório: corresponde ao presente documento.

3.2. Selecção da amostra

Foi seleccionada uma amostra de composta pelas 16 empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisboa que, à data de 19 de Março 2012, integravam o PSI20. A opção por esta data prende-se com o objectivo de tratar informação o mais actual possível.

De forma a tornar a amostra mais uniforme e comparável foram escolhidos os relatórios e contas individuais das empresas referentes ao ano de 2010 (Apêndice 1). Verificou-se que 3 das empresas seleccionadas não disponibilizavam os R&C individuais. Assim a amostra final passou a incluir apenas treze empresas. As empresas excluídas foram a EDP SGPS e a EDP energias renováveis que apenas disponibilizavam os relatórios em Inglês. Desta forma pretendeu-se assim evitar erros de tradução que desvirtuassem os resultados. A outra empresa foi a Cimpor SGPS que disponibilizou Relatório e Contas Consolidado incorporando as contas individuais sem separar o anexo, pelo que se considerou que a informação a recolher não seria comparável.

Das empresas da Amostra com excepção da Brisa e da Portucel todas são SGPS. Algumas empresas da amostra aplicam as normas do IASB, outras as aplicam as normas do SNC, nas contas individuais (quadro 1). Como o SNC e as NCRF se baseiam no normativo internacional, considera-se que o estudo e a amostra são comparáveis.

Quadro 1: Empresas da Amostra

	Empresa	Normativo Aplicado	
		Normas CNC	Normas IASB
1	Altri, SGPS, S.A.		✓
2	Brisa - Auto-Estradas de Portugal, S.A.		✓
3	GALP Energia, SGPS, S.A.		✓
4	Jerónimo Martins, SGPS, S.A.		✓
5	Mota Engil, SGPS, S.A.	✓	
6	Portugal Telecom, SGPS, S.A.		✓
7	Portucel - Empresa Prod.de Pasta de Papel, S.A.	✓	
8	REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	✓	
9	Semapa - Soc.Inv. E Gestão, SGS, S.A.	✓	
10	SONAE, SGPS, S.A.		✓
11	SONAE Indústria, SGPS, S.A.		✓
12	Sonaecom, SGPS, S.A.		✓
13	Zon Multimédia - Serv. De Telec. E Mult., SGPS, S.A.	✓	

Fonte: Elaboração Própria

Assim, a maioria (8) das empresas da amostra adopta o referencial contabilístico do IASB.

No ponto seguinte iremos explicar como foi efectuada a análise de conteúdo para a execução do estudo.

3.3. Análise de conteúdo

Segundo Bardin (1977: 42) a análise de conteúdo é “ Um conjunto de técnicas de análise das comunicações, visando obter, por procedimentos, sistemáticos e objectivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens.”

De acordo com Alves (2011:147) “A análise de conteúdo com as suas potencialidades e, sobretudo, com a sua facilidade que deriva de ser uma análise discreta, constitui um método de investigação de inegável interesse como forma de procurar aumentar, melhorar e diversificar a investigação. Embora conscientes de que a análise de conteúdo não proporciona o mesmo tipo de respostas às questões de investigação que, nomeadamente, os questionários ou as entrevistas, considera-se que se trata de uma técnica que permite efectuar estudos relevantes e com elevado rigor científico.”

Kamath (2008, citado por Alves, 2011:151) “considera que a análise de conteúdo é a metodologia mais largamente usada para a análise de extensão das divulgações, especialmente, nos relatórios e contas das empresas”.

De acordo com Bardin (1977) a análise de conteúdo envolve três fases: pré análise; a exploração do material; o tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação. Na primeira fase incluiu-se a escolha dos documentos a serem submetidos à análise, a formulação de hipóteses e objectivos. A fase de exploração de material envolve as operações de codificação, enumeração em função de regras previamente formuladas. Na terceira fase os dados devem ser tratados de forma a serem significativos e válidos. A “Codificação corresponde a uma transformação – efectuada segundo regras precisas - dos dados brutos do texto, transformação esta que, por recorte, agregação e enumeração permite atingir uma representação do conteúdo, ou da sua expressão, susceptível de

esclarecer o analista acerca das características do texto, que podem servir índices” (Bardin, 1977:103)

Neste estudo, a unidade de análise adoptada foi a frase por se considerar “que desta forma se pode inferir o significado de todas as palavras no seu conjunto.” (Buhr, 1998, Hackston e Milne, 1996, citados por Alves 2005:8).

A análise de conteúdo foi efectuada em diversas fases, seguindo os diversos estudos mencionados: primeira leitura dos R&C para a identificação das divulgações a analisar e fazer uma pré – codificação recorrendo a abreviaturas para fazer essas identificações⁹. Foram criadas tabelas de apoio em Excel, quer para a criação de fichas de leitura para comparação de frases entre empresas quer para auxiliar a fase seguinte da contagem e verificação das respostas às questões colocadas no estudo. Esta última fase implicou uma segunda leitura dos R&C. Da 1ª leitura dos diferentes relatórios surgiram diversas dúvidas na classificação e codificação pelo que foi necessário encontrar conformidade nos resultados. Sendo assim, foi necessário restabelecer as regras previamente definidas para a classificação das frases. Estas regras basearam-se nos estudos de Linsley e Shrives (2006), Amran et al (2009), e Alves (2005). Assim, as regras de decisão, estabelecidas foram as seguintes:

1. Numa frase que contenha mais que uma referência a um tipo de risco é considerado o que tiver mais relevância na frase;
2. Os títulos das tabelas, gráficos, etc., que proporcionem informação classificável, são interpretados como uma frase;
3. Divulgações que sejam repetidas são consideradas como uma frase de cada vez que são divulgadas;
4. Só contam frases com significado no âmbito do risco de mercado;
5. Não são consideradas frases de outras empresas do grupo;
6. Frases que façam referência a “Grupo” apenas se registam se o conteúdo estiver directamente relacionado com a empresa;
7. Não se consideram frases relativas a análises sobre valores consolidados, mesmo que incluídas no relatório e contas individual;

⁹ Exemplos: NM para identificar “Não monetário”; BN para identificar “Boas Notícias”

8. A classificação das frases como boas notícias, más notícias e neutral, foi efectuada na perspectiva do *stakeholder*;
9. A classificação das frases como monetárias e não monetárias foi efectuada na perspectiva da ocorrência ou não ocorrência de fluxos de caixa.
10. Quando são mencionados instrumentos de cobertura do risco de mercado são registados como frases, pois que este risco está implícito.
11. No caso das empresas que apresentam demonstrações financeiras individuais mas apenas o Relatório de Gestão Consolidado, adopta-se este relatório. No entanto, apenas são consideradas as informações específicas da empresa ou que se apliquem de forma geral para todas as empresas do perímetro da consolidação, nomeadamente a divulgação das políticas de risco de mercado.

Depois de estabelecidas estas regras foram analisados os Relatórios e Contas das empresas da amostra. Nos quadros abaixo (2, 3, e 4) apresentam-se alguns exemplos das categorizações efectuadas, para os diferentes tipos de risco de mercado.

Quadro 2: Exemplos de classificação e categorização das frases de risco de taxa de juro

Frases	Monetário/ Não Monetário	Boas Notícias/ Más Noticias/ Neutral	Empresa	Nº Pág.
"Os derivados não são utilizados com objectivos de trading, geração de proveitos ou fins especulativos;"	Não Monetário	Boas Notícias	Sonae Indústria	13
"No entanto, existem alguns instrumentos derivados que, embora tenham sido contratados com o objectivo de cobertura do risco da taxa de juro, não se enquadram nos requisitos necessários para a classificação como instrumento de cobertura."	Não Monetário	Más Noticias	Altri	11
"A Empresa tem como política recorrer a instrumentos financeiros derivados com o objectivo de efectuar a cobertura dos riscos financeiros a que se encontra exposto, decorrentes de variações nas taxas de juro."	Não Monetário	Neutral	Brisa	95

Quadro 2: Exemplos de classificação e categorização das frases de risco de taxa de juro (continuação)				
"Espera-se que a cobertura seja muito eficaz ao conseguir a compensação de alterações nos fluxos de caixa atribuíveis ao risco coberto;"	Monetário	Boas Notícias	Galp Energia	14
"Os swaps apresentam um <i>notional</i> de m EUR 102.500 (2009: m EUR 102.500), sendo que o justo valor destes instrumentos em 31 de Dezembro de 2010 era de m EUR 2.948 negativos (2009: m EUR 2.406 negativos)."	Monetário	Más Notícias	Jerónimo Martins	319
"A Semapa, na sua gestão da exposição às taxas de juro, apenas realiza cobertura de fluxos de caixa."	Monetário	Neutral	Semapa	13

Fonte: Elaboração Própria

Neste quadro pode ser analisado como as empresas da amostra efectuem as suas divulgações de informação para o risco de taxa de juro classificadas de forma quantitativa (“monetário/não monetário) e de forma qualitativa (“boas noticias/más notícias”neutral”).

Quadro 3: Exemplos de classificação e categorização das frases de Risco Cambial

Frases	Monetário /Não Monetário	Boas Notícias/ Más	Empresa	Nº Pág.
"A política de gestão de risco de taxa de câmbio procura minimizar a volatilidade dos investimentos e operações expressos em moeda externa, contribuindo para uma menor sensibilidade dos resultados a flutuações cambiais."	Não Monetário	Boas Notícias	Sonaecom	252
"Efectuando um elevado volume de transacções com entidades não residentes e fixados em moeda diferente de Euro, a variação de taxa de câmbio poderá ter um impacto relevante sobre a performance do Grupo."	Não Monetário	Neutral	Altri	33

Quadro 3: Exemplos de classificação e categorização das frases de Risco Cambial (continuação)				
"Adicionalmente, a Portugal Telecom e a PT Finance celebraram em 2010 dois contratos de currency swap	Monetário	Boas Notícias	Portugal Telecom	49
"O montante negativo de Euros 192 respeita à apropriação pela Empresa das diferenças cambiais resultantes da conversão das demonstrações financeiras das sociedades que operam fora da zona Euro, nomeadamente na conversão das demonstrações financeiras da su	Monetário	Más Notícias	Semapa	19
"As diferenças de câmbio, favoráveis e desfavoráveis, originadas pelas diferenças entre as taxas de câmbio em vigor na data das transacções e as vigentes na data das cobranças, dos pagamentos ou à data do balanço, são registadas como proveitos e/ou gastos	Monetário	Neutral	Galp Energia	13

Fonte: Elaboração Própria

Neste quadro pode verificar-se como as empresas divulgam as informação quanto ao risco cambial, fazendo e como foram categorizadas de forma quantitativa (“monetário/não monetário”) e de forma qualitativa (“boas noticias/más notícias”neutral”).

Quadro 4: Exemplos de classificação e categorização das frases de Outros Riscos de Preços

Frases	Monetário/ Não Monetário	Boas Notícias/Más Notícias/Neutral	Empresa	Nº Pág.
"No entanto, a inserção nestes sectores permite-lhe a celebração de contratos de cobertura de variação de preços de pasta de papel, pelos montantes e valores considerados adequados às operações previstas, atenuando assim a volatilidade dos seus resultados."	Não Monetário	Boas Notícias	Altri	34
"O aprovisionamento de madeiras, nomeadamente de eucalipto, está sujeito a variações de preço e a eventuais dificuldades de abastecimento de matérias-primas que poderão ter um impacto significativo nos custos de produção da Empresa."	Não Monetário	Más Notícias	Portucel	61

Quadro 4: Exemplos de classificação e categorização das frases de Outros Riscos de Preços (continuação)				
"O Conselho de Administração da Empresa aprovou, no dia 12 de Dezembro de 2008, o Plano Estratégico do Grupo ZON até 2010 e comunicou a sua intenção de implementar um novo plano de recompra (“share buyback”) de até 10% do capital social da Empresa até 21 de Outubro de 2009, sujeito às autorizações necessárias para a compra de acções próprias pela ZON e às condições de mercado."	Não Monetário	Neutral	ZON Multimédia	48
"Foi comprado GNL e gás natural no mercado <i>spot</i> aproveitando as condições favoráveis de preço em 2010, num total de 0,1 mil milhões de metros cúbicos."	Monetário	Boas Notícias	Galp Energia	54
"Em 9 de Fevereiro de 2011, a Altri, SGPS, S.A. foi notificada do deferimento do recurso hierárquico por si interposto da decisão da Conservatória do Registo Comercial do Porto que registou como provisória por dúvidas a alteração estatutária aprovada em Assembleia Geral de Accionistas em 17 de Maio de 2010, que alterou o valor nominal das acções representativas do seu capital social de 0,25 Euros para 0,125 Euros, passando consequentemente o capital social da Altri, no montante de 25.641.459,00 Euros, a ser representado por 205.131.672 acções."	Monetário	Más Notícias	Altri	22
"Desenvolvendo a sua actividade num sector que transacciona commodities (pasta de papel), o Grupo encontra-se particularmente exposto a variações de preço, com os correspondentes impactos nos seus resultados."	Monetário	Neutral	Altri	34

Fonte: Elaboração Própria

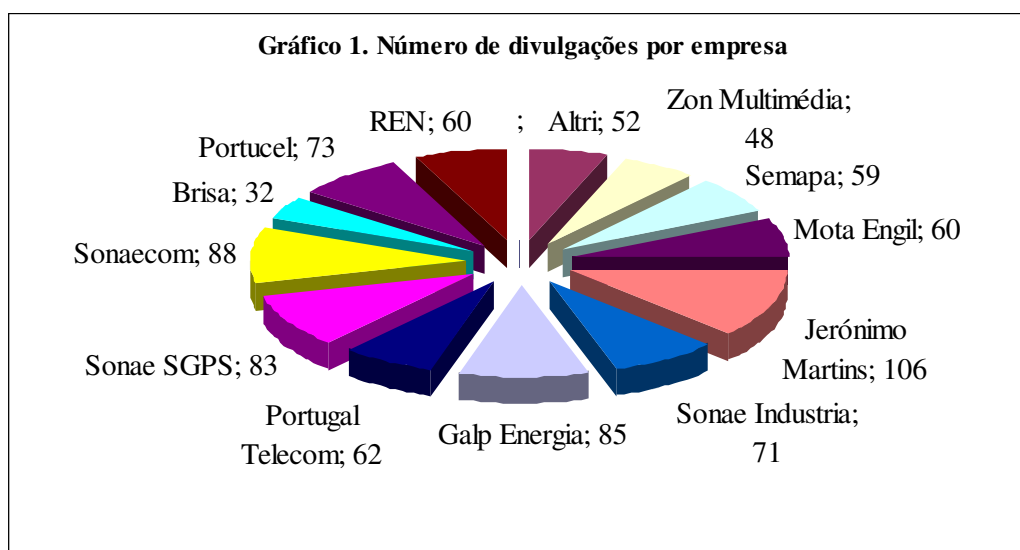
No quadro anterior (quadro 4) pode verificar-se como as empresas divulgam as informação quanto a outros riscos de preços, fazendo e como foram categorizadas de forma quantitativa (“monetário/não Monetário) e de forma qualitativa (“boas noticias/más notícias”neutral”).

Estas classificações e categorizações, por tipo de risco serão analisadas no capítulo seguinte. Onde se irá também proceder à análise e discussão dos dados recolhidos no âmbito deste estudo.

4. Análise e Discussão dos Dados Obtidos

A análise dos dados recolhidos, a classificação e resumo de todas as informações permitiu responder às questões colocadas inicialmente.

Foram identificadas divulgações de informação sobre risco de mercado, um total de 879 frases divididas pelas treze empresas. A repartição por empresa pode ser analisada no gráfico 1.



Fonte: Elaboração Própria

A Jerónimo Martins é a empresa que maior número de frases divulgou (106) num total das 879 divulgações. Por seu lado a Brisa é a empresa que o menos número de divulgações (32).

Relativamente às questões formuladas verificou-se o seguinte:

- **Q1:** As empresas divulgam as políticas de risco de mercado?

Da análise efectuada constatou-se que as empresas divulgam as suas políticas de riscos de mercado, quer no Relatório de Gestão quer no Anexo às Demonstrações Financeiras.

Verificou-se que todas as empresas estão em conformidade com a IFRS 7, no que diz respeito à divulgação das políticas e procedimentos relativos à gestão do risco de mercado. Este resultado é consistente com o obtido por Othman e Ameer (2009), que verificaram que a maioria das empresas cotadas da Malásia estavam em conformidade com a norma respectiva. Constatou-se, também, que o nível do detalhe das divulgações das políticas não é uniforme nas empresas, situação também se observada por Othman e Ameer (2009).

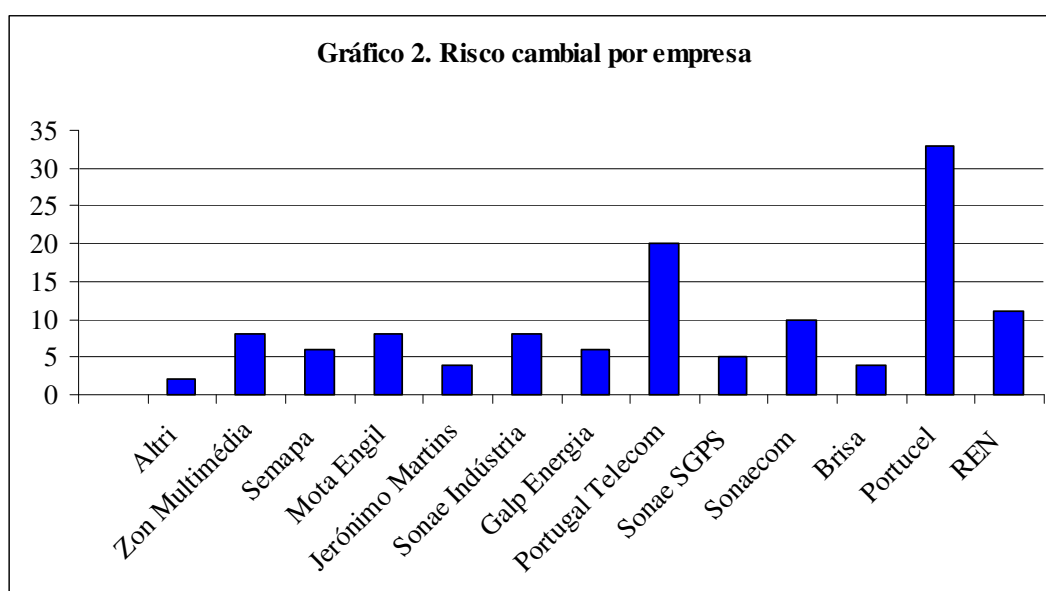
Algumas empresas têm comissões de auditoria e risco ou têm departamentos dedicados a estas matérias (por exemplo a Mota Engil), outras optam por atribuir estas funções a vários departamentos envolvendo diferentes áreas da empresa (por exemplo a Altri). Constatou-se, também, que algumas empresas implementam processos para identificar, monitorizar e relatar riscos e controlos, e para avaliar a eficácia e melhorar os sistemas de controlo interno e de gestão de riscos, nomeadamente a Sonaecom.

- **Q2:** As empresas divulgam os riscos de mercado que enfrentam por tipo de risco?

No caso das divulgações sobre as políticas e objectivos da gestão de riscos, nomeadamente, sobre risco de mercado apenas algumas empresas fazem a divulgação por tipo de risco separadamente. Em alguns casos as empresas optam por efectuar a divulgação das informações fazendo referência aos riscos a que estão sujeitas de uma forma genérica referindo vários tipos de risco numa mesma frase ou parágrafo. No entanto, quando é feita a separação por tipo de risco de mercado, a maioria das empresas apenas divulga informações sobre o risco de taxa de juro e o risco cambial. Uma das excepções é a Jerónimo Martins que efectua separadamente divulgações sobre risco de preços, para divulgar informações relacionados com o risco de preço das acções. Verificou-se que algumas empresas divulgam as mesmas informações nos relatórios de gestão e nas notas às demonstrações financeiras. Noutros casos as empresas optam por fazer apenas as divulgações obrigatórias nas notas às demonstrações financeiras e fazem as divulgações mais detalhadas nos relatórios de gestão, especialmente, no relatório das contas consolidadas, para o qual algumas empresas remetem, como por exemplo a Altri e a Jerónimo Martins. A Brisa é das empresas que menos detalhe apresenta sobre a política de gestão de riscos e divulgações por tipo de risco de mercado.

Verificou-se assim que as empresas fazem as suas divulgações de forma diferente, e o que mesmo havendo divulgações obrigatórias nem sempre se consegue obter as informações que os *stakeholders* necessitam de forma clara e imediata. Esta situação é consistente com a limitação encontrada por Othman e Ameer (2009), de que existe uma necessidade de normalização na forma de divulgação do risco, com objectivo de uma maior transparência da informação financeira de forma a permitir que os investidores possam estar melhor informados.

No gráfico 2 podemos verificar o número de divulgações relativas ao risco cambial efectuado por cada uma das empresas da amostra.



Fonte: Elaboração Própria

Podemos verificar que a empresa que mais divulgações efectua relativamente ao risco cambial é a Portucel (33). Este facto está relacionado com a grande exposição desta empresa aos efeitos de variação da taxa de câmbio do euro face ao dólar, que pode afectar a empresa de diversas formas, nomeadamente a nível das receitas, pela grande quantidade de transacções efectuadas nesta moeda. No caso da Portugal Telecom que aparece de seguida em número de divulgações (20), a sua exposição ao risco cambial está relacionada, essencialmente, com os seus investimentos no Brasil e em países africanos.

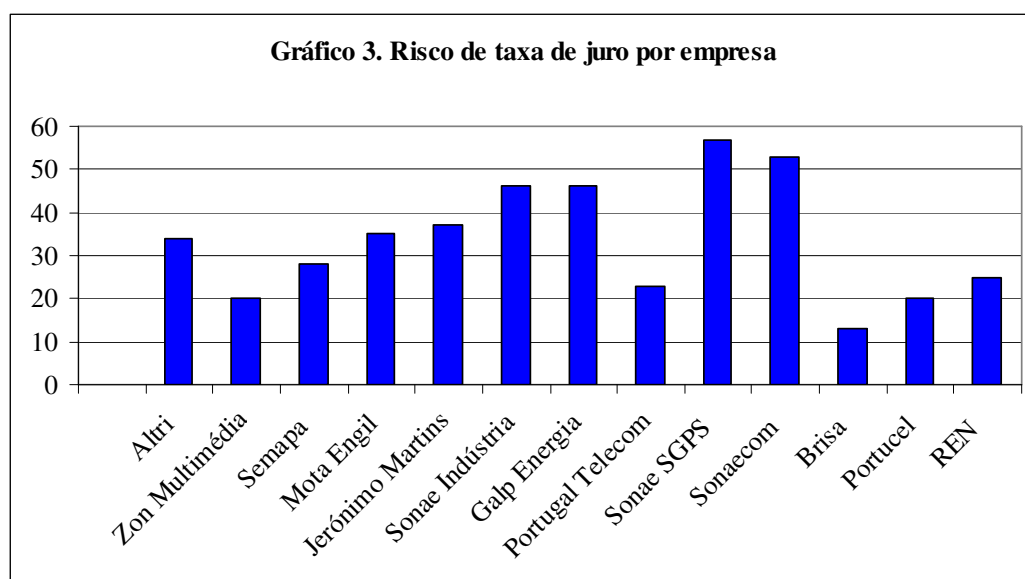
A GALP Energia, tem uma vasta carteira de projectos em várias áreas geográficas em que se destacam os activos em Angola e no pré sal da bacia de Santos no Brasil. A sua

actividade chega a mais de 65 países (tais como Nigéria, Argélia, Moçambique Venezuela, Brasil). Este cenário expõe a empresa ao risco cambial não só pelas transacções que efectua (risco cambial de transacção) mas também pela desvalorização de *stocks* e empréstimos devido às flutuações do euro contra o dólar (risco cambial económico).

O risco cambial da Zon Multimédia está, essencialmente, relacionado com a exposição decorrente de pagamentos efectuados a fornecedores e a produtores de conteúdos de audiovisuais para os negócios de televisão por subscrição e audiovisuais.

Verificou-se que todas as empresas efectuaram divulgações relativamente a este tipo de risco o que diverge do estudo de Othman e Ameer (2009), em que verificaram que 35,89% das empresas não faziam qualquer divulgação sobre risco cambial.

Continuando a análise dos resultados por tipo de risco de mercado, no gráfico seguinte (gráfico 3) podemos verificar o nível de divulgações de risco de taxa de juro por empresa.

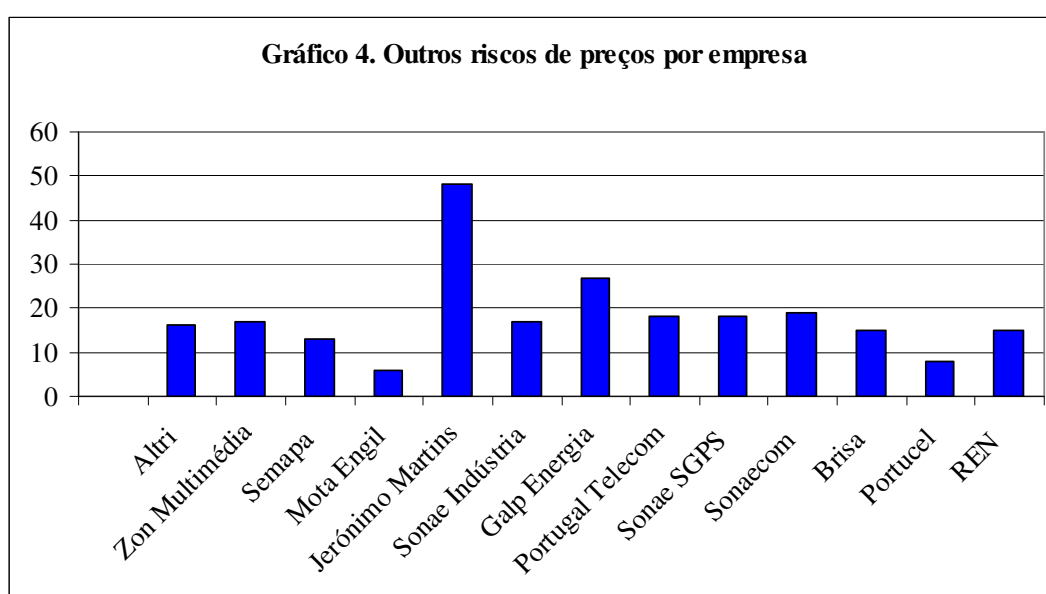


Fonte: Elaboração Própria

As divulgações de risco de taxas de juro estão essencialmente relacionadas com as dívidas das empresas e dos encargos associados a essas dívidas e em que medida a variação das taxas de juro podem afectar o valor dos seus instrumentos financeiros. Mas podem estar, também, associadas a empréstimos que as empresas concedem a outras empresas do Grupo. A empresa que mais divulgações de informações efectua em relação

ao risco de taxa de juro é a Sonae SGPS (57) seguida da Sonae Indústria (46) e da Galp Energia (46). A Brisa é a empresa que menos divulgações sobre risco de taxa de juro efectua (13). Verificou-se que todas as empresas da amostra efectuaram divulgações de informações relacionadas com o risco de taxa de juro, divergindo, também, neste caso do estudo de Othman e Ameer (2009) em que verificaram que 37,06% das empresas não efectuaram qualquer divulgação para esta categoria de risco.

Relativamente à terceira categoria analisada de risco de mercado, Outros riscos de preços, no gráfico seguinte (gráfico 4) apresentam-se os resultados obtidos.



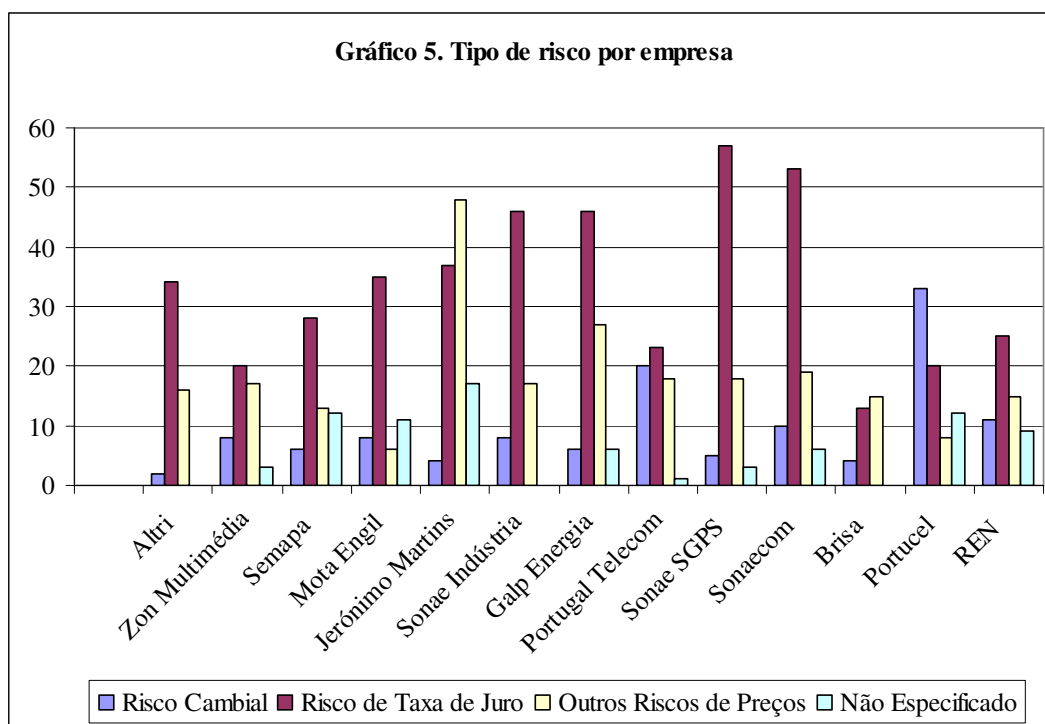
Fonte: Elaboração Própria

A empresa que mais se destaca nesta categoria é a Jerónimo Martins, com 48 divulgações associadas a este tipo de risco. Estas divulgações são na sua maioria relacionadas com o justo valor que não se enquadram nos riscos anteriores e foram encontradas seis divulgações relacionadas com o preço das acções.

No caso da Galp Energia as suas divulgações relativas a outros riscos de preços, estão essencialmente ligadas ao preço das matérias-primas (por exemplo: crude, gás natural), que afectam directamente o negócio da empresa, neste caso concreto é vantajoso para a empresa porque houve um aumento dos preços que lhes foi favorável, uma vez que sendo a GALP distribuidora destas matérias vê assim os seus lucros aumentados.

Dentro desta categoria de outros riscos de preços, verificou-se divulgação de informação sobre risco de preços das ações por parte de sete das empresas da amostra.

De forma a perceber globalmente qual o nível de divulgações para cada tipo de risco, comparando por categoria, foi efectuada duas análises, uma comparando empresa a empresa e outra de forma global. Estas análises resumem-se nos gráficos seguintes (gráficos 5 e 6).



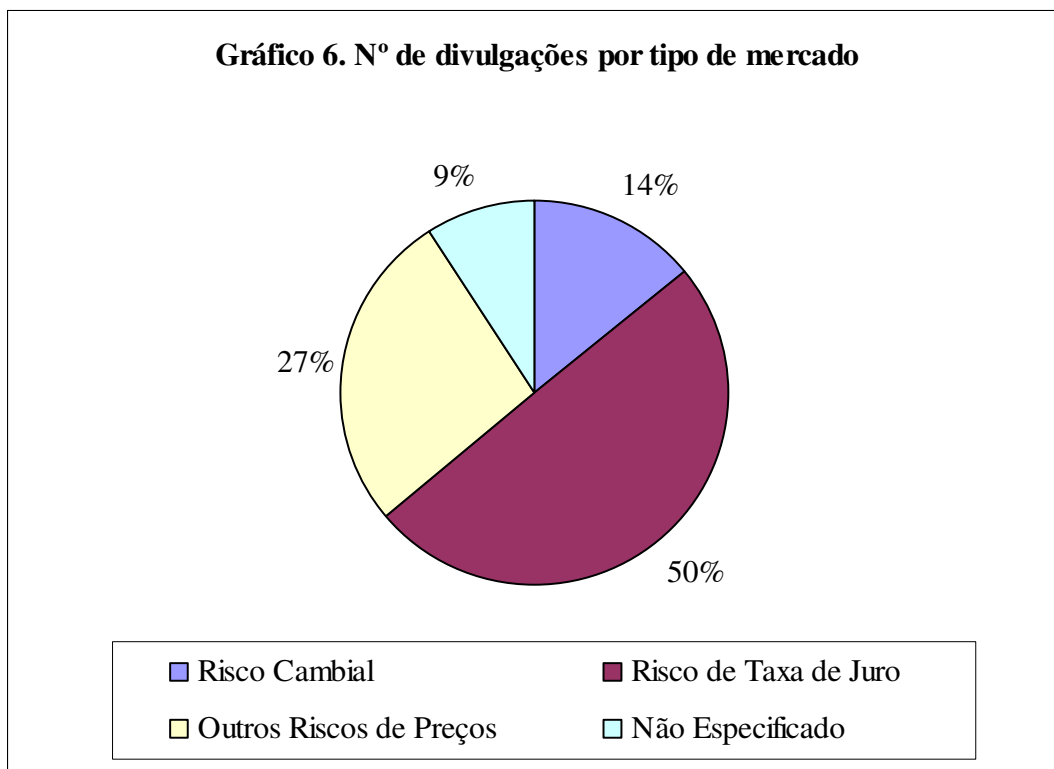
Fonte: Elaboração Própria

A maioria das empresas da amostra apresenta um maior número de divulgações relativamente ao risco de taxa de juro. Apenas, a Jerónimo Martins tem um maior número de divulgações para os outros riscos de preços e as divulgações de informação de riscos da Portucel incide mais nas divulgações sobre o risco cambial.

Algumas empresas da amostra fazem divulgações de riscos de forma genérica. Por exemplo, a REN faz nove divulgações de risco cambial e risco de taxa de juro nas mesmas frases sem que seja possível identificar qual o que tem maior relevância (conforme mencionado nas regras) e, por isso, foram classificadas essas frases como “não especificado”. Nos R&C da Semapa e da Portucel foram encontradas, doze divulgações

assim classificadas e a empresa com maior número de divulgações deste tipo foi a Jerónimo Martins com dezassete divulgações.

No gráfico abaixo (gráfico 6) pode-se verificar em percentagem o nível das divulgações por cada categoria de tipo de risco de mercado.



Fonte: Elaboração Própria

De forma global verifica-se que 50% das divulgações de informações são sobre o risco de taxa de juro, representando a maioria das divulgações, tal como no estudo de Othman e Ameer (2009). As divulgações na categoria de “outros riscos de preços” representam 27% do número de divulgações. Dentro destes riscos apenas a Jerónimo Martins, a Portucel e a REN fazem referência ao custo das mercadorias como um risco. As restantes divulgações referem-se a riscos como o do preço das acções entre outros.

Os 9% de riscos não especificados, referem-se a frases que foram classificadas como risco de mercado mas que não são completamente explícitas a qual dos três tipos de risco de mercado se referem ou então a referência é feita de forma genérica para risco de

mercado¹⁰. Algumas empresas da amostra fazem divulgações de riscos mas sem identificar exactamente a que tipo de risco se refere, mas que se podiam considerar relacionadas com risco de mercado. Ou seja, ao fazerem as divulgações das políticas de risco, por exemplo, referem que fazem gestão dos riscos sem especificarem quais. Ou, então, englobam nas suas políticas e regras de gestão de risco de mercado dois tipos dos tipos de risco de mercado (risco cambial e o risco de taxa de juro).¹¹

Verifica-se, também, que todas as empresas fazem divulgações relacionadas com o risco de taxa de juro, situação que não se verificou no estudo de Othman e Ameer (2009) onde foram identificadas empresas que não faziam qualquer tipo de divulgação para este tipo de risco (37,06%). Provavelmente isso deve-se à forma diferenciada como as empresas da amostra se financiam. As empresas portuguesas são, em geral, fortemente dependentes do capital alheio, especificamente do crédito bancário e por este motivo, podem estar significativamente expostas ao risco de taxa de juro do financiamento.

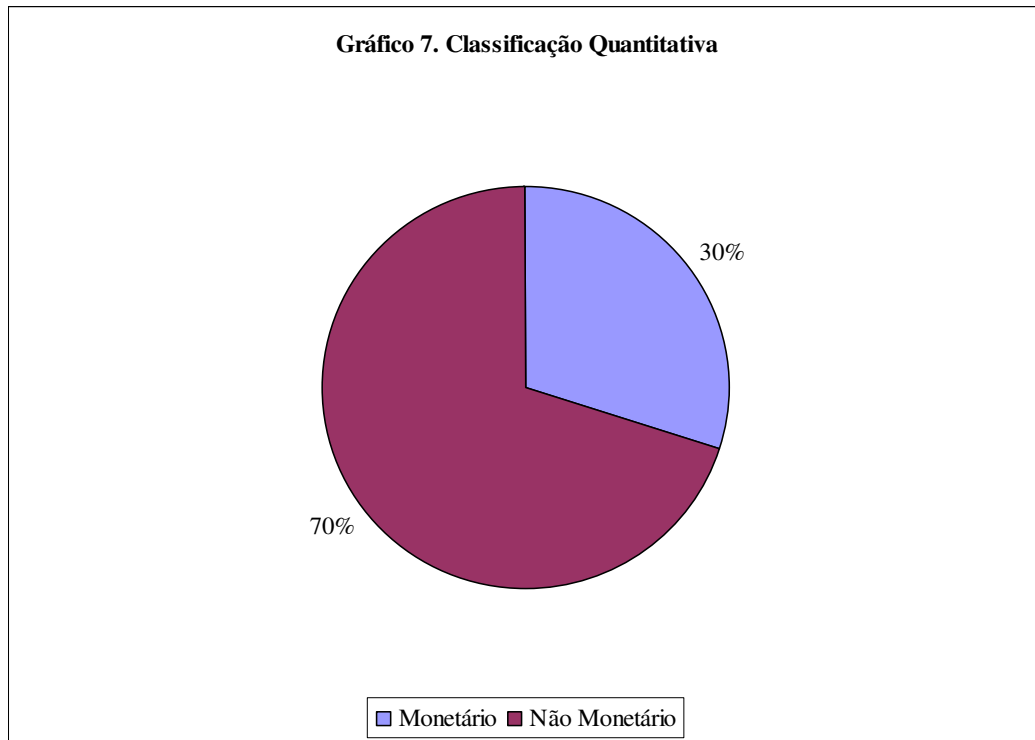
- **Q3:** As empresas divulgam quantitativa e qualitativamente os riscos de mercado que enfrentam (monetário/não monetário; boas/más notícias/neutral)?

Q3: a) Risco Monetário e Não Monetário

Para responder a esta questão procuraram-se evidências da existência ou não de fluxos de caixa nas operações a que as frases se referiam. No primeiro caso, a frase foi classificada como “monetário” e no segundo caso como “não monetário” (gráfico 7).

¹⁰ No Apêndice 2 pode ser verificado, com mais detalhe o número de divulgações para cada um dos tipos de risco de mercado

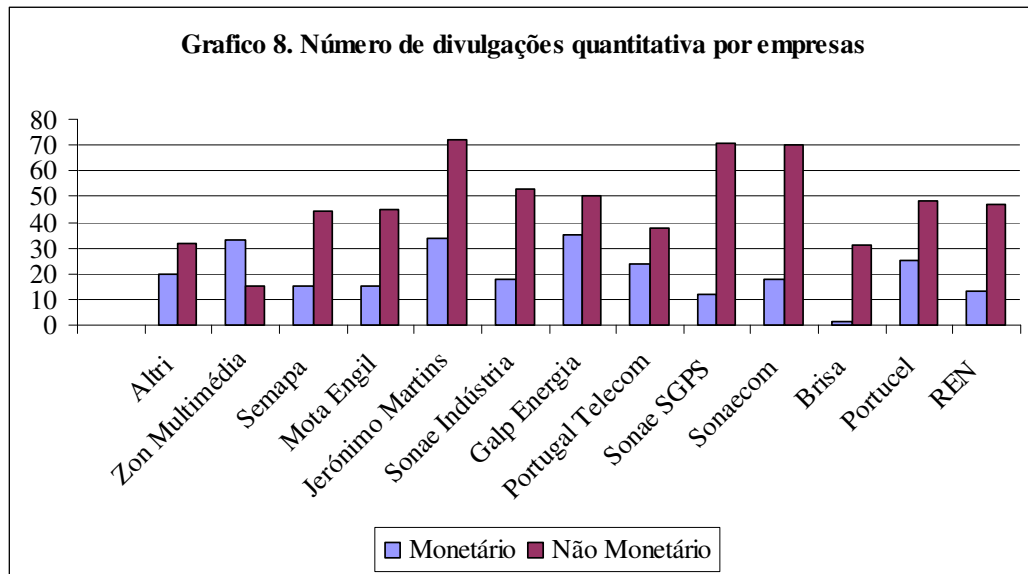
¹¹ Exemplo: “As actividades da Portucel estão expostas a uma variedade de factores de riscos financeiros: risco cambial, risco de taxa de juro, risco de crédito e risco de liquidez” (R&C Individual Portucel, 2010).



Fonte: Elaboração Própria

Verifica-se que a maior parte das referências são “não monetárias” (70%). As empresas optam por fazer as suas divulgações de uma forma mais informativa em relação à aplicação das normas contabilísticas e das políticas da empresa e daí resulta que a grande maioria das divulgações encontradas sejam consideradas como “não monetário”.

Especificamente podemos analisar os resultados por empresa no gráfico abaixo (gráfico 8).



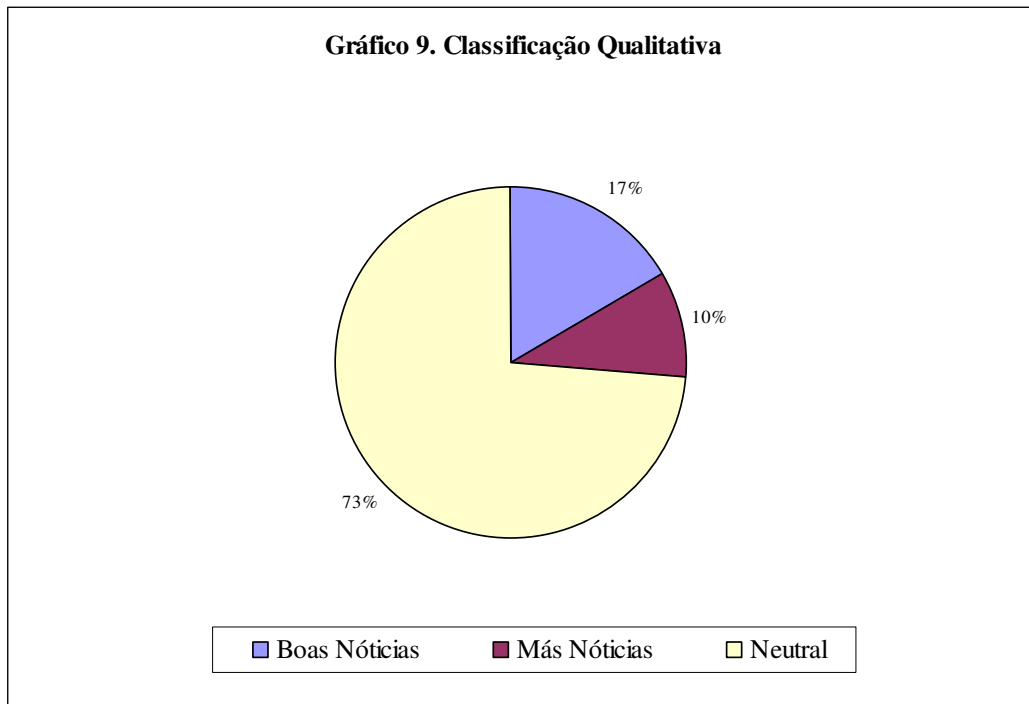
Fonte: Elaboração Própria

Da análise do gráfico podemos verificar que apenas a Zon Multimédia efectua mais divulgações “monetárias” do que “não monetárias”. As restantes empresas divulgam mais frases classificadas como “não monetárias”.¹²

Q3 b) Boas e Más Noticias ou Neutrais

O gráfico 9 evidência o resultado obtido através da categorização das frases como “boas”, “más noticias” ou “neutral”.

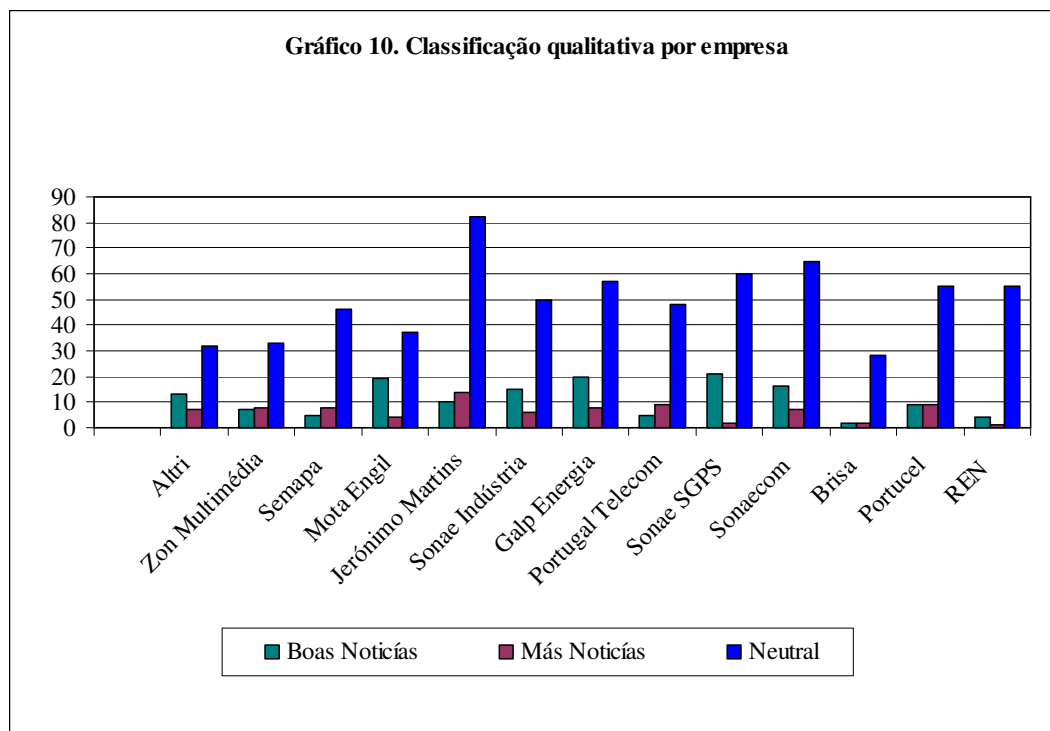
¹² No Apêndice 3 pode ser verificado em pormenor o número de divulgações, para cada uma das categorias: “Monetário” e “Não Monetário”.



Fonte: Elaboração Própria

Pela mesma razão referida na questão anterior se justifica o grande número de divulgações classificadas como “neutral”, os 73% são bastante expressivos nesse sentido. As “más notícias” como seria de esperar são em menor número, apenas 10%, uma vez que as empresas procuram a confiança dos investidores e dos mercados. Apenas 17% são referências a boas notícias. As “boas notícias” estão, essencialmente ligadas a divulgações de informações sobre a utilização de medidas de cobertura para minimizar os riscos de mercado, tais como a utilização de instrumentos de cobertura ou pela divulgação dos objectivos que das políticas de gestão de risco.

No quadro seguinte (gráfico 10) apresenta-se a distribuição por empresa desta categorização das frases.



Fonte: Elaboração Própria

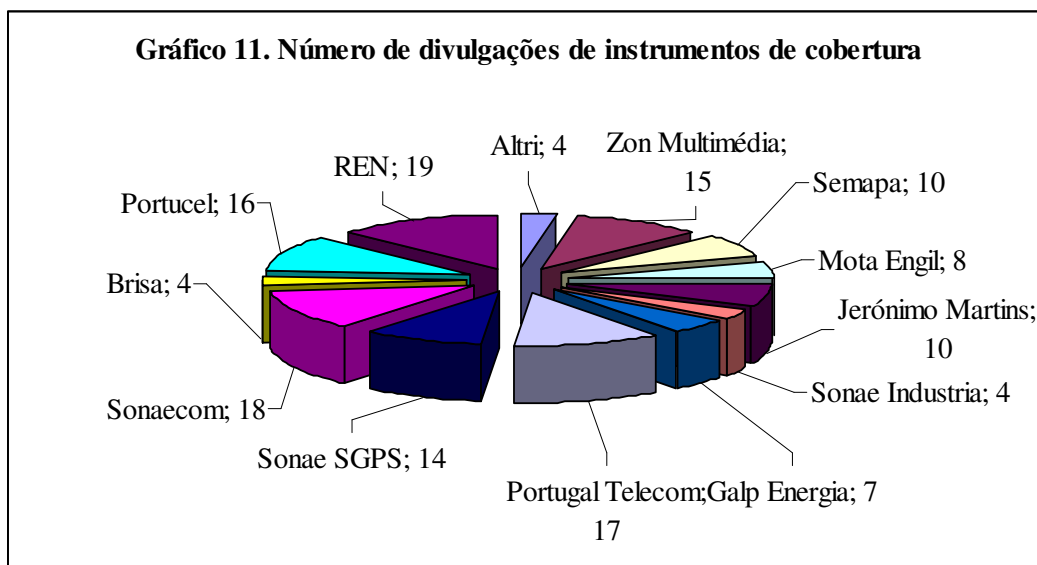
Verifica-se que todas as empresas efectuem mais divulgações “neutral” do que das restantes categorias. As diferenças são em número muito significativo. A REN é a empresa que menos divulgações efectua classificadas como “más notícias”, tem apenas uma. A empresa que mais divulgações efectua nesta categoria é a Jerónimo Martins, que também tem o maior número de divulgações como “Neutral”. A empresa que tem mais referências classificadas como “boas notícias” é a Sonae SGPS. A Brisa e a REN são as que menos frases têm consideradas como “boas notícias”.¹³

- **Q4:** As empresas divulgam o tipo de instrumentos de cobertura que utilizam para minimizar esses riscos?

Verificaram-se divulgações de informações relacionadas com a existência ou não de instrumentos de cobertura e a sua utilização para fazer face a riscos de mercado em todas

¹³ No Apêndice 4 podem ser analisados em pormenor o número de divulgações para cada classificação.

as empresas da amostra, num total de 146 frases. A distribuição das divulgações pode ser analisada no gráfico abaixo (gráfico 11).



Fonte: Elaboração Própria

Conforme se pode verificar no gráfico a empresa que mais divulgações de informações sobre instrumentos de cobertura para fazer face ao risco de mercado é a REN. Duas empresas referem que, apenas, em casos excepcionais utilizam instrumentos de cobertura. A Sonae SGPS, refere que utiliza este tipo de instrumento de forma a minimizar o risco de taxa de juro, e utiliza geralmente *swaps* de taxa de juro e outros instrumentos derivados de cobertura de taxas de juros. A Sonae Indústria, por regra, não utiliza instrumentos derivados financeiros para cobrir as exposições às variações de taxa de juro. A Sonae SGPS utiliza instrumentos derivados de cobertura de riscos de taxas de juro, em relação às transacções que a empresa considera significativas. Em concreto esta empresa, declara utilizar *swaps* de taxas de juro. A Mota Engil faz, igualmente, referência à utilização de *swaps* de taxa de juro.

Verificou-se que a maioria das empresas utilizam instrumentos de cobertura para risco de mercado, essencialmente, para fazer face ao risco de taxa de juro. Foi possível constatar que os instrumentos de cobertura mais utilizados são os *swaps* de taxa de juro. No entanto, a grande maioria das divulgações não identificam especificamente qual o tipo de instrumento que utilizam (57), e por vezes nem referem especificamente para que tipo

de risco de mercado os utilizam. Verifica-se que para fazer face ao risco de preço das acções o instrumento mais utilizado é o de “*equity swaps*”, instrumento utilizado pela ZON e pela Portugal Telecom. Para fazer face ao risco cambial, um dos instrumentos mais utilizados são também os *swaps* e futuros cambiais¹⁴.

Como referido anteriormente, em todas as empresas da amostra foram identificadas divulgações de informações sobre os instrumentos de cobertura, apesar de algumas mencionarem que apenas utilizam estes instrumentos raramente, contrariamente aos resultados aferidos por Othman e Ameer (2009), que verificaram evidências que a maioria das empresas não têm cobertura de risco de mercado (67,6%) e que não divulgaram qualquer tipo de instrumento de cobertura para o período em que incidiu a sua análise.

Outra evidência encontrada foi a de que as empresas utilizam instrumentos de derivados como instrumentos de cobertura para os riscos de mercado e não os utilizam para negociação, nem com fins especulativos. No quadro 5 apresentam-se dois exemplos de frases que explicitam os motivos subjacentes à utilização de derivados.

Quadro 5: Exemplos de frases de utilização de derivados como instrumentos de cobertura

Frases	Empresa	Nº Pág.
"Os derivados não são utilizados com objectivos de <i>trading</i> , geração de proveitos ou fins especulativos;"	Sonae Indústria	13
"A Altri utiliza instrumentos derivados na gestão dos seus riscos financeiros como forma de garantir a cobertura desses riscos, não sendo utilizados instrumentos derivados com o objectivo de negociação."	Altri	8

Fonte: Elaboração Própria

Esta observação vai de encontro ao estudo de Othman e Ameer (2009), no qual verificaram, também, que as empresas que utilizavam estes instrumentos têm como objectivo a cobertura dos riscos e não fins especulativos e divulgam esta informação evidenciando essa questão.

¹⁴ No Apêndice 5 podem ser analisados em pormenor o número de divulgações por cada instrumento.

- **Q5** - As empresas divulgam análises de sensibilidade ao risco de taxa de Juro?

Sete das empresas analisadas não fazem referência à utilização de uma análise de sensibilidade em relação às taxas de juros, como por exemplo a Sonae Indústria e a Galp Energia. A Sonae SGPS é a que faz mais divulgações nesta matéria (12). A análise de sensibilidade efectuada por esta empresa em relação ao risco de taxa de juro é explicada de forma detalhada, sendo a empresa com maior detalhe. Algumas empresas da amostra apenas mencionam a utilização de análise de sensibilidade às taxas de juro.

A Sonae indústria SGPS é a única empresa da amostra a fazer referência à metodologia do CAPM para calcular as taxas de desconto, mas relativamente à sua utilização para efectuar as projecções dos fluxos de caixa operacionais, para permitir proceder aos testes de imparidade dos investimentos.

Sendo assim, verifica-se que neste âmbito de divulgação de uma análise de sensibilidade, para cada tipo de risco de mercado ao qual as empresas se encontram expostas, apenas 6 empresas da amostra cumprem o disposto na IFRS 7 (§§ 40,41).

Genericamente, verificou-se que empresas tendem a cumprir os requisitos da IFRS 7 e procuram efectuar divulgações relativamente aos riscos de mercado a que estão expostas e a forma como tentam fazer face a esses riscos. No entanto essas informações são muito genéricas e muitas vezes parecem apenas visar o cumprimento dos requisitos obrigatórios.

5. Conclusões

Os investidores, os clientes, as entidades reguladores e o público em geral, ou seja, os *stakeholders* são cada vez mais exigentes, e as empresas procuram corresponder às suas exigências. Sendo assim, as empresas sentem-se por diversas razões obrigadas a divulgar mais informação sobre a sua actividade, o seu negócio, os seus dados financeiros e também a sua posição no país e no mundo. A necessidade de informação obriga a que a empresa esteja bem informada sobre os riscos aos quais está, ou poderá vir a estar exposta. No entanto, nem sempre essa divulgação é clara e satisfatória para os leitores dos relatórios emitidos de forma obrigatória. Daí que muitas empresas divulguem, também, informação voluntária.

Este estudo inclui uma revisão de literatura sobre a divulgação da informação sobre o risco, com mais detalhe no âmbito da divulgação obrigatória, nomeadamente, a IFR 7; sobre o risco de mercado e os tipos de riscos de mercado (risco cambial, risco de taxa de juro e riscos de outros preços); sobre medidas de riscos; e também, efectuada uma revisão de literatura sobre estudos empíricos que incidiram sobre a divulgação deste tipo de informação. Em seguida foi efectuada a análise de conteúdo a partir dos relatórios e contas do ano de uma amostra constituída por treze empresas que em 19 de Março de 2012 integravam o PSI20.

Da análise dos dados conclui-se que as empresas da amostra, em geral, efectuem as divulgações obrigatórias pela IFRS 7 no que concerne ao risco de mercado, tal como foi constatado por Otham e Ameer (2009). No entanto, as divulgações incluem, essencialmente, informações referidas na norma, sem serem específicas à realidade da empresa em concreto. É bastante notório que, dentro do risco de mercado, o tipo de risco que é objecto de maior número de referências é o risco de taxa de juro (50%). Para fazer face a esse risco as empresas adoptam uma estratégia de cobertura utilizando instrumentos derivados. Sendo os mais utilizados os *swaps* de taxa de juro. Algumas empresas usam *swaps* de taxa de câmbio para cobertura do risco cambial. Verificou-se, que todas as empresas da amostra efectuaram divulgações sobre a utilização ou não de instrumentos de cobertura para minimizar os riscos de mercado.

Dado as divulgações serem, essencialmente informativas, como no caso das divulgações de informação sobre as políticas de gestão dos riscos, as divulgações são

classificadas como “não monetárias” (70%) e pelo mesmo motivo as mesmas são informações de carácter “neutral” (73%).

Constatou-se também que as empresas não divulgam da mesma forma nem nas mesmas secções dos relatórios e contas, as informações o que adicionou alguma dificuldade na análise dos mesmos. Levanta-se aqui a questão da eficácia ou não da norma conseguir que os objectivos de divulgação sejam atingidos.

Relativamente às limitações salienta-se o facto da amostra ter uma dimensão reduzida e de se ter utilizado o método da análise de conteúdo que incorpora um elevado nível de subjectividade. Desta forma, uma linha de investigação futura possível consistiria no alargamento da amostra incluindo as empresas financeiras. Ou ainda, ampliar o objectivo do estudo nomeadamente, verificando se as exigências impostas por outros organismos e recomendações, tais como o acordo de Basileia II¹⁵ têm impacto no nível de divulgação, também seria interessante verificar se as empresas mantêm o nível de divulgação de ano para anos e fazer um análise da evolução do nível de divulgação alargando o estudo a mais de um ano.

¹⁵ Acordo de Basileia II - Quadro prudencial desenvolvido pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS), e adoptado pela legislação comunitária através das Directivas 2006/48/CE e 2006/49/CE. (Informação na página institucional do Banco de Portugal, 2012)

6. Referências Bibliográficas

Abdelghany, K. E., (2005). Disclosure of market risk or accounting measures of risk: an empirical study, *Managerial Auditing Journal* Vol. 20, Nº 8 pp 867-875.

Altri, SGPS, S.A., (2010). Relatório e Contas.

Alves, M. T. & Morais, A. I., (2005). “Divulgação de informação sobre o risco financeiro. O caso das empresas do PSI 20 e do IBEX 35”, XIII Congreso AECA – Armonización y Gobierno de la Diversidad, Oviedo, Espanha.

Alves, T. (2005). A importância da divulgação da informação sobre o risco de negócio. Tese (doutoramento em gestão, especialidade Contabilidade) – ISCTE, Lisboa.

Alves, T. (2011) Análise de conteúdo: sua aplicação nas publicações de contabilidade, *Revista Universo Contábil*, ISSN 1809-3337, FURB, Blumenau, Vol. 7, n.3, p.146-166.

Amran, A., Bin., A.M.R. & Hassan, B.C.H. M., (2009). Risk Reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, Nº 1.

Ameer, R., (2009). Value-relevance of foreign-exchange and interest-rate derivatives disclosure, The case of Malaysian firms, *The Journal of Risk Finance*, Vol. I, Nº 1 pp.78-90.

Bardin, L., (1977) Análise de conteúdo, Lisboa: Edições 70.

Beretta, S., Bozzolan, S., (2004). A framework for the analysis of firm risk communication, *The International Journal of Accounting*, 39, 265– 288.

Borio, C., Tsatsaronis, K., (2006). Risk in financial reporting: status, challenges and suggested directions, *BIS Working Papers*, nº 213, *Bank International Settlements*.

Brealey, R.A., Myers S.C. & Allen F., (2007). Princípios de finanças empresariais, 8ª edição. Madrid: MacGraw-Hill.

Brisa - Auto-Estradas de Portugal, S.A., (2010). Relatório e Contas.

Carvalho, J.R.M., Albuquerque, L.S., Almeida, K.K.N. & Limeira, M.P., Um estudo exploratório sobre a importância do *Disclosure* no âmbito do processo decisório, disponível em 5 de Novembro de 2011, WWW.revistaacademia.ccjs.ufg.edu.br/artigo6.swf

Código das Sociedades Comerciais, disponível em 11 de Abril de 2012 no SITOC.

Código dos Valores Mobiliários, disponível em 11 de Abril de 2012 em www.cmvm.pt

Combes-Thuélin, E., Henneron, S. & Touron, P., Risk regulations and financial disclosure, An investigation based on corporate communication in French traded companies, *Corporate Communications: An international Journal*, Vol.11 N° 3, pp 303-326, 2006.

Comissão Europeia (UE):

Regulamento (CE) N° 1606 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho de 2002, disponível em 2 Março 2012, www.cnc.min-financas.pt

Regulamento (CE) N° 149 do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de Fevereiro de 2002, disponível em 2 Março 2012, www.cnc.min-financas.pt

Decreto-lei n° 35-2005 de 17 de Fevereiro, disponível em 2 Março 2012, www.cnc.min-financas.pt

Federation of European Risk Management Associations (FERMA). Norma de Gestão de Riscos. (2003, ISSO/IEC, Guide 73). Disponível em: 28, Outubro, 2011, em: <http://www.ferma.eu/risk-management/standards/risk-management-standard/>

GALP Energia, SGPS, S.A., (2010). Relatório e Contas.

Gil, A., (2010). Como elaborar Projectos de Pesquisa, 5ª edição. São Paulo: Atlas.

Grout, Paul A., Zalewsk, A., (2005). The impact of regulation on Market risk, *Journal of Financial Economics*, 80, 149-184.

International Accounting Standards Board, IASB, disponível em 29 Outubro de 2011, em www.iasb.org e [www. www.cnc.min-financas.pt](http://www.cnc.min-financas.pt)

IAS 32 (2004)

IAS 39 (2009)

IFRS 7 (2011)

Jerónimo Martins, SGPS, S.A., (2010). Relatório e Contas.

Jorion, Philippe, (2007), Value at Risk- The New Benchmark for managing financial risk, , Inc 3ª edição. New York: McGraw-Hill Companies

Kretschmara, G.L., Misundb B. &, Hatherly D., (2007). Market risks and oilfield ownership—Refining oil and gas disclosures, *Energy Policy*, 35, 5909–5917.

Lim, C. Y. &, Chee Y. & Tan, P.M., (2007). Value relevance of value-at-risk disclosure, *Springer Science-Business Media, Review of Quantitative Financial Accounting* 29:353–370

Linsley, P.M., Shrives, P. J., (2006). Risk reporting: A study of risk disclosure in the annual reports of UK companies, *The British Accounting Review*, pp 387-404.

Matos, Joaquim P. (1992), Finanças internacionais, Lisboa: Editorial Presença, 1ª edição

Meek, G. & Roberts, C. e Gray, S., (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations, *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555-572.

Mota Engil, SGPS, S.A., (2010). Relatório e Contas.

Neves, J.C., (2002), *Avaliação de Empresas e Negócios*, Lisboa: McGraw-Hill.

Othman R., Ameer R., (2009). Market risk disclosure: evidence from Malaysian listed firms, *Journal of Financial Regulation and compliance*, Vol. 17 N° 1, pp 57-69.

Portucel - Empresa Prod.de Pasta de Papel, S.A., (2010). Relatório e Contas.

Portugal Telecom, SGPS, S.A., (2010). Relatório e Contas.

REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A., (2010).Relatório e Contas.

Semapa - Soc.Inv. E Gestão, SGS, S.A., (2010). Relatório e Contas.

SONAE Indústria, SGPS, S.A., (2010). Relatório e Contas.

Sonaecom, SGPS, S.A., (2010). Relatório e Contas.

Silva, E. e Menezes, E., (2011). Metodologia da Pesquisa e Elaboração de dissertação, disponível em 30 de Maio de 2012, em <http://pt.scribd.com/doc/2367267/DA-SILVA-MENEZES-2001-Metodologia-da-pesquisa-e-elaboracao-de-dissertacao>.

SONAE, SGPS, S.A., (2010). Relatório e Contas.

Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A., (2010).
Relatório e Contas.

www.bportugal.pt consulta em 19 Março 2012

www.psi20.net.pt, 2012, consulta em 19 Março de 2012

Apêndices

Apêndice 1: Empresas Cotadas no PSI 20 em 19 Março 2012

	Empresa	Amostra
	Não financeiras	
1	Altri, SGPS, S.A.	✓
2	Brisa - Auto-Estradas de Portugal, S.A.	✓
3	CIMPOR SGPS	
4	EDP	
5	EDP renovaveis	
6	GALP Energia, SGPS, S.A.	✓
7	Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	✓
8	Mota Engil, SGPS, S.A.	✓
9	Portugal Telecom, SGPS, S.A.	✓
10	Portucel - Empresa Prod.de Pasta de Papel, S.A.	✓
11	REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	✓
12	Semapa - Soc.Inv. E Gestão, SGS, S.A.	✓
13	SONAE, SGPS, S.A.	✓
14	SONAE Indústria, SGPS, S.A.	✓
15	Sonaecom, SGPS, S.A.	✓
16	Zon Multimédia - Serv. De Telec. E Mult., SGPS, S.A.	✓
	Financeiras	
17	B Comercial Português	
18	B Espírito Santo	
19	Banco BPI	
20	E Santo FINANCIAL	

Apêndice 2. Número de divulgações por tipo de risco de mercado por empresa

Empresas	Risco Cambial	Risco de Taxa de Juro	Outros Riscos de Preços	Não Especificado	Total
Altri	2	34	16	0	52
Zon Multimédia	8	20	17	3	48
Semapa	6	28	13	12	59
Mota Engil	8	35	6	11	60
Jerónimo Martins	4	37	48	17	106
Sonae Indústria	8	46	17	0	71
Galp Energia	6	46	27	6	85
Portugal Telecom	20	23	18	1	62
Sonae SGPS	5	57	18	3	83
Sonaecom	10	53	19	6	88
Brisa	4	13	15	0	32
Portucel	33	20	8	12	73
REN	11	25	15	9	60
Total	125	437	237	80	879

Apêndice 3. Número de divulgações quantitativa por empresa

Empresas	Monetário	Não Monetário	Total
Altri	20	32	52
Zon Multimédia	33	15	48
Semapa	15	44	59
Mota Engil	15	45	60
Jerónimo Martins	34	72	106
Sonae Indústria	18	53	71
Galp Energia	35	50	85
Portugal Telecom	24	38	62
Sonae SGPS	12	71	83
Sonaecom	18	70	88
Brisa	1	31	32
Portucel	25	48	73
REN	13	47	60
Total	263	616	879

Apêndice 4. Classificação qualitativa por empresa

Empresas	Boas Notícias	Más Notícias	Neutral	Total
Altri	13	7	32	52
Zon Multimédia	7	8	33	48
Semapa	5	8	46	59
Mota Engil	19	4	37	60
Jerónimo Martins	10	14	82	106
Sonae Indústria	15	6	50	71
Galp Energia	20	8	57	85
Portugal Telecom	5	9	48	62
Sonae SGPS	21	2	60	83
Sonaecom	16	7	65	88
Brisa	2	2	28	32
Portucel	9	9	55	73
REN	4	1	55	60
Total	146	85	648	879

Apêndice 5. Número de divulgações por tipo de instrumento de cobertura

Tipos de instrumentos de cobertura	Total Divulgações
Instrumentos Derivados(sem especificação)	57
<i>Swaps</i>	15
<i>Swaps</i> taxa de juro	35
<i>Forwards</i>	1
<i>Forwards</i> cambiais	3
currency swaps	4
<i>Equity swaps</i>	10
Futuros cambiais	2
Instrumentos derivados de taxas de juro	3
Instrumentos derivados de taxas de câmbio	2
<i>Caps/flors/calls/collers</i>	6
Contratos futuros	1
cobertura para accções	1
<i>forwards start swaps</i> de taxa de juro	2
<i>forwards start swaps</i>	1
<i>cross currency swap</i>	2
contratos taxa cambio	1
Total	146

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

Errata

Divulgação do Risco de Mercado

Um caso de empresas Portuguesas

Mónica Lopes Graça

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de

MESTRE EM CONTABILIDADE

ORIENTADORA: Doutora Maria Teresa Alves

Setúbal, 2012

Errata: Divulgação do Risco de Mercado: Um caso de empresas Portuguesas

Pág.	Linha	Onde se lê	Deve ler-se
1	18	integravam PSI20 ₂	integravam o PSI20 ²
1	21	quanto à divulgação	quanto às divulgação
1	25	taxa de juros	taxa de juro
2	3	,com recurso à análise foi efectuada através da analise de contudo	, com recurso à análise de conteúdo dos
3	10	(Apêndice A) ³	(Apêndice A) ³
5	9	(β)	β
6	7	, outra desvantagem apontada ao VaR é o facto	, é o facto
6	9	processar a quantitativa,	processar quantitativa e
7	30	os risco	os riscos
9		a condições a condições	a condições
17	22	Efectuado	Efectuaram
17	22	depois foi	Depois
21	21	pré análise	pré-análise
23	6	, pois que	, pois entende-se que
25	Quadro 3	su	subsidiária ..."
25	Quadro 3	e/ou gastos	e/ou gastos na demonstração de resultados do exercício na rubrica de ganhos/perdas cambiais."
27	7	empresa que o	empresa com
30	1	Moçambique Venezuela,	Moçambique, Venezuela e
32	4	foi efetuadas	foram efectuadas
37	8	objectivos que das	objectivo das
42	11	IFR 7	IFRS 7
46	6	IAS 32 (2004)	IAS 32 (2004) – Instrumentos Financeiros: Apresentação
46	7	IAS 39 (2009)	IAS 39 (2009) – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração
27	8	IFRS 7 (2011)	IFRS 7 (2011) – Instrumentos Financeiros: Divulgações