

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS E ECONOMIA

# Riscos Empresariais Divulgados nas Ofertas Públicas de Ações no Brasil

*Enterprise Risk Disclosed in Initial Public Offering in Brazil*

*Riesgos Empresariales Divulgados en las Ofertas Públicas de Acciones en Brasil*

Paulo Roberto da Cunha<sup>1</sup>

Júlio Orestes da Silva<sup>2</sup>

Francisco Carlos Fernandes<sup>3</sup>

Recebido em 22 de outubro de 2010 / Aprovado em 21 de dezembro de 2011

Avaliador Responsável: João Maurício Gama Boaventura, Dr.

Processo de Avaliação: *Double Blind Review*

## RESUMO

A regulamentação vigente no Brasil determina que empresas que desejam captar recursos no mercado de capitais por meio de emissão de ações devem elaborar um Prospecto de Oferta Pública de Ações no qual devem informar, entre outros fatores, todos os riscos que podem afetar o negócio. O objetivo deste artigo é investigar o nível de evidenciação dos riscos empresariais informados nesses prospectos. O delineamento metodológico foi descritivo com uma abordagem qualitativa. O objeto de análise consistiu nos Prospectos Definitivos de Oferta Pública de Ações listados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no ano de 2008. A amostra consistiu em 10 empresas de diversos segmentos. Adotou-se um critério de pontuação por meio do qual foi verificado que

o percentual médio de pontuação atingido foi de 59% de evidenciação. Foram definidos também indicadores do nível de evidenciação por categoria de risco e por empresa. Esse percentual variou entre 42% da categoria “riscos da emissora” até 85% na categoria “riscos relacionados ao acionista”. Quanto à pontuação das empresas, a menor pontuação foi obtida pela Le Lis Blanc, com 51%, enquanto a Vale do Rio Doce obteve a maior pontuação, 66% do total possível. Como conclusão geral, constatou-se que o nível de evidenciação de riscos nos prospectos de oferta de ações ainda não é satisfatório. Possíveis causas para esse fenômeno são analisadas.

**Palavras-chave:** Risco. Evidenciação. IPO. Oferta pública de ações.

1. Doutor em Ciências Contábeis e Administração e Professor da Fundação Universidade Regional de Blumenau – FURB [pauloccsa@furb.br]
  2. Doutorando em Controladoria e Contabilidade na Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA/USP. [orestesj@gmail.com]
  3. Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA/USP. Professor da Fundação Universidade Regional de Blumenau – FURB. [franciscofernandes@furb.br]
- Endereço dos autores: Rua Antonio da Veiga, 140 – Victor Konder, Blumenau – SC Cep. 89012-900 Brasil

**ABSTRACT**

The current legislation in Brazil requires that companies wishing to raise funds in capital markets through issuance of shares shall prepare a prospectus for Initial Public Offering (IPO) in which they inform, among other things, all risks that may affect the business. The aim of this paper is to investigate the level of disclosure of business risks reported in these prospectuses. The methodological design was a descriptive qualitative approach. The object of analysis consisted of the final prospectus for IPO listed in the Brazilian Securities Commission (CVM) in 2008. The sample consisted of 10 companies from various segments. We have adopted a criterion score by which it was found that the average percentage score achieved was 59% of disclosure. We have also defined indicators of the level of disclosure by risk category and by company. Within these categories, this percentage ranged from 42% of the category “risks of issuing” up to 85% in category “risks related to the shareholder”. As for the scores of companies, the lowest score was obtained by Le Lis Blanc, 51%, while the Vale do Rio Doce has obtained the highest score, 66% of the total possible. In conclusion, it was found that the level of disclosure of risks in stock offering prospectus is not yet satisfactory. Possible causes for this phenomenon are analyzed.

**Key words:** Risk. Disclosure. IPO. Initial public offering.

**RESUMEN**

La reglamentación vigente en Brasil determina que las empresas que desean captar recursos financieros el mercado de capitales mediante la emisión de acciones deberán elaborar un Prospecto de Oferta Pública de Acciones (OPI) en el que deben informar, entre otras cosas, todos los riesgos que pueden afectar el negocio. El objetivo de este artículo es investigar el grado de exposición de los riesgos empresariales informados en estos prospectos. El diseño metodológico fue descriptivo con un enfoque cualitativo. El objeto de análisis consistió en los Prospectos Definitivos de Oferta Pública de Acciones, catalogados en la Comisión de

Valores Mobiliarios (CVM) en 2008. La muestra abarcó 10 empresas de diversos segmentos. Se adoptó un criterio de puntuación que permitió corroborar que el porcentaje medio de puntuación alcanzado fue del 59% de exposición. También se definieron indicadores del grado de exposición por categoría de riesgo y por empresa. Ese porcentaje osciló entre el 42% de la categoría “riesgos del emisor” hasta un 85% en la categoría “riesgos relacionados con el accionista.” En lo que se refiere a la puntuación de las empresas, el puntaje más bajo lo obtuvo Le Lis Blanc, con el 51%, mientras que la Vale do Rio Doce obtuvo la puntuación más alta, el 66% del total posible. En conclusión, se constató que el grado de exposición de riesgos mediante los prospectos de oferta de acciones aún no es satisfactorio. Se analizan las posibles causas de este fenómeno.

**Palabras clave:** Riesgo. Exposición. IPO. Oferta pública de acciones.

**I INTRODUÇÃO**

O risco sempre esteve presente em qualquer atividade econômica e seu estudo tem ganhado destaque nos últimos meses em função dos prejuízos causados por posições excessivamente arriscadas assumidas por empresas de diversos segmentos em todo o mundo.

Em Finanças, a relação risco-retorno indica que, quanto maior o nível de risco aceito, maior o retorno esperado dos investimentos. Esta relação vale tanto para investimentos financeiros como para os negócios, cujo “retorno” é determinado pelos dividendos e pelo aumento do valor econômico da organização. (IBGC, 2007).

Empreender significa buscar um retorno econômico-financeiro adequado ao nível de risco associado à atividade. Ou seja, o risco é inerente à atividade de negócios, na qual a consciência do risco e a capacidade de administrá-lo, aliadas à disposição de correr riscos e de tomar decisões, são elementos-chave. (IBGC, 2007).

Neste contexto, o rigor regulatório e normativo relacionado aos riscos, bem como o aten-

dimento às boas práticas de governança corporativa nas empresas, tem aumentado como forma de minimizar sua exposição e contribuir no gerenciamento dos riscos. Como exemplo de regras e práticas que enfatizam a gestão de riscos tem-se a AS/NZ 4360 da Austrália e Nova Zelândia, o *Enterprise Risk Management: Integrated Framework*, do *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO) dos Estados Unidos, o *Criteria of Control Committee of Canadian Institute of Chartered Accountants*, (COCO) do Canadá, o *King Report* da África, o *Turnbull Report* da Inglaterra, as novas regras do Comitê da Basileia, a lei norte-americana *Sarbanes-Oxley*, e a *Legge Sull Risparmio*, da Itália.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) desenvolveu, em 2007, um guia de orientação para gerenciamento de riscos denominado GRCorp. O objetivo desta iniciativa foi trazer ao mercado informações e práticas que contribuam para o processo da governança corporativa e auxiliem conselheiros e demais administradores a desempenhar melhor as suas funções, contribuindo para aprimorar o funcionamento do mercado, gerar maior confiança dos investidores e, conseqüentemente, propiciar maior fluidez de recursos para as empresas. (IBGC (2007).

As empresas, além de observarem práticas de mitigação dos riscos, devem comunicar tais práticas ao mercado, orientando-se pelo que preceituam as boas práticas de governança corporativa e seus princípios básicos: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

Fernandes, Souza e Faria (2010, p. 59) destacam que, no atual contexto empresarial, “a evidenciação é relevante tanto para os gestores quanto para os investidores, pois, diariamente, eles precisam tomar decisões e aproveitar oportunidades de negócios. Os autores complementam que, “nos últimos anos, o mercado de capitais tem exigido maiores níveis de informação que garantem proteção maior para os investidores”.

Não só os órgãos reguladores têm exigido padrões mais altos de abertura de informações, mas também as companhias têm se envolvido em atitudes voluntárias de divulgação de informações. Essa postura das empresas tem como objetivo bus-

car a diferenciação das demais empresas na busca pelos recursos dos investidores. Essa diferenciação deve-se pela possibilidade das empresas serem avaliadas de forma mais adequada (já que o mercado teria maior facilidade de entender a empresa e, conseqüentemente, de melhor avaliar o valor dessa mesma empresa), e também a fim de manterem um bom relacionamento com o mercado de futuras emissões de títulos. (LANZANA, 2004).

Dentre as diversas informações passíveis de *disclosure*, um tópico indispensável de avaliação, por parte dos investidores, são os riscos assumidos com a aquisição das ações. Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução Normativa (IN) 400 de 29 de dezembro de 2003 (CVM, 2003), dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. A IN 400 destaca que as empresas, ao elaborarem o prospecto de oferta pública de ações, devem reservar um espaço que contemple os aspectos relacionados aos fatores de risco que os possíveis investidores incorrerão ao adquirir as ações.

Neste contexto, o presente artigo tem como foco a evidenciação dos riscos empresariais, pretendendo responder à seguinte questão: *qual o nível de evidenciação de riscos empresariais declarados no Prospecto Definitivo de Oferta Pública no Brasil?*

Assim, o objetivo do artigo é investigar o nível de evidenciação dos riscos empresariais declarados no Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Ações no Brasil.

O estudo justifica-se ao analisar a evidenciação dos riscos destacados pelas empresas no momento da oferta de suas ações no mercado acionário. Contribuirá para aprimoramento do conhecimento sobre o assunto, que interessa aos pesquisadores, gestores e investidores.

O trabalho está estruturado em cinco tópicos, iniciando com esta introdução. Na seqüência faz-se uma revisão de literatura e uma abordagem acerca do *Initial Public Offering* (IPO's) com base na IN 400/03 da CVM. Depois, descreve-se o método e os procedimentos da pesquisa. Na seqüência, são apresentados os resultados da pesquisa, destacando as principais evidenciações encontradas sobre riscos nas seis categorias contempladas

na IN 400/03. Por último, são apresentadas as conclusões da pesquisa realizada.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

A evidenciação de riscos tem sido objeto de diversos estudos, caracterizando-se numa literatura em desenvolvimento. Na sequência, discorrem-se sobre autores com seus respectivos estudos sem pretensão de considerar esta revisão exaustiva e nem esgotar o assunto.

Relacionado a estudos nacionais, Barroso, Lustosa e Moraes (2004) apresentaram um estudo que verificou o grau de evidenciação do risco operacional em bancos no Brasil à luz das recomendações do Comitê da Basileia. Analisaram-se os Relatórios Anuais entre os anos de 2000 e 2003, dos cinco maiores bancos do Brasil: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, Unibanco e Santander. Os resultados são apresentados com ênfase em dois indicadores desenvolvidos: o Percentual de Divulgação por Item de Pesquisa (PDIT) e o Percentual de Divulgação por Banco (PDB). Com base nestes indicadores, verificou-se que as instituições pesquisadas divulgam, em média, 25% do considerado ideal pelo Comitê. Constatou-se que não houve evolução significativa, no período pesquisado, das divulgações relativas a risco operacional. Concluiu-se que as instituições financeiras abordadas divulgam, apenas parcialmente, informações sobre risco operacional por dois motivos: por um lado, elas ainda estão constituindo esforços para a montagem de seu modelo interno de mensuração e, por outro, não há exigência de *disclosure* por parte do órgão regulador.

No mesmo ano, Tavares (2004) fez um estudo com objetivo de verificar como as instituições financeiras brasileiras vêm se adaptando à regulamentação de alocação de capital e como vêm divulgando as informações relacionadas ao risco de crédito, de forma a proporcionar ao usuário externo maior clareza na identificação dos riscos, do grau de inadimplência, da provisão constituída e da suficiência de capital. Utilizou-se dos demonstrativos contábeis das onze principais instituições para avaliar o grau de abertura e transpa-

rência das informações referentes aos modelos de classificação e medição de risco de crédito. Concluiu-se que houve avanços no sentido de acompanhamento as recomendações e parâmetros internacionais, porém as instituições financeiras ainda fornecem limitadas informações ao usuário externo da Contabilidade.

Cherobim e Alves (2006) realizaram um estudo para verificar se instituições financeiras brasileiras evidenciam o conceito de risco operacional e os aspectos relativos à gestão desse risco, em sintonia com princípios do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia contidos no *Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk*, especificamente os princípios 01 (com foco na definição de risco operacional) e 10 (evidenciação pública relativa à gestão desse risco). A pesquisa foi realizada em duas fases: na primeira, foram examinadas as demonstrações financeiras e relatórios anuais e, na segunda, foram examinados os Formulários 20-F das instituições financeiras que o divulgaram segundo exigências da *Securities and Exchange Commission*, todos com data base em 2003. Os bancos analisados foram: Banco do Brasil S.A., Banco Bradesco S.A., Banco Itaú Holding Financeira S.A. e Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. As conclusões do estudo mostraram que há divulgação do risco operacional nas instituições pesquisadas, nas duas formas propostas: demonstrações divulgadas apenas no Brasil e Formulário 20-F.

No estudo de Machado, Lima, G. A. S. F. e Lima, I. S. (2006), os autores verificaram se as demonstrações financeiras das seguradoras que operam planos de benefícios evidenciam seus riscos atuariais. Foram analisadas as demonstrações contábeis de 2004 de 31 seguradoras, que operam planos de benefícios e constatou-se que as entidades abertas de previdência complementar apresentam baixo nível de *disclosure* quando se trata de riscos atuariais.

Peleias et al. (2007) analisaram a evidenciação oferecida pelas demonstrações contábeis de bancos brasileiros e procuraram avaliar como os relatórios contábeis e as notas explicativas apresentados contribuem para a compreensão da avaliação dos riscos assumidos pelos bancos em suas

atividades. Utilizaram-se das demonstrações contábeis de 2001, 2002 e 2003 dos 50 maiores instituições financeiras do Brasil. Os resultados obtidos indicam que, apesar do intercâmbio de informações existente entre o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, não exige de forma explícita, dos auditores independentes, uma evidênciação que permita ao leitor interessado uma avaliação mais completa sobre o desempenho dos bancos analisados, em relação à estratégia de gestão de riscos adotada pela instituição financeira.

Mendonça Neto e Riccio (2008) realizaram um estudo com objetivo principal de analisar se existe uma relação entre a qualidade da informação contábil e o risco de liquidez no mercado brasileiro de capitais, a partir de uma amostra de empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Para avaliação do nível de *Disclosure* utilizou-se como base um Índice de *Disclosure* (ID) desenvolvido por Botosan (1997), enquanto que o risco de liquidez de mercado foi avaliado utilizando-se da metodologia do *Value at Risk* (VAR). Os resultados indicaram que existem evidências preliminares de uma relação negativa entre o nível de *Disclosure* e o risco de liquidez de mercado.

Carneiro (2008) realizou um estudo com o objetivo de identificar o estágio atual das demonstrações financeiras do Banco do Brasil, Bradesco, Itaú e Unibanco em relação aos requerimentos de divulgação previstos nas Normas Internacionais de Contabilidade para os instrumentos financeiros e no Novo Acordo de Basiléia para os riscos bancários. Verificou-se que não foi possível apurar impacto significativo das futuras normas na publicação das demonstrações contábeis do exercício de 2007.

Andrade, L. F. F., Niyama e Santana (2009) analisaram o nível de *disclosure* por meio das divulgações e evidenciações dos vinte maiores bancos atuantes no Sistema Financeiro Nacional com vistas a verificar a aderência às recomendações de Basiléia com relação à evidenciação dos riscos de mercado e operacional. Os achados da presente pesquisa demonstram evolução na divulgação dessas informações se comparado ao início do período pesquisado, em especial para as cinco maio-

res instituições financeiras melhor classificadas pelo ativo no *ranking* disponibilizado pelo Banco Central do Brasil. Por outro lado, observou-se que grande parte das instituições analisadas não possui nível de divulgação elevado, apresentando, em sua maioria, um nível baixo de aderência às recomendações de divulgação do Comitê de Basiléia.

Diante do exposto, constatou-se que os estudos tratam de investigações realizadas no setor bancário, com vistas ao *disclosure* dos riscos operacionais, de crédito, de liquidez e de mercado. Excetuando a esses estudos encontrou-se a pesquisa de Machado, Lima, G. A. S. F. e Lima, I. S. (2006) com foco nos riscos atuariais evidenciados nas demonstrações financeiras das seguradoras que operam planos de benefícios.

Um estudo sobre evidenciação de riscos não ligado ao setor bancário foi realizado por Fernandes, Souza e Faria (2010). A autora realizou um estudo com o objetivo de investigar se as empresas brasileiras do setor de energia elétrica com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) evidenciam, satisfatoriamente, os riscos relevantes do mercado de capitais. Utilizou uma amostra intencional de 14 empresas brasileiras que captam recursos no mercado de capitais, que fizeram ofertas públicas de valores (ações ou debêntures) na BOVESPA em 2006. Os resultados da pesquisa mostraram que, embora algumas empresas tenham atingido um grau melhor de satisfação na evidenciação dos riscos empresariais, o nível de evidenciação constatado é fortemente direcionado para o cumprimento dos requisitos regulamentares. Concluiu-se que há espaço para melhorias em termos de satisfação das necessidades de informação dos investidores, particularmente as relacionadas à evidenciação de riscos relevantes do mercado de capitais.

Zonatto e Beuren (2010) realizaram um estudo com o objetivo de identificar as categorias de riscos evidenciados no Relatório de Administração (RA) de 2007 das empresas brasileiras com emissão de *American Depositary Receipt* (ADRs). Os autores utilizaram uma amostra de 28 empresas com ADRs na Bolsa de Nova Iorque e analisaram sete categorias de riscos corporativos a partir da metodologia do *Committee of Sponsoring Organization*

of the Treadway Commission (COSO), sendo: riscos estratégicos, riscos de mercado, riscos de crédito, riscos de liquidez, riscos operacionais, risco legais e riscos de imagem. Concluiu-se que não há uma padronização na forma de evidenciação dos riscos evidenciados pelas empresas. Do total da amostra, 19 empresas evidenciaram algum tipo de risco, enquanto que, 9 empresas não evidenciaram nenhum tipo de risco. A categoria de riscos com maior evidenciação foi de risco operacional com 20,72% das observações. Por outro lado, não houve evidenciação do risco de imagem.

Em âmbito internacional, Linsley e Shrivies (2006) examinaram a natureza das divulgações de risco nos relatórios anuais de empresas não financeiras do Reino Unido. Foi testada a relação entre o volume de divulgações de risco com o tamanho da empresa e com o nível de risco da empresa, por meio de verificação no relatório anual de 79 empresas. Encontrou-se uma associação significativa entre o número de divulgações de risco e o tamanho da empresa. Da mesma forma, uma associação significativa é encontrada entre o número de divulgações de risco e o nível de risco. De forma geral, as declarações da política da gestão de riscos e uma falta de coerência nas narrativas de evidenciação dos riscos revelaram uma lacuna existente na divulgação desses, que implicam na impossibilidade de avaliação adequada do perfil de riscos de uma empresa pelos usuários interessados.

Abdou e Dicle (2007) realizaram um estudo denominado “*Do risk factors matter in the IPO valuation?*”, com o objetivo de investigar se os fatores de risco são considerados no preço das ações informados nos IPOs durante o período da bolha da internet. Três hipóteses foram propostas, sendo:

- a) os fatores de risco mencionados no prospecto são importantes para a comercialização de IPO e, portanto, afetam o *underpricing* nos IPOs;
- b) os fatores de risco afetam os atributos de negociação do IPO;
- c) o número de fatores de risco citados pela empresa emissora é afetado pelos participantes diretos, como acionistas e bancos de investimento.

A amostra final para o período da bolha da Internet, de 01 de janeiro de 1996 a 30 de abril de 2000 foi composta por 595 empresas divididas em 89 empresas de varejo e 506 empresas de alta tecnologia. Verificou-se que as empresas de alta tecnologia desempenharam um papel significativo durante o período da bolha. Além disso, a pesquisa mostrou que nem todos os fatores de risco são considerados significativos em todo o processo de comercialização como previsto pela primeira hipótese. Destacou-se a observação que o significado econômico negativo do fator de risco no mercado antes de a ação ser negociada. Isso revela que, os comerciantes são seletivos na avaliação dos riscos e podem valorizar alguns fatores como oportunidades e não como fatores de risco. Além disso, os resultados revelam que os fatores de risco afetam os tributos de negociação como previsto na segunda hipótese e que os preços desses fatores de risco não são diferentes entre as empresas de varejo e de alta tecnologia. Em relação aos participantes, verificou-se que os acionistas e bancos de investimento têm um efeito estatístico significativo e econômico sobre o número de fatores de risco relatados no prospecto.

Murugesu e Santhapparaj (2010) verificaram a relação entre o risco divulgado na Oferta Pública Inicial (IPO) e seu preço inicial de oferta e retorno do mercado. Utilizou-se uma amostra de 210 IPOs no mercado de ações da Malásia durante o período 1999-2004. Os resultados indicaram que empresas que pretendem abrir capital podem aumentar o valor de suas ações proporcionando maior informação sobre a sua capacidade de controlar o seu risco. A descoberta de que empresas com maior risco declarados nos IPOs têm oferta de ações com preços mais baixos é consistente com a teoria de *underpricing*. Os autores reforçam que os resultados estão ainda em consonância com a literatura da sinalização, em que se nenhuma informação é divulgada ao mercado, aumenta-se a incerteza dos investidores e o valor de mercado de uma empresa diminui.

Na perspectiva de análise dos riscos por meio dos *Initial Public Offering* (IPO), ou seja, das ofertas públicas de ações, pretende-se investigar o nível de evidenciação dos riscos empresariais

declarados nas ofertas públicas de ações nos diferentes segmentos. Assim, na sequência, busca-se situar com mais propriedade os IPO's.

### 3 INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)

Pagnani e Olivieri (2004, p. 31) destacam que “o mercado acionário é o local onde ocorre a canalização direta dos recursos monetários, superavitários, disponíveis aos poupadores, para financiamento das empresas, por meio da colocação (venda) inicial das ações emitidas.”

A venda inicial de ações ou a oferta pública inicial de ações é a primeira distribuição de parte ou de toda a empresa. Essa oferta pública de ações, OPA ou IPO, sigla advinda da expressão em inglês *Initial Public Offering*, constitui-se na elaboração de um processo com o intuito de colocação junto ao público de determinado número de ações de uma companhia. (BOVESPA, [2009]).

O Prospecto da Oferta é o documento que traz todas as informações importantes sobre a oferta de ações, como as perspectivas e planos da companhia, a situação de mercado em que a companhia atua, os riscos do negócio, o quadro administrativo da empresa entre outras informações relevantes para o possível investidor. (BOVESPA, [2009]).

A Instrução Normativa CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (CVM, 2003) regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, com finalidade de assegurar a proteção dos interesses dos investidores e do mercado em geral, por meio de tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta.

A divulgação deve conter um tópico específico para fatores de risco, conforme a Instrução Normativa CVM nº 400/03. Neste prospecto, a empresa deve expor em ordem de relevância, os fatores relacionados com a emissão, com o valor mobiliário, com a emissora, e diversos itens que, de alguma forma, possam fundamentar a decisão de investimento de potencial investidor. Deve-se considerar no horizonte de análise de risco o prazo

do investimento, do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta.

Na Instrução Normativa CVM nº 400/03 ainda é mencionado que a companhia deve:

Expor, em ordem de relevância, breve resumo dos principais fatores relacionados com a distribuição, com as ações, com a emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a atuar, com seus acionistas e com o ambiente macroeconômico que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor. O local físico e eletrônico em que estiver disponível a seção de fatores de risco completa deve ser informado. (CVM, 2003).

No IPO deve ainda estar expressa a seguinte frase “OS INVESTIDORES DEVEM LER A SEÇÃO FATORES DE RISCO, DISPONÍVEL EM... [disponibilidade física e eletrônica]”. Esse quesito pretende reforçar aos investidores a importância dada ao item de riscos da organização, permitindo ao futuro investidor refletir sobre os riscos inerentes a empresa que se pretende despende investimento, conforme estabelece a Instrução Normativa CVM nº 400/03.

A Instrução Normativa CVM nº 442/06 menciona no Item 3 que algumas informações adicionais de fatores de risco devem ser divulgadas nos prospectos de oferta pública de valores mobiliários:

3.1 Riscos decorrentes dos critérios adotados pelo originador ou cedente para concessão de crédito;

3.2 Riscos decorrentes dos negócios e da situação patrimonial e financeira do devedor ou coobrigado enquadrado nas hipóteses previstas nos itens 5.2 e 5.3 desta instrução;

3.3 Possibilidades de os direitos creditórios que servem de lastro para a emissão virem a ser alcançados por obrigações do originador ou de terceiros, inclusive em decor-

rência de pedidos de recuperação judicial ou de falência, ou planos de recuperação extrajudicial, ou em outro procedimento de natureza similar;

3.4 Eventuais restrições de natureza legal ou regulatória que possam afetar, adversamente, a validade da constituição e da cessão dos direitos creditórios para o ofertante, bem como o comportamento do conjunto dos créditos cedidos e os fluxos de caixa a serem gerados;

3.5 Eventos específicos com relação à operação que possam dar ensejo ao inadimplemento ou determinar a antecipação, liquidação ou amortização dos pagamentos;

3.6 Riscos inerentes às emissões lastreadas em créditos imobiliários, em que os imóveis vinculados a créditos imobiliários ainda não tenham recebido o “habite-se” do órgão administrativo competente;

Quaisquer outros riscos decorrentes da estrutura da operação e das características e da natureza dos direitos creditórios e demais ativos que integrarão o patrimônio do ofertante. (CVM, 2006).

Na Instrução Normativa CVM nº 450/07 (CVM, 2007) aborda-se qual o conteúdo dos prospectos de oferta de valores mobiliários das empresas ofertantes, informação sobre a política de administração dos riscos assumidos pelo fundo, inclusive no que diz respeito aos métodos utilizados para gerenciamento destes riscos. Assim, verifica-se que as empresas que procuram ofertar suas ações no mercado devem evidenciar os seus riscos nos seus prospectos de acordo com as regulamentações da CVM.

#### 4 MÉTODO E TÉCNICAS DA PESQUISA

Neste tópico é apresentado o método e os procedimentos de pesquisa, compondo-se do delineamento da pesquisa, a definição da população e da amostra e a forma de análise dos dados coletados.

##### 4.1 Delineamento da pesquisa

Esse estudo pode ser caracterizado, quanto aos objetivos da pesquisa, como descritivo. Andrade (2006, p. 124) destaca que “nesse tipo de pesquisa, os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira neles. Isto significa que os fenômenos do mundo físico e humano são estudados, mas não manipulados pelo pesquisador.” Hair Jr. (2005, p. 86) expõe que “os planos de pesquisa descritiva em geral são estruturados e especificamente criados para medir as características descritas em uma questão de pesquisa”.

Quanto aos procedimentos para coleta dos dados, utilizou-se de uma pesquisa documental. Como pesquisa documental, Marconi e Lakatos (2005, p. 64) destacam que: “a característica da pesquisa documental é que a fonte de coleta de dados está restrito a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias. Essas podem ser colhidas no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou depois”.

Utilizou-se na pesquisa a abordagem qualitativa ao realizar a leitura e interpretação dos fatores de riscos evidenciados nos prospectos definitivos das empresas analisadas.

##### 4.2 População e amostra

A população do estudo é composta por todas as empresas que, durante o exercício de 2008, realizaram oferta pública de ações. Para identificação dessas empresas realizou-se uma pesquisa no sítio da CVM no item Registro de Oferta Pública; Tipo de emissão igual a Ações; Registros Concedidos; Ano do Registro igual a 2008. O sítio disponibilizou uma listagem com 15 empresas. Dessas quinze empresas, uma foi desconsiderada por aparecer duas vezes na listagem. Também foram desconsideradas as instituições financeiras, que no caso totalizaram três empresas. Buscou-se baixar pelo sítio da Bovespa o Prospecto Definitivo das Ofertas Públicas das empresas selecionadas. Uma empresa constante na listagem não tinha o Registro de Oferta Pública disponível no sistema. Assim a

Cod.	Empresa	Listagem	Setor
1	Anhanguera Educacional Participações S.A.	Nível 2	Consumo cíclico
2	Companhia de Saneamento de Minas Gerais - Copasa	Novo mercado	Utilidade pública
3	Gerdau S.A.	Nível 1	Materiais básicos
4	Hypermarcas S.A.	Novo mercado	Consumo não cíclico
5	Le Lis Blanc Deux Com. e Confecções de Roupas S.A.	Novo mercado	Consumo cíclico
6	Metalúrgica Gerdau S.A.	Nível 1	Materiais básicos
7	Nutriplant Indústria e Comércio S.A.	Bovespa mais	Materiais básicos
8	OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	Novo mercado	Petróleo, gás, biocombustíveis
9	SLC Agrícola S.A.	Novo mercado	Consumo não cíclico
10	Vale S.A.	Nível 1	Materiais básicos

#### Quadro 1 – Amostra da pesquisa.

Fonte: dados da pesquisa.

amostra constituiu-se por 10 empresas, relacionadas no Quadro 1.

#### 4.3 Análise dos dados

Neste estudo, analisaram-se os riscos evidenciados pelas empresas pesquisadas, encontrados no Prospecto de Distribuição Pública Definitivo, especificamente na seção de fatores de risco. Buscou-se verificar as evidenciações das informações de riscos informadas pelas empresas pesquisadas a partir da Instrução CVM nº 400/03 que relata que os prospectos de ofertas públicas devem:

expor, em ordem de relevância, os fatores relacionados com a emissão, com o valor mobiliário, com a emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a atuar, com seus acionistas e com o ambiente macroeconômico que de alguma maneira possam influenciar a decisão dos possíveis investidores. (CVM, 2003).

Com base na IN nº 400/03 da CVM foi possível identificar 6 categorias de análise. Para cada categoria foram criadas sub-categorias de análise. A identificação dessas sub-categorias ocorreram na medida que a leitura dos prospectos foram realizados, comparando-se os prospectos com os itens já identificados e incluindo os itens que não foram objeto de evidenciação nos prospectos já analisados.

No Quadro 2, apresenta-se a quantidade de categorias e subcategorias identificadas na evidência dos fatores de risco nos IPO's da Bovespa.

Categorias	Sub-categorias
Categoria 1 – Emissão	4 sub-categorias
Categoria 2 – Valor mobiliário	4 sub-categorias
Categoria 3 – Emissora	21 sub-categorias
Categoria 4 – Setor da economia	10 sub-categorias
Categoria 5 – Acionistas	5 sub-categorias
Categoria 6 – Ambiente macroeconômico	11 sub-categorias

#### Quadro 2 – Estratégias de análise dos riscos nos IPO.

Fonte: dados da pesquisa.

A identificação das sub-categorias está descrita na medida em que a análise das categorias ocorrem no tópico seguinte.

Na seção de fatores de risco dos Prospectos de Distribuição Pública Definitivos de cada organização alvo do estudo, inicialmente buscou-se identificar por meio de análise de conteúdo, as sub-categorias propostas pelo modelo desenvolvido com base na Instrução Normativa CVM nº 400/03. Bardin (1977) cita que a técnica de análise de conteúdo prevê estudo de interpretação de textos para compreender a construção de resultados. Menciona ainda que não se trata de um instrumento, mas de um apanhado de apetrechos, com maior rigor, será um único instrumento, mas marcado por uma grande disparidade de formas e adaptável a um campo de aplicação muito vasto que são as comunicações.

Posteriormente foram atribuídas pontuações para os itens evidenciados, sendo zero (0) quando a empresa não evidencia a subcategoria investigada, um (1) para os itens que a empresa evidencia sem dar maiores detalhes do item evidenciado, e dois (2) para os itens que a organização, além de evidenciar informações sobre o fator de risco, também apresenta informações sobre como o controla.

Após a análise de conteúdo dos fatores de risco dos Prospectos de Distribuição Pública Definitivos das empresas, os dados coletados foram organizados em tabelas, para análise da evidenciação “Fatores de Risco” nos IPO’s.

## 5 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

Neste tópico apresenta-se a pontuação das categorias propostas, evidenciadas nas empresas que realizaram ofertas públicas de ações durante o ano de 2008. A análise foi feita no item “Fatores de Risco” nos IPO’s destas companhias, de acordo com a regulação proposta pela Instrução CVM nº 400/03.

### 5.1 Riscos relacionados à emissão

Inicialmente demonstram-se os itens evidenciados quanto aos riscos da emissão. Os riscos

relacionados à emissão são vinculados às ofertas públicas de ações. A Tabela 1 permite visualizar a pontuação das empresas na Categoria 1, emissão.

Na Categoria 1, verificou-se a evidenciação de quatro itens quanto aos riscos de emissão: pessoas vinculadas na oferta, má formação do preço por ação, liquidez e segmento de atuação na Bovespa. Destaca-se a subcategoria liquidez, por ser evidenciada com 100% da pontuação possível. O item Liquidez é evidenciado pelas companhias, no sentido de que a empresa não pode assegurar que após a conclusão da oferta, ocorrerá aumento da liquidez das ações. Mencionam ainda que podem ocorrer má formação do preço por ação, ficando como segundo item mais evidenciado da categoria, com 80% dos pontos possíveis.

A Nutriplant (7) é a única empresa que evidencia em seu IPO que o segmento de atuação na Bovespa, neste caso Bovespa Mais, por ser um segmento recente, pode não desenvolver um mercado eficiente para negociação das ações da empresa, afetando também a liquidez de suas ações.

Vale ressaltar, ainda, que 5 empresas analisadas obtiveram maior pontuação na Categoria 1, alcançando 6 dos 8 pontos possíveis, sendo: Anhanguera (1), Le Lis Blanc (5), Nutriplant (7), OGX (8) e Vale (10). Portanto, a primeira colocação chegou a 75% dos pontos propostos na análise. Das cinco empresas que atingiram 75% dos pontos, quatro apresentam-se em setores diferentes. A pontuação máxima, quanto à evidenciação dos riscos relacionados à emissão são 80 pontos

Tabela 1 – Riscos relacionados à emissão.

Categoria 1 - Emissão	Empresas										Pontos totais	% Pontos totais
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Pessoas vinculadas na oferta	2	0	2	0	2	2	0	2	0	2	12	60%
Má formação do preço por ação	2	1	1	1	2	1	2	2	2	2	16	80%
Liquidez	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	20	100%
Segmento de atuação na Bovespa	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	2	10%
<b>Total de pontos por empresa</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>50</b>	<b>63%</b>
<b>Pontos possíveis</b>	<b>8</b>	<b>80</b>	<b>-</b>									
<b>% dos pontos adquiridos</b>	<b>75%</b>	<b>38%</b>	<b>63%</b>	<b>38%</b>	<b>75%</b>	<b>63%</b>	<b>75%</b>	<b>75%</b>	<b>50%</b>	<b>75%</b>		<b>63%</b>

Legenda: (1) Anhanguera, (2) Copasa, (3) Gerdau, (4) Hypermecas, (5) Le Lis Blanc, (6) Gerdau Met, (7) Nutriplant, (8) OGX Petróleo, (9) SLC Agrícola, (10) Vale.

Fonte: dados da pesquisa.

Tabela 2 – Riscos relacionados ao valor mobiliário.

Categoria 2 - Valor mobiliário	Empresas										Pontos totais	% Pontos totais
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Novas subscrições	2	2	2	2	2	2	2	0	2	2	18	90%
Preço das ações	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	20	100%
Diluição na participação no capital social	2	2	2	2	2	2	2	0	2	0	16	80%
Natureza da atividade	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	2	10%
<b>Total de pontos</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>56</b>	<b>70%</b>
<b>Pontos possíveis</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>80</b>	<b>-</b>
<b>% dos pontos adquiridos</b>	<b>75%</b>	<b>75%</b>	<b>75%</b>	<b>75%</b>	<b>75%</b>	<b>100%</b>	<b>75%</b>	<b>25%</b>	<b>75%</b>	<b>50%</b>	<b>-</b>	<b>70%</b>

Legenda: (1) Anhanguera, (2) Copasa, (3) Gerdau, (4) Hypermecas, (5) Le Lis Blanc, (6) Gerdau Met, (7) Nutriplant, (8) OGX Petróleo, (9) SLC Agrícola, (10) Vale.

Fonte: dados da pesquisa.

para as 10 empresas. As organizações analisadas obtiveram 50 pontos, dos 80 possíveis, obtendo 63% de pontos na evidenciação dos riscos desta categoria.

## 5.2 Riscos relacionados ao valor mobiliário

A Categoria 2, objetiva verificar os riscos relativos ao valor mobiliário das ofertas públicas. Este critério de análise foi subdividido em quatro subcategorias: novas subscrições, o preço da ação, a diluição da participação dos acionistas no capital social e a natureza da atividade da organização. Na Tabela 2, apresentam-se os resultados da análise da categoria.

Dentre os riscos relacionados ao valor mobiliário, destaca-se o preço da ação, com 100% da pontuação obtida. O preço da ação é citado por sua volatilidade, principalmente tratando-se de valores mobiliários brasileiros, implicando em grau elevado de risco. As subcategorias referidas às novas subscrições e diluição na participação no capital, possuem certa relação e apresentaram 90% e 80% respectivamente, do total dos pontos possíveis.

A OGX Petróleo (8) foi identificada com a menor pontuação neste quesito, atendendo a apenas 25% dos critérios analisados. Por outro lado, com 8 pontos dos 8 possíveis, está a Gerdau Metalúrgica (6), a organização pontuou 100% das subcategorias verificadas. Destaca-se que a empre-

sa Gerdau Metalúrgica (6), foi a única a mencionar no item fatores de risco, que a natureza da atividade exercida, poderia ser um fator de risco para possíveis investidores. Justifica mencionando que por tratar-se de uma *holding*, suas cotações podem ficar em média até 25% abaixo das cotações das principais empresas do grupo, neste caso referindo-se a Gerdau S.A (3).

Considerando que as empresas obtiveram 56 pontos dos 80 possíveis, o índice de evidenciação conforme critérios estabelecidos nessa pesquisa foi de 70% na Categoria 2, referente a riscos relacionados ao valor mobiliário da oferta pública.

## 5.3 Riscos relacionados à emissora

Na Categoria 3, verificaram-se itens relacionados aos riscos da emissora. Nesse estudo, as emissoras correspondem a dez organizações que realizaram ofertas públicas de ações durante o ano de 2008. Analisou-se 21 subcategorias compreendidas pela Categoria 3, expostas na Tabela 3.

Nessa categoria salientam-se os riscos relacionados à emissora, os custos de sua atividade, novas operações, aquisições e produtos, a capacidade de produção, as questões trabalhistas, os seguros, aspectos do ambiente e meio ambiente, parcerias entre outros.

Na Tabela 3, destaca-se o item relacionado aos custos da atividade, sendo o mais eviden-

Tabela 3 – Riscos relacionados à emissora.

Categoria 3 - Emissora	Empresas										Pontos totais	% Pontos totais
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Novas aquisições	2	0	2	2	2	2	2	0	0	2	14	70%
Novas operações	1	0	2	2	2	2	1	2	2	0	14	70%
Novos produtos/serviços	1	0	1	2	2	1	1	0	2	0	10	50%
Energia	0	2	2	0	0	2	1	1	0	2	10	50%
Custos da atividade	0	2	2	2	1	2	1	2	2	2	16	80%
Remuneração de executivos	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	2	10%
Capacidade produtiva/expansão	2	2	0	2	2	0	2	2	1	2	15	75%
Saúde e segurança dos funcionários	0	2	0	0	0	0	1	0	0	2	5	25%
Mão de obra especializada	2	0	0	2	2	0	2	1	0	2	11	55%
Falha nos processos de Governança e compliance	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	10%
Questões trabalhistas	2	2	0	0	0	0	1	1	1	2	9	45%
Fenômenos e variações climáticas	0	2	0	2	2	0	2	1	2	2	13	65%
Ineficácia do gerenciamento de riscos	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	4	20%
Seguros	0	2	0	1	0	0	2	2	0	2	9	45%
Meio ambiente	0	2	0	1	0	0	2	1	2	1	9	45%
Falhas geológicas	0	0	0	0	0	0	2	2	0	2	6	30%
Previsões de reservas	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	4	20%
Contratos de exploração / serviços	0	2	0	0	0	0	0	2	0	0	4	20%
Inadimplência	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	4	20%
Transporte	0	0	0	1	2	0	2	2	2	0	9	45%
Vendedores/distribuidores / parceiros	2	0	0	2	1	0	2	0	0	0	7	35%
<b>Total de pontos</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>177</b>	<b>42%</b>
<b>Pontos possíveis</b>	<b>42</b>	<b>420</b>	<b>-</b>									
<b>% dos pontos adquiridos</b>	<b>33%</b>	<b>48%</b>	<b>26%</b>	<b>45%</b>	<b>38%</b>	<b>21%</b>	<b>57%</b>	<b>50%</b>	<b>38%</b>	<b>64%</b>	<b>-</b>	<b>42%</b>

Legenda: (1) Anhanguera, (2) Copasa, (3) Gerdau, (4) Hypermecas, (5) Le Lis Blanc, (6) Gerdau Met, (7) Nutriplant, (8) OGX Petróleo, (9) SLC Agrícola, (10) Vale.

Fonte: dados da pesquisa.

ciado pelas empresas, com 80%, ou seja, 16 pontos dos 20 possíveis. As organizações mencionam que as incertezas quanto aos custos gerais da produção, comercialização ou prestação de serviços são fatores de riscos que devem ser considerados na análise de investidores. A Anhanguera (1) foi a única empresa a não fazer menção nesse sentido.

Novas aquisições, operações, produtos e serviços são fatores de risco que devem ser considerados. Segundo as organizações relacionam-se aos riscos de não ser eficiente, não gerar os resultados esperados. A pontuação destas subcategorias foi em média 70%, nas empresas verificadas.

Itens relacionados ao meio ambiente também devem ser considerados. Segundo a eviden-

ciação das empresas, fenômenos naturais e influências climáticas apresentaram 13 pontos, 65% da pontuação possível. Esses critérios relacionados ao meio ambiente não foram objeto de evidencição para a Anhanguera (1) e Gerdau (3) e Gerdau Metalúrgica (6).

Algumas subcategorias relacionadas à emissora, são elencadas por tratarem de questões específicas nas organizações. Mão de obra especializada, com 11 pontos dos 20 possíveis, chama a atenção por ser evidenciado, tanto de funcionários para atividades específicas, quanto de executivos para gestão e condução da empresa.

A Vale (10) é a única empresa a mencionar que as possíveis falhas nos processos de Governança e *Compliance*, podem ser fatores de riscos

eminentes da organização. A empresa, juntamente à OGX Petróleo (9), mencionam que a ineficácia do gerenciamento de riscos das respectivas organizações, é um fator de risco a ser levado em consideração nas análises de investimento.

Ressalta-se que a Gerdau (3) evidenciou que a política de remuneração dos executivos está intimamente ligada à performance e a geração de resultados da companhia, podendo levar os negócios e atividades ao maior foco na geração de resultados no curto prazo. Sendo este considerado um fator de risco relacionado à empresa.

Por fim na Categoria 3, verifica-se que as empresas alcançaram 177 pontos dos 420 pontos possíveis, representando 42%.

#### 5.4 Riscos relacionados ao setor da economia

Os fatores de risco relacionados ao setor da economia foram verificados nas 10 subcategorias propostas, permitindo que cada empresa alcance 20 pontos nesse item. A Tabela 4 demonstra os dados obtidos na análise da categoria 4.

Nessa categoria, destacam-se fatores como oferta e demanda, concorrência e preços, como as subcategorias mais pontuadas pelas empresas. Esses

itens obtiveram 18 pontos cada, que representa 90% do total dos pontos possíveis. Entende-se que para as empresas estudadas, fatores relacionados à competitividade é algo que elas entendem como fatores de riscos.

A normatização, burocracia e ineficiência dos órgãos reguladores dos setores também foram evidenciadas por parte das empresas, com mais de 70% da pontuação possível nesse critério. As empresas Gerdau (3), Gerdau Metalúrgica (6), SLC Agrícola (9), foram as maiores pontuadoras neste item de evidenciação dos riscos nos IPO. Todas as empresas chegaram a 18 pontos dos 20 possíveis, ou seja, 90% de pontos na evidenciação dos fatores de risco relacionados ao setor da economia.

As 10 empresas obtiveram 69% de pontos adquiridos nesta categoria. Atingindo 138 pontos dos 200 pontos que poderiam alcançar.

#### 5.5 Riscos relacionados aos acionistas

Para análise dos riscos relativos aos acionistas, foram analisadas 5 subcategorias, o poder dos acionistas controladores, os interesses diversos dos acionistas controladores, a política administrativa,

Tabela 4 – Riscos relacionados ao setor da economia.

Categoria 4 - Setor da economia	Empresas										Pontos totais	% Pontos totais
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Oferta e demanda	2	1	2	2	2	2	1	2	2	2	18	90%
Restrições na exportação	0	0	2	0	0	2	0	1	2	0	7	35%
Insumos/recursos	0	1	2	2	2	2	2	1	1	2	15	75%
Custos setoriais	0	2	2	2	0	2	0	2	1	1	12	60%
Concorrência	2	0	2	2	2	2	2	2	2	2	18	90%
Rígida normatização	2	2	2	2	0	2	1	2	2	2	17	85%
Burocracia e ineficiência dos órgãos licenciadores	2	2	2	1	0	2	1	1	2	1	14	70%
Preços	1	2	2	2	1	2	2	2	2	2	18	90%
Atos de protestos	1	0	0	0	0	0	0	0	2	2	5	25%
Regulação ambiental	0	2	2	1	0	2	1	2	2	2	14	70%
<b>Total de pontos</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>138</b>	<b>69%</b>
<b>Pontos possíveis</b>	<b>20</b>	<b>200</b>	<b>-</b>									
<b>% dos pontos adquiridos</b>	<b>50%</b>	<b>60%</b>	<b>90%</b>	<b>70%</b>	<b>35%</b>	<b>90%</b>	<b>50%</b>	<b>75%</b>	<b>90%</b>	<b>80%</b>	<b>-</b>	<b>69%</b>

Legenda: (1) Anhanguera, (2) Copasa, (3) Gerdau, (4) Hypermarcas, (5) Le Lis Blanc, (6) Gerdau Met, (7) Nutriplant, (8) OGX Petróleo, (9) SLC Agrícola, (10) Vale.

Fonte: dados da pesquisa.

que pode estar sujeita aos acionistas controladores, a venda ou transferência de ações pelos acionistas controladores e ainda o não pagamento de dividendos aos acionistas. A Tabela 5 evidencia os fatores relacionados aos riscos dos acionistas.

Essa categoria obteve pontuação acima de 60% em todas as subcategorias analisadas. Demonstra-se que esse item tem suma importância na evidenciação dos riscos nos IPO dessa amostra. Destaca-se o poder dos acionistas controladores, com 20 pontos, de 20 pontos possíveis na evidenciação dos riscos relacionados aos acionistas. As empresas mencionam que o poder dos acionistas controladores pode intervir de certa forma na organização e para tanto deve ser considerado um fator de risco.

Os interesses diversos dos acionistas controladores chegaram a 90% dos pontos obtidos. A política administrativa, que alcançou 80% e a venda ou transferência de ações por parte dos acionistas controladores, ficou em 60% dos pontos das empresas. Estes três critérios podem refletir o fato do poder dos acionistas controladores ser um fator de risco para a organização, pois fica refém a escolha de uma pessoa ou um grupo de pessoas.

Evidencia-se nos IPO's que o não pagamento de dividendos é um fator de riscos. As organizações chamam atenção para este item, pois pode não haver o pagamento de dividendo, desta forma, quem esperava pelo mesmo pode sentir-se prejudicado. Essa subcategoria chegou a 19 pontos, dos 20 pontos possíveis, correspondendo a 95% dos pontos totais deste critério.

As empresas evidenciaram na Categoria 5, riscos relacionados aos acionistas. Alcançaram 85 pontos, dos 100 pontos possíveis, refletindo em 85% da evidenciação possível nesta categoria.

## 5.6 Riscos relacionados ao ambiente macroeconômico

A Categoria 6, refere-se aos riscos relacionados ao ambiente macroeconômico. Está subdividida em 11 itens, objetivando pontuar as empresas quanto ao fator de riscos, ambiente macroeconômico. A Tabela 6 demonstra os resultados obtidos na análise.

Os riscos relacionados ao ambiente macroeconômico foram evidenciados pelas empresas com 66% do total de pontos possíveis. Podia-se chegar a 220 pontos, as empresas alcançaram 145 pontos na evidenciação.

Dentre os itens analisados, destacam-se as subcategorias flutuações nas taxas de câmbio e a inflação, ambas com 100% dos pontos de evidenciação. As empresas evidenciam neste critério, que as variações cambiais e a inflação podem ter significativo impacto em suas operações.

Logo após, na mesma linha de impactos devido a variações do mercado, tem-se a liquidez dos mercados financeiros e a taxa de juros, com 85% e 80% respectivamente.

Com menor número de evidenciações pela empresas nessa categoria estão os riscos relacionados a crises financeiras, com apenas 4 pontos,

**Tabela 5** – Riscos relacionados aos acionistas.

Categoria 5 - Acionistas	Empresas										Pontos totais	% Pontos totais
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Poder dos acionistas controladores	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	20	100%
Interesses diversos	2	1	2	2	2	2	2	2	2	1	18	90%
Política administrativa	2	2	1	1	2	1	2	2	1	2	16	80%
Venda ou transferência de ações	2	0	2	1	2	2	2	0	1	0	12	60%
Não pagamento de dividendos	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	19	95%
<b>Total de pontos</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>85</b>	<b>85%</b>
<b>Pontos possíveis</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>100</b>	<b>-</b>
<b>% dos pontos adquiridos</b>	<b>100%</b>	<b>70%</b>	<b>90%</b>	<b>80%</b>	<b>100%</b>	<b>90%</b>	<b>100%</b>	<b>80%</b>	<b>80%</b>	<b>60%</b>	<b>-</b>	<b>85%</b>

Legenda: (1) Anhangera, (2) Copasa, (3) Gerdau, (4) Hypermarcas, (5) Le Lis Blanc, (6) Gerdau Met, (7) Nutriplant, (8) OGX Petróleo, (9) SLC Agrícola, (10) Vale.

Fonte: dados da pesquisa.

**Tabela 6** – Riscos relacionados ao ambiente macroeconômico.

Categoria 6 - Ambiente macroeconômico	Empresas										Pontos totais	% Pontos totais
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Flutuações nas taxas de câmbio	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	20	100%
Taxas de juros	2	2	1	2	2	1	1	2	2	1	16	80%
Inflação	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	20	100%
Políticas fiscais e econômicas	1	2	1	2	1	1	2	1	1	1	13	65%
Controles cambiais	0	2	1	0	2	1	2	1	1	1	11	55%
Racionalização/falta de energia	1	2	1	0	0	1	0	1	1	2	9	45%
Liquidez dos mercados financeiros e de capitais	1	2	2	2	1	2	2	1	2	2	17	85%
Restrição de incentivos fiscais	2	0	2	2	0	2	1	0	2	0	11	55%
Créditos financeiros (Financiamentos)	0	2	2	2	0	2	2	2	2	0	14	70%
Crises financeiras	0	0	0	1	1	0	0	0	0	2	4	20%
Intervenções governamentais	1	1	1	1	0	1	0	2	2	1	10	50%
<b>Total de pontos</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>145</b>	<b>66%</b>
<b>Pontos possíveis</b>	<b>22</b>	<b>220</b>	<b>-</b>									
<b>% dos pontos adquiridos</b>	<b>55%</b>	<b>77%</b>	<b>68%</b>	<b>73%</b>	<b>50%</b>	<b>68%</b>	<b>64%</b>	<b>64%</b>	<b>77%</b>	<b>64%</b>	<b>-</b>	<b>66%</b>

Legenda: (1) Anhanguera, (2) Copasa, (3) Gerdau, (4) Hypermarcas, (5) Le Lis Blanc, (6) Gerdau Met, (7) Nutriplant, (8) OGX Petróleo, (9) SLC Agrícola, (10) Vale.

Fonte: dados da pesquisa.

correspondendo a 20% do total proposto. Destaca-se divergência ao contexto presenciado no período de 2008.

Por conseguinte, destacam-se as empresas Copasa (2) e SLC Agrícola (9), ambas com 17 pontos, dos 20 pontos possíveis de alcançar. Dessa forma, com 77% dos pontos, são as empresas que mais pontuaram nos critérios de evidênciação na categoria relacionada ao ambiente macro-econômico.

### 5.7 Síntese das categorias analisadas

Na Tabela 7 apresenta-se a síntese das categorias analisadas. Verificou-se a pontuação das 10 empresas que realizaram ofertas públicas de ações em 2008, que compõem a amostra. Demonstra-se ainda a participação das categorias em relação à possibilidade de pontos que o modelo permitiu.

Em relação aos riscos evidenciados nos IPO's, pode-se constatar que a categoria riscos em relação aos acionistas foi a mais pontuada segundo os critérios de análise. A categoria obteve 85% dos pontos possíveis.

As categorias, valor mobiliário e setor da economia, apresentam-se na sequência com 70%

e 69% respectivamente. No conjunto de itens analisados verificou-se um total de 651 pontos de 1.100 pontos possíveis, ou seja, 59% de evidênciação das categorias de riscos mencionadas na IN 400/03 da CVM.

Denota-se que a Categoria 3, referente aos riscos relacionados a emissora, possuía o maior número de subcategorias para análise. Totalizou-se 21 subcategorias, que permitiu atingir 177 pontos dos 420 pontos possíveis. Nessa categoria, cabe ressaltar que a não homogeneidade dos setores analisados contribuiu para a quantidade em itens destacados isoladamente a cada tipo de empresa. Este fator pode ter contribuído para o menor número de itens evidenciados. Este item não significa uma baixa evidênciação dos fatores de riscos relacionados as organizações emissoras, mas sim a subjetividade dos critérios de análise necessários para contemplar as diversas organizações.

A empresa com maior pontuação foi a Vale (10) com 66%, seguida pela Nutriplant (7) com 64%. A Vale (10) apresentou maior evidênciação na categoria 4 – setor da economia, enquanto que a Nutriplant (7) teve seu maior percentual de evidênciação na categoria 5 – Acionista. De forma geral, não se encontraram disparidades nos

Tabela 7 – Riscos evidenciados nos IPO's.

Categorias	Riscos nos IPO	Empresas										Total/% pontos
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1 - Emissão	Quantidade de pontos atribuídos	6	3	5	3	6	5	6	6	4	6	50
	% pontos possíveis na categoria	75%	38%	63%	38%	75%	63%	75%	75%	50%	75%	63%
2 - Valor mobiliário	Quantidade de pontos atribuídos	6	6	6	6	6	8	6	2	6	4	56
	% pontos possíveis na categoria	75%	75%	75%	75%	75%	100%	75%	25%	75%	50%	70%
3 - Emissora	Quantidade de pontos atribuídos	14	20	11	19	16	9	24	21	16	27	177
	% pontos possíveis na categoria	33%	48%	26%	45%	38%	21%	57%	50%	38%	64%	42%
4 - Setor da economia	Quantidade de pontos atribuídos	10	12	18	14	7	18	10	15	18	16	138
	% pontos possíveis na categoria	50%	60%	90%	70%	35%	90%	50%	75%	90%	80%	69%
5 - Acionistas	Quantidade de pontos atribuídos	10	7	9	8	10	9	10	8	8	6	85
	% pontos possíveis na categoria	100%	70%	90%	80%	100%	90%	100%	80%	80%	60%	85%
6 - Ambiente macroeconômico	Quantidade de pontos atribuídos	12	17	15	16	11	15	14	14	17	14	145
	% pontos possíveis na categoria	55%	77%	68%	73%	50%	68%	64%	64%	77%	64%	66%
<b>Total geral de pontos</b>		<b>58</b>	<b>65</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>56</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>66</b>	<b>69</b>	<b>73</b>	<b>651</b>
<b>Total geral pontos possíveis</b>		<b>110</b>	<b>1100</b>									
<b>% dos pontos adquiridos</b>		<b>53%</b>	<b>59%</b>	<b>58%</b>	<b>60%</b>	<b>51%</b>	<b>58%</b>	<b>64%</b>	<b>60%</b>	<b>63%</b>	<b>66%</b>	<b>59%</b>

Legenda: (1) Anhanguera, (2) Copasa, (3) Gerdau, (4) Hypermecas, (5) Le Lis Blanc, (6) Gerdau Met, (7) Nutriplant, (8) OGX Petróleo, (9) SLC Agrícola, (10) Vale.

Fonte: dados da pesquisa.

percentuais finais de evidenciação, sendo que a Le Lis Blanc (5) apresentou o menor percentual de evidenciação, 51%, enquanto que a média das dez empresas foi 59%.

## 6 CONCLUSÃO

O objetivo do artigo foi investigar o nível de evidenciação dos riscos empresariais declarados no Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Ações no Brasil. Os riscos foram classificados conforme preceitua a IN 400/03 da CVM em relação à evidenciação dos fatores de risco. Com isso, chegou-se a seis categorias para análise: emissão, valor mobiliário, emissora, setor da economia, acionistas e ambiente macroeconômico. Todos os prospectos analisados foram do ano de 2008 e contemplaram 10 empresas de diferentes setores da economia.

A categoria que mais evidenciou os riscos foi a categoria dos Acionistas, que atingiu 85% dos pontos possíveis. Essa categoria resultou em 5 subcategorias, em que o item mais evidenciado foi o poder dos acionistas controladores, evidenciados por todas as empresas. Outra subcategoria

com destaque foi o não pagamento de dividendos, com 95% do total dos pontos. As empresas Anhanguera, Le Lis Blanc e Nutriplant totalizaram 100% dos pontos nessa categoria. A empresa com menos percentual de evidenciação foi a Vale.

A segunda categoria com mais evidenciações foi a categoria Valor Mobiliário que consta com 4 subcategorias. O preço das ações foi a subcategoria que apresentou evidenciação por todas as 10 empresas do estudo, seguida pela novas subscrições, com 90%. A Gerdau Metalúrgica foi a empresa que pontuou em todas as subcategorias, atingindo 100% da pontuação.

O Setor da Economia, bem próximo da categoria Valor Mobiliário, apresentou 69%, com análise de 10 subcategorias. Destacaram-se 3 subcategorias: oferta e demanda, concorrência e preços, todas com 90% de pontos adquiridos. Com menor evidenciação apresentaram-se os itens atos de protestos e restrições nas exportações, com 25% e 35% de pontuação alcançada. Destaque para as empresas Gerdau, Gerdau Metalúrgica e OGX Petróleo, com 90% de pontos adquiridos.

A categoria Ambiente Macroeconômico dividiu-se em 11 subcategorias, com ênfase na flutuação das taxas de câmbio e inflação. Desta-

que para a subcategoria crise financeira, pontuada em 20% num ano em que o mundo foi afetado por este item. Destaque nessa categoria para as empresa Copasa e SLC Agrícola.

A categoria Emissão e Emissora foram as que obtiveram um percentual de pontos menor, com 63% e 42% respectivamente. A categoria Emissão apresentou-se com 4 subcategorias com destaque a liquidez, evidenciadas por todas as empresas. Com 21 itens, a categoria Emissora apresentou o maior número de subcategorias, com destaque para a capacidade produtiva/expansão, novas aquisições e novas operações, como itens de fatores de riscos mais evidenciados.

De maneira geral o percentual de pontuação atingido foi de 59% do total possível. Nas categorias esse percentual variou entre 42% da categoria Emissora até 85% na categoria Acionista. Quanto a pontuação das empresas, a menor pontuação adquirida foi a Le Lis Blanc com 51%, enquanto a Vale obteve a maior pontuação, 66% do total possível. De modo geral, verificou-se um nível insatisfatório da evidenciação dos riscos nos prospectos de oferta de ações, o que converge com a pesquisa de Linsley e Shrives (2006) que constataram deficiência na divulgação da política de gestão dos riscos.

Com base nos achados desse estudo, uma pesquisa futura pode efetuar a análise dos relatórios de administração como forma de identificar ações voltadas ao gerenciamento dos riscos destacados pelas empresas nos Prospectos Definitivos de Oferta Pública de Ações no Brasil, visto que, nesse documento as empresas devem expor a existência do risco, mas não a forma de controle desses mesmos riscos.

## REFERÊNCIAS

- ABDOU, K.; DICLE, M. F. Do risk factors matter in the IPO valuation? *Journal of Financial Regulation and Compliance*, London, v. 15, n. 1, p. 63-89, 2007.
- ANDRADE, L. F. F.; NIYAMA, J. K.; SANTANA, C. M. Nível de disclosure sobre risco de mercado e operacional: uma análise comparativa dos vinte maiores bancos brasileiros. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2009. 1 CD-ROM.
- ANDRADE, M. M. *Introdução à metodologia do trabalho científico*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BARROSO, M. O.; LUSTOSA, P. R. B.; MORAES, M. C. Disclosure de risco operacional em bancos no Brasil: evidências preliminares à luz do novo Acordo de Basiléia. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA-USP, 2004. 1 CD-ROM.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. *Informações trimestrais da Sadia*. [2009]. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 21 ago. 2009.
- BOTOSAN, C. A. Disclosure level and cost of equity capital. *The Accounting Review*, Sarasota, v. 72, n. 3, p. 323-348, 1997.
- CARNEIRO, R. B. A. *Divulgação de informações sobre instrumentos financeiros e riscos bancários: um análise comparativa*. 2008. 96 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.
- CHEROBIM, A. P. M. S.; ALVES, C. A. M. Investigação sobre evidenciação do risco operacional: um estudo multicaso em instituições financeiras brasileiras. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (BASE)*, São Leopoldo, RS, v. 3, n. 2, p. 124-138, maio/ago. 2006.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução Normativa nº 400*, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 03 ago. 2009.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa CVM nº 442**, de 08 de dezembro de 2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 ago. 2009.

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa CVM nº 450**, de 30 de março de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 ago. 2009.

FERNANDES, F. C.; SOUZA, J. A. L.; FARIA, A. C. Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 13, n. 1, p. 59-738, jan./abr. 2010.

HAIR JR., J. F. et al. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Guia de orientação para gerenciamento de riscos corporativos**. São Paulo: IBGC, 2007. (Série de Cadernos de Governança Corporativa; 3).

LANZANA, A.P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) –Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LINSLEY, P. M.; SHRIVES, P. J. Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. **The British Accounting Review**, London, v. 38, n. 4, p. 387-404. 2006.

MACHADO, M. R. C.; LIMA, G. A. S. F.; LIMA, I. S. Evidenciação dos riscos atuariais nas demonstrações financeiras das seguradoras que operam previdência complementar aberta. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2006. 1 CD-ROM.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MENDONÇA NETO, O. R.; RICCIO, E. L. A qualidade da informação contábil e o risco de liquidez de mercado. **Revista Organizações em Contexto**, São Bernardo do Campo, SP, v. 4, n. 8, p. 100-120, 2008.

MURUGESU, J.; SANTHAPPARAJ, A. S. Impact of risk disclosure in the prospectus on valuation and initial returns of Initial Public Offering in Malaysia. **The IUP Journal of Applied Finance**, Hyderabad, v. 16, n. 6, p. 30-53, 2010.

PAGNANI, E. M.; OLIVIERI, F. J. Instrumentos de avaliação de desempenho e risco no mercado acionário brasileiro: um estudo de anomalias de mercado na Bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA). **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 6, n. 16, p. 29-42, dez. 2004.

PELEIAS, I. R. et al. Demonstrações contábeis de bancos brasileiros: análise da evidenciação oferecida à luz do gerenciamento de riscos. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (BASE)**, São Leopoldo, RS, v. 4, n. 1, p. 22-36, jan./abr. 2007.

TAVARES, R. A evidenciação do risco de crédito e das medidas de alocação de capital pelas instituições financeiras no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2004. 1 CD-ROM.

ZONATTO, V. C. S.; BEUREN, I. M. Categoria de riscos evidenciados nos relatórios da administração de empresas brasileiras com ADRs. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 12, n. 35, p. 141-155, abr./jun. 2010.