



# **A Gestão de Riscos de Negócio e o seu Reporte**

**Fernanda Maria Martins Mano**

**Dissertação de Mestrado**

**Em Auditoria**

**Porto – 2015**

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO  
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**



# **A Gestão de Riscos de Negócio e o seu Reporte**

**Fernanda Maria Martins Mano**

**Dissertação de Mestrado**

**Apresentada ao Instituto de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Auditoria, sob orientação do Mestre Carlos Mendes.**

**Porto – 2015**

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO  
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**

## **Resumo:**

A gestão dos Riscos de Negócio tem vindo a assumir um papel cada vez mais importante na agenda estratégica das empresas, constituindo um elemento fundamental de suporte à gestão num contexto macroeconómico instável e complexo.

Embora a importância dada à gestão de riscos pelos gestores seja grande, os escândalos financeiros que envolveram grandes multinacionais e as falências de grandes empresas sugerem que as empresas não gerem corretamente o risco ou não compreendem claramente os riscos a que estão expostas.

No futuro, as empresas devem estar munidas de ferramentas de gestão dos riscos, adaptadas às suas necessidades, que lhes permita não só suportar a tomada de decisões, mas igualmente a identificação de novas oportunidades de negócio.

O presente trabalho tem como objetivo responder a seguinte questão **“Será o relato sobre riscos de negócio adequado e devidamente divulgado pelas entidades cotadas no PSI - 20?”**

Nesse sentido realizamos um estudo descritivo apoiado por quadros específicos de análise, orientado para a informação de gestão de riscos de negócio divulgado nos relatórios e contas do ano 2013, por um grupo de 13 empresas portuguesas constituintes do índice PSI 20 (*Portuguese Stock Index*) da bolsa de valores nacional.

Observamos que a informação e os indicadores contidos nos documentos da nossa pesquisa são reduzidos e dispersos, onde prevalece uma informação descritiva, e verificamos que também não há uma uniformização na divulgação no que respeita a gestão de risco.

**Palavras chave:** Risco; Gestão de Risco; Reporte; Divulgação dos riscos empresariais

**Abstract:**

Business risks management have an important role in the strategic agenda of the companies constituting an essential element of management support in a complex and unstable macroeconomic environment.

Although the importance given by managers to risk management is high, the financial scandals involving large multinationals and bankruptcies of large companies, suggest that companies don't properly manage the risk or not clearly understand the risks they are exposed.

In the future, companies must be equipped with tools for risk management, tailored to their needs, enabling them not only to support the decision making, but also allow the identification of new business opportunities.

This paper aims to answer the question **"Is the report about business risks appropriate and properly disclosed by listed entities in PSI-20?"**

Accordingly with a descriptive study conducted and supported by specific frames analysis, oriented information management business risks disclosed in the reports and accounts of the year 2013 by a group of 13 companies of the Portuguese PSI 20 index of the national securities exchange.

We note that the information and indicators contained in the documents of our research are reduced and dispersed, where descriptive information prevails, and also that there is no standardization of disclosure regarding risk management.

Key words: Risk, Risk Management, Reporting; Disclosure of business risks

## Dedicatória

Às minhas filhas Ana e Paula, pelo amor e apoio incondicional  
durante o meu percurso académico

## **Agradecimentos**

A elaboração desta dissertação é o culminar de um sonho académico a que me propus e o qual não teria concretizado sem o apoio incondicional das pessoas que me rodeiam e amam muito.

O meu primeiro agradecimento é para as minhas filhas Ana e Paula por todas as horas de ausência para concretização de um sonho com o intuito de lhes poder proporcionar uma vida melhor.

Ao meu orientador por toda a disponibilidade e orientação prestada e pelo apoio e compreensão que sempre manifestou.

Aos meus amigos pelos bons e menos bons momentos partilhados.

O muito obrigado a todos pela força e apoio que me deram para seguir em frente!

## **Lista de Abreviaturas**

CAPM - *Capital asset pricing model*

CHF – Franco Suíço

CMVM - Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários

DF – Demonstrações Financeiras

IAS – *International Accounting Standards* (Normas Internacionais de Contabilidade)

IFRS – *International Financial Accounting Standards* (Normas Internacionais de Relato Financeiro)

IPCG - Instituto Português de Corporate Governance

GBP – Libra esterlina

PLN – Złóti polaco

PSI - *Portuguese Stock Index*

R&C – Relatórios e Contas

SA – Sociedade Anónima

USD - *United States Dollar*

VaR – *Value at Risk*

BIS – *Bank For International Settlements*

IIA – *The Institute of Internal Auditors*

ICAEW – *Institute of Chartered Accountants of England and Wales*





## Índice

<b>Resumo:</b> .....	<b>ii</b>
<b>Abstract:</b> .....	<b>iii</b>
<b>Dedicatória</b> .....	<b>iv</b>
<b>Agradecimentos</b> .....	<b>v</b>
<b>Lista de Abreviaturas</b> .....	<b>vi</b>
<b>Índice</b> .....	<b>vii</b>
<b>Introdução</b> .....	<b>1</b>
<b>Capítulo I O risco - Revisão de Literatura</b> .....	<b>4</b>
<b>1.1. A Noção de Risco</b> .....	<b>5</b>
<b>1.2. Tipologia dos riscos</b> .....	<b>7</b>
1.2.1 <i>Risco de mercado</i> .....	7
1.2.2 <i>Risco de taxa de juro</i> .....	8
1.2.3 <i>Risco cambial</i> .....	8
1.2.4 <i>Risco de liquidez</i> .....	9
1.2.5 <i>Risco de Cotações / índices</i> .....	9
1.2.6 <i>Risco Operacional</i> .....	9
<b>1.3. Medição do Risco de mercado</b> .....	<b>10</b>
<b>1.4. Divulgação de informação e o relato de riscos</b> .....	<b>12</b>
1.4.1 <i>Os benefícios e os custos associados ao relato</i> .....	14
<b>1.5. Análise Qualitativa de Riscos</b> .....	<b>15</b>
<b>1.6. Análise Quantitativa do Risco</b> .....	<b>15</b>
<b>1.7. Metodologia aplicada na gestão de riscos</b> .....	<b>16</b>
<b>1.8. A Gestão de Risco e o Governo das Sociedades</b> .....	<b>18</b>
1.8.1 <i>Código do governo das sociedades Português – Regulamento n.º 4/2013 CMVM</i> .....	19
<b>Capítulo II – Metodologia- O relato do risco – análise para as empresas portuguesas que integram o PSI 2022</b>	
<b>2.1 Introdução</b> .....	<b>23</b>
<b>2.2 Objetivos</b> .....	<b>23</b>

<b>2.3</b>	<b>Apresentação do estudo empírico.....</b>	<b>23</b>
	<b>Capítulo III – Apresentação e interpretação dos resultados .....</b>	<b>28</b>
<b>3.1</b>	<b>Análise e tratamento de dados obtidos.....</b>	<b>29</b>
	<b>Capítulo IV – Conclusão.....</b>	<b>49</b>
<b>4.1</b>	<b>– Conclusões.....</b>	<b>50</b>
<b>4.2</b>	<b>Limitações e sugestões para investigações futuras.....</b>	<b>53</b>
	<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>54</b>
	<b>Obras Citadas.....</b>	<b>55</b>
	<b>Relatórios e contas.....</b>	<b>59</b>
	<b>Apêndices .....</b>	<b>1</b>

## Índice de figuras

Figura 1 - Quadro de cálculo do VaR .....	12
Figura 2 – Modelo Relatório Governo Societário.....	21
Figura 3 -Três Fases da Análise de Conteúdo.....	25
Figura 4 –Tipos Riscos Financeiros .....	27
Figura 5 – Empresas PSI20:2013 .....	29
Figura 6 – N.º Frases Divulgadas .....	30
Figura 7 - Riscos Financeiros divulgados por empresa.....	33
Figura 8 – Frases divulgadas por cada empresa.....	34
Figura 9 - Divulgação dos riscos das empresas .....	36
Figura 10 - Quantificação Riscos (a).....	37
Figura 11 – Quantificação dos riscos (b).....	38
Figura 12 – Natureza dos Riscos .....	39
Figura 13 – Divulgação da natureza dos riscos .....	40
Figura 14 – Divulgação Riscos Passado e Futuros .....	41
Figura 15 – Exemplos Frases Divulgação .....	42
Figura 16 – Divulgação qualitativa e quantitativa dos riscos.....	43
Figura 17 – Instrumentos de Cobertura.....	44
Figura 18 – Tipo Instrumentos de Cobertura .....	46

## Introdução

Os riscos estão em toda a parte, mas a grande questão está na forma como as empresas os avaliam, antecipam, controlam e financiam.

Não existem dúvidas de que as empresas que gerem os seus riscos de forma rigorosa, gozam de uma vantagem competitiva considerável face aos seus competidores. De uma forma simples, têm maiores hipóteses de atingir os seus objetivos de negócio. Estão numa posição privilegiada para assumir riscos calculados, devido ao maior conhecimento onde se encontram as principais ameaças e as oportunidades.

Nas últimas décadas surgiu uma crescente necessidade de um melhor relato dos riscos do negócio. Tal é baseado na crença de que uma melhor compreensão dos riscos de negócio por parte dos investidores e outros utilizadores dos relatórios das empresas conduz a uma melhor direção estratégica das empresas, partilhada pelos diversos *stakeholders*, e a uma alocação mais eficiente dos recursos.

Após a crise financeira iniciada em 2007, têm vindo a ser suscitadas crescentes preocupações sobre o reporte que as empresas efetuam quanto aos riscos do seu negócio, na expectativa de que tal ajude a tornar menos prováveis as crises futuras.

A necessidade de uma comunicação sobre risco é inteiramente legítima e os relatórios sobre o risco podem e devem ser melhorados, mas para isso é necessária uma análise cuidada à forma como eles devem ser melhorados e ao grau de satisfação das expectativas de todos aqueles que hoje exigem uma mudança.

O risco nunca esteve tão presente no seio da sociedade e das empresas, e nunca como agora, se convive diariamente com fatos de tal natureza. Este trabalho, tendo como base revisão da literatura, pretende analisar e avaliar o relato sobre a gestão de risco das empresas portuguesas não financeiras cotadas que integram o PSI 20 para dar uma resposta à pergunta inicial **“Será o reporte sobre os riscos de negócio adequado e devidamente divulgado pelas entidades cotadas PSI-20?”**

Sendo pois a gestão de riscos de negócio um tema atual, é neste contexto complexo e dinâmico que entendemos relevante verificar de que forma as empresas cotadas estão a fazer o seu reporte e divulgação para os seus acionistas e *stakeholders*.

A metodologia seguida para a elaboração deste trabalho incluiu duas abordagens:

A primeira foi a da consulta bibliográfica seletiva e analítica nas bibliotecas, consultas de documentos tais como normas, documentos e trabalhos disponíveis na Web que, de forma direta ou indireta, abordam o tema objeto deste trabalho, contribuindo para a fundamentação teórica deste.

A segunda, utilizada na parte prática, foi a pesquisa documental nos relatórios e contas consolidadas 2013 das empresas cotadas do PSI 20, para dar respostas às nossas cinco hipóteses colocadas.

Assim, esta dissertação encontra-se dividida em quatro capítulos, para além desta introdução.

No primeiro capítulo apresenta-se uma revisão de literatura aos temas do risco e gestão de risco. É feita uma abordagem de algumas das definições existentes para o conceito de risco, bem como uma categorização das fontes de incerteza passíveis de influenciar o risco nas empresas. Os procedimentos fundamentais do processo global de gestão e relato dos riscos do negócio e a sua imprescindível articulação com os conceitos e metodologias que caracterizam o planeamento estratégico de gestão dos riscos de negócio.

No segundo capítulo faz-se uma descrição sobre o modo como a investigação será realizada, descrevendo a população objeto de estudo a definição do universo analisado e os procedimentos adotados.

O terceiro capítulo refere-se à apresentação e interpretação dos resultados obtidos do universo analisado e a sua discussão sobre a consecução dos objetivos.

No quarto e último capítulo da presente dissertação apresenta-se uma síntese do trabalho desenvolvido, referindo as principais conclusões e possíveis desenvolvimentos em trabalhos futuros, acompanhado de algumas recomendações.

# **Capítulo I O risco - Revisão de Literatura**

Neste primeiro capítulo apresenta-se uma revisão de literatura sobre os temas do risco e gestão de risco. Abordaremos algumas das definições existentes para o conceito de risco, bem como uma categorização das fontes de incerteza passíveis de influenciar o risco nas organizações. Os procedimentos fundamentais do processo global de gestão e relato dos riscos do negócio e a sua imprescindível articulação com os conceitos e metodologias que caracterizam o planeamento estratégico de gestão dos riscos de negócio.

## 1.1. A Noção de Risco

No Grande Dicionário da Língua Portuguesa encontramos a seguinte definição de risco<sup>(1)</sup>: *“perigo; inconveniente ou fatalidade muito possível de efetivar-se”*. No entanto a origem da palavra “risco” deriva do termo italiano *risicare*, que significa desafiar. Logo, e nesta aceção, o termo “risco” pode ser entendido mais como uma escolha do que como uma fatalidade, uma sina ou um destino <sup>(2)</sup>.

A utilização generalizada, embora de forma muitas vezes ambígua, do termo “risco” conduz a alguma confusão sobre o seu verdadeiro significado. Pensamos que a melhor definição de risco tem a ver com a dupla dimensão incerteza/indesejabilidade que podemos associar a um dado resultado de um determinado acontecimento (Howe (1991)).

Nesta aceção, estaremos perante uma situação de “risco” quando existe a probabilidade de uma determinada situação ter um resultado que não é o desejado.

Deste modo, para avaliarmos o nível de risco associado a determinado acontecimento precisamos de determinar:

- o grau de indesejabilidade relacionado com o acontecimento;
- a probabilidade de ocorrência desse acontecimento.

Obviamente que o grau de aceitabilidade relacionado com determinado acontecimento varia de pessoa para pessoa, e depende das circunstâncias em que ocorre, pelo que haverá que entrar em conta com o perfil de risco do agente económico.

Quanto à determinação da possibilidade de ocorrência do acontecimento indesejável, tal é efetuado determinando-se a probabilidade de ocorrência do acontecimento durante determinado período de tempo <sup>(3)</sup>.

---

<sup>1</sup> in Machado, José Pedro. (1981). Grande Dicionário da Língua Portuguesa, Vol. X, Sociedade de Língua Portuguesa, Amigos do Livro Editores.

<sup>2</sup> A definição apresentada no dicionário parece-nos estar bastante associada a uma maneira muito portuguesa de entender o risco como algo intrinsecamente com um carácter negativo, fatal, demonstrativo do carácter que uma certa “lusitanidade” assume perante o risco!

<sup>3</sup> Sabemos que, em termos estatísticos, o valor esperado de um dado acontecimento corresponde à média ponderada de todos os acontecimentos com probabilidade de ocorrerem. Deste modo, uma forma intuitiva de tentar medir o grau de risco é calcular o rácio entre os resultados com probabilidade de acontecer e os resultados possíveis de acontecerem. Quanto mais pequeno este rácio mais arriscado é o acontecimento.



O risco pode ter duas perspectivas: uma baseada na incerteza e outra baseada num objetivo. A última consiste num potencial desvio relativamente a um alvo predeterminado. A primeira refere-se à distribuição de resultados futuros. Adota a primeira mas considera a segunda indispensável à definição de ganho potencial (*upside risk*) e de perda potencial (*downside risk*) (Dobler 2008).

De facto, enquanto na linguagem comum o termo risco é normalmente usado para designar situações de perigo, ameaça e dano, no âmbito da teoria financeira faz-se a distinção entre risco e incerteza. Quando aos resultados provenientes de uma decisão podem ser alocadas probabilidades estamos perante risco, quando a esses resultados não é possível alocar probabilidades, estamos perante uma situação de incerteza. Portanto esta noção incorpora tanto os possíveis resultados negativos como os positivos, relativos à decisão (Knight 1972; Linsley e Shrives 2006).

Para o IIA, o risco “*é a possibilidade da ocorrência de um evento que possa ter impacto sobre o alcance de objetivos. O risco é medido em termos de impacto e probabilidade de ocorrência*” (IIA 2009, p. 38).

Segundo Pinho et al. (2011), estamos perante uma situação de risco “*quando existe a probabilidade de uma determinada situação ter um resultado que não é o esperado*”. Para avaliar o nível de risco associado a um determinado acontecimento, precisamos de determinar a probabilidade da sua ocorrência bem como o grau de indesejabilidade.

Em termos estatísticos, o valor esperado de um dado acontecimento corresponde à média ponderada de todos os acontecimentos com probabilidade de ocorrerem. Assim tentar medir o grau de risco passa por calcular o rácio entre resultados com probabilidade de acontecer, e resultados possíveis de acontecerem. Quanto menor o valor do rácio, mais arriscado será determinado acontecimento.

Ao conjugar a probabilidade de ocorrência de um determinado acontecimento com o seu grau de indesejabilidade, podemos definir três modos de visualizar um determinado acontecimento em termos de gestão de risco a que se encontra sujeito determinado agente económico:

- O acontecimento é de algum modo indesejável, mas a probabilidade de ele ocorrer é de tal forma diminuta que não vale a pena incorrer nos custos de gestão desse risco;
- O acontecimento é indesejável e a probabilidade dele ocorrer é suficiente alta, tornando-se a cobertura desse risco importante;
- O acontecimento é de tal forma indesejável que, mesmo que a probabilidade da sua ocorrência seja ínfima, terá sempre que efetuar a cobertura do risco.

A noção de risco depende indubitavelmente da análise do grau indesejabilidade e o grau de probabilidade associada ao resultado de determinado acontecimento.

## 1.2. Tipologia dos riscos

Não existe uma única tipologia do risco universal aceite. Uns autores dividem o risco interno e externo, outros em financeiro e não financeiro ou de negócio, outros ainda em riscos específicos e riscos de mercado.

Há vários tipos de riscos financeiros que necessitam de ser levados em consideração quando o investidor pretende investir em instrumentos financeiros. Estes riscos são difíceis de quantificar e controlar, mas existem algumas técnicas que permitem aproximações eficazes.

Os riscos de títulos financeiros, como as acções, podem ser decompostos em dois tipos de riscos: o risco específico e o risco do mercado. O risco único pode ser eliminado através da detenção de uma carteira de ativos bem diversificada. O risco de mercado não se consegue eliminar, mesmo que o número de ativos na carteira convirja para o infinito.

Calcular o risco de um instrumento financeiro consiste na tentativa de medir o grau de incerteza associado à obtenção da rendabilidade esperada desse instrumento.

### 1.2.1 Risco de mercado

O risco de mercado é definido como um risco inerente a variações no mercado onde os ativos financeiros são transacionados, estando relacionado com a variação do valor dos ativos, quer eles sejam serviços, produtos financeiros, índices ou mercadorias e matérias-primas, ou seja, basicamente, consiste na ocorrência de perdas ou ganhos financeiros, devido às alterações nos preços desses instrumentos no mercado financeiro.

O risco de mercado *“estará sempre presente nas estratégias de investimento, independentemente das estratégias de diversificação.”* (Pinho, Carlos e outros, 2011).

Para BIS (1997), risco de mercado é entendido como *“...risco de perdas em posições dentro ou fora de balanços que surgem a partir de movimentos em preços de mercado (...) um elemento específico do risco de mercado é o risco cambial.”* O risco cambial decorre de se assumir posições em moeda diferente da moeda local. Exemplo: aquisição de obrigação em dólar, mas com recebimento da receita em euro gera exposição a risco cambial decorrente da flutuação da cotação negociada entre as moedas.

A empresa está sujeita a uma segunda classificação dos riscos que corresponde à distinção entre risco contínuo e ocasional. O risco contínuo é um fator de risco que muda continuamente, nomeadamente a taxa de juro, inflação ou taxa de câmbio. As empresas podem evitá-los utilizando *forwards*, futuros ou opções. O risco ocasional está ligado à ocorrência de um dado

evento específico, um incêndio, uma ação legal: para cobrir estes riscos são feitos contratos de seguros.

O risco do mercado de capitais relaciona-se com as variações no valor associadas com diferentes instrumentos financeiros e taxas de retorno requeridas. O risco de mercado de capitais pode ser decomposto em :

### **1.2.2 Risco de taxa de juro**

A taxa de juro é uma das variáveis do mercado que influenciam irremediavelmente um conjunto de ativos financeiros e condicionam quase universalmente todos os agentes económicos. Qualquer ativo financeiro sujeito ao risco de taxa de juro tem um valor diferente após cada variação. Há duas variantes do risco de taxa de juro que devem ser consideradas: o risco do preço e o risco de reinvestimento.

Estas variáveis têm comportamentos opostos: se houver descida da taxa de juro do mercado, os ativos são beneficiados durante o período em que as taxas são fixas (com o correspondente aumento no valor desses ativos - relação inversa entre o comportamento das taxas de juro e o valor dos ativos) - logo o risco do preço favorável. Mas esses ativos não poderão renovar-se a data de renovação (*repricing*), taxas de juro mais elevadas como anteriormente (menores proveitos) – logo risco de reinvestimento desfavorável.

### **1.2.3 Risco cambial**

A detenção de ativos e/ou responsabilidades em moeda estrangeira expõe o agente económico ao designado risco cambial. Este risco surge da possibilidade de ocorrência de alterações significativas nas taxas de câmbio, nomeadamente diminuição do valor dos ativos e aumento do valor das responsabilidades expressos na moeda estrangeira.

O risco cambial está associado à volatilidade da taxa de câmbio do país no qual os fluxos são gerados e por isso implica a possibilidade de desvalorização da moeda local de origem após a realização do investimento.

Relativamente ao risco cambial, Matos (1992, p. 191-192) identifica três tipos de risco que podem afetar uma empresa: risco de transação (*“decorre de transações que se façam em moeda externa, sejam comerciais ou financeiras”*); risco de conversão (*“ocorre quando se faz a conversão para a moeda nacional, para efeitos de registo ou consolidação de contas, de valores expressos noutras moedas”*) e 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”*). Quanto às medidas de risco de mercado as mais comuns são o Beta ( $\beta$ ) e o *Value at Risk* (VaR).

### **1.2.4 Risco de liquidez**

O risco de liquidez compreende todo o processo de perdas resultantes de situações onde não existam ativos líquidos que permitam cumprir com as obrigações assumidas pela contraparte, ou, se preferirmos pelo devedor perante o credor.

Este risco está associado a instituições financeiras (bancos, seguros) e reflete sobretudo a exposição face a determinadas perdas que apontam para a solvabilidade destas instituições em termos líquidos, ou seja a instituição deve manter ativos líquidos suficientes para suportar as suas responsabilidades e ao mesmo tempo satisfazer os *cash-flows* necessários para dar resposta às obrigações assumidas perante terceiros, aquando do vencimento das suas responsabilidades.

### **1.2.5 Risco de Cotações / índices**

Este risco está associado ao mercado bolsista resultando das flutuações futuras do valor de mercado das carteiras de ações detidas pelos agentes económicos. Tende a capturar as perdas resultantes da queda do nível de preços de mercado das ações, bem como a variação da volatilidade.

A dinâmica do mercado financeiro assenta cada vez mais em variáveis complexas, sem esquecer que os vários agentes envolvidos têm perfis de risco muito diferentes e objetivos antagónicos perante o mercado (corretores, especuladores<sup>4</sup>) e *hedgers*). Tudo isto se desenvolve numa elevada volatilidade no valor das ações, resultando em modificações significativas dos índices de referência e respetivas cotações que podem originar depreciações de ativos financeiros provocando perdas aos agentes económicos e essa probabilidade latente mais ou menos expectável é uma realidade, daí o risco.

### **1.2.6 Risco Operacional**

O risco operacional está sobretudo associado à atividade dos agentes económicos propriamente dita, nomeadamente perdas decorrentes de processos operacionais desajustados, falhas humanas, legais ou tecnológicas, aplicação inadequada ou negligente de procedimentos internos ou causas externas com reflexo na operacionalidade habitual dos agentes económicos, essencialmente instituições financeiras.

Um bom controlo dos riscos de negócio pode ser um apoio para qualquer gestão de topo nas diferentes categorias da linha do negócio potenciando a criação de uma estrutura interna de

---

<sup>4</sup> Os corretores pretendem o mesmo que os especuladores, mas fazem-no de forma diferente porque não correm nenhuns riscos. Limitam-se a explorar desequilíbrios momentâneos do mercado, dando cotações diferentes para o mesmo ativo homogéneo no mesmo momento do tempo (exemplo: o preço de certo ativo, quando transacionada no ponto A de mercado é de EUR x, enquanto na mesma altura no ponto b, o seu preço ascende a EUR y, se EUR x for maior do que EUR y, tal desigualdade de preços constitui uma oportunidade lucrativa para o arbitragista que não deixará de explorar em próprio benefício, ou seja na mesma hora emite duas ordens distintas uma de compra e outra de venda.

supervisão, controlo e acompanhamento deste tipo de risco que, em muitos casos, pode culminar em auditorias internas ou outras funções de suporte mais aferidoras dos riscos potenciais a que cada agente económico está sujeito.

O grande desafio está em quantificar e incorporar este risco em modelos internos de análise e gestão de risco, uma vez que a correlação com os restantes riscos é extremamente difícil de quantificar.

Os riscos são classificados também em três grandes grupos, são eles: Risco de negócio (ou operacional), risco estratégico e financeiro (Pinho, Carlos e outros, 2011).

- ✓ **O risco de negócio ou operacional:** os que a empresa assume voluntariamente com o intuito de obter uma vantagem competitiva face aos concorrentes de forma a criar valor para os seus acionistas. Este tipo de risco está associado ao mercado onde a empresa atua, incluindo as inovações tecnológicas, o desenho de produtos, os comportamentos dos consumidores, as estratégias de Marketing. Assim a exposição a este risco faz parte da própria natureza de qualquer atividade empresarial, sendo o tipo de exposição a este risco uma das *core competencies* (competências essenciais) de qualquer negócio de sucesso;
- ✓ **O risco estratégico:** está associado a alterações económicas sociais ou políticas. A título de exemplo as políticas de nacionalização, privatização ou expropriação caem dentro desta classe de riscos.
- ✓ **O risco financeiro:** está associado a perdas decorrentes de alterações nos mercados financeiros.

### 1.3. Medição do Risco de mercado

As medidas do risco de mercado mais comuns são o Beta ( $\beta$ ) 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*<sup>(5)</sup> (CAPM) e é normalmente definido como a medida do retorno acionista, 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 ( $\beta$ ) como a sensibilidade ao risco de mercado de um título de uma carteira de títulos diversificada

---

5 O CAPM é um modelo muito utilizado pelos analistas financeiros para estimar o custo do capital. "O Modelo indica de forma direta a relação entre o risco e a rendibilidade exigida pelos acionistas isto é, o custo de capital próprio" (Neves, 2002:112).

O VaR é uma medida estatística que permite medir o risco inerente a cada carteira. A definição de VaR de uma carteira pode ser apresentada como uma estimativa, com um determinado nível de confiança estatística, para a perda potencial máxima em dinheiro de uma carteira, assumindo um determinado horizonte temporal de detenção dessa carteira.

Por exemplo, se considerarmos uma carteira com um horizonte de investimento de 10 dias e um nível de confiança estatística de 95%, um VaR de 60.000 euros significa que a perda máxima esperada da carteira nos próximos 10 dias é de 60.000 euros, assumindo a normalidade das rendibilidades e um nível de confiança de 95%. Ou por outras palavras, apenas há 5 hipóteses em cada 100 da perda máxima da carteira ser superior a 60.000 euros durante os próximos 10 dias.

Existem diversas metodologias de cálculo do VaR,,: Método analítico; Simulação histórica Simulação de Monte Carlo; Método delta-gamma.

Em baixo elaboramos um pequeno quadro (**Erro! A origem da referência não foi encontrada.**) síntese com as várias metodologias de cálculo do VaR e com alguma informação mais relevante.

Quadro de cálculo do VaR	
Método Analítico	<ul style="list-style-type: none"> <li>Método conhecido também por outras designações nomeadamente: (i) método das variâncias (ii) covariâncias, (iii) método delta-normal, (iv) VaR na forma fechada, (v) método paramétrico ou (vi) método linear.</li> <li>A popular metodologia <i>Riskmetrics</i> originalmente introduzida pela <i>JP Morgan</i> é baseada neste método, tal como diversos <i>softwares</i> disponíveis no mercado.</li> <li>principais hipóteses do método baseiam-se na assunção de que as rendibilidades seguem uma distribuição normal e que os fatores de risco (i.e., as variáveis do mercado cujas variações influenciam o valor da carteira, como as taxas de juro, taxas de câmbio, preços de ações, índices de ações ou preços de obrigações de cupão zero) influenciam de forma linear a rendibilidade da carteira.</li> </ul> <p>Com estas duas hipóteses o VaR pode ser calculado diretamente a partir das volatilidades e das correlações entre os fatores de risco.</p>
Simulação histórica	<ul style="list-style-type: none"> <li>baseia-se na utilização dos dados históricos dos fatores de risco e assume que a carteira para a qual está a ser calculado o VaR se comportará no futuro da mesma forma como se comportaram os fatores de risco no passado.</li> <li>A construção de uma distribuição empírica das rendibilidades permite determinar o valor do VaR com um determinado nível de confiança. Este é um método que também permite avaliar carteiras complexas</li> </ul>
Simulação de Monte Carlo	<ul style="list-style-type: none"> <li>método numérico de 'último recurso' uma vez que pode exigir recursos computacionais bastante elevados para calcular o VaR de uma carteira complexa com uma precisão razoável.</li> <li>método utilizado na valorização de instrumentos derivados complexos. consiste, na simulação de vários cenários ao longo do horizonte temporal requerido, permitindo assim avaliar o instrumento no final do prazo desejado. Por exemplo, para avaliar opções europeias sobre ações deve proceder-se de acordo com os seguintes passos: i) gerando números aleatórios simula-se um processo estocástico representativo do comportamento da ação até ao final do prazo de vencimento da opção. Isto dá-nos um cenário de comportamento do ativo subjacente; ii) para o cenário anterior calcula-se o <i>pay-off</i> da opção, que no caso de uma <i>call</i> é dado pela expressão <math>\text{MAX}(ST - X; 0)</math>, onde <math>ST</math> representa o preço do ativo subjacente no momento <math>T</math>, data de vencimento da opção, e <math>X</math> representa o preço de exercício da opção; iii) repetem-se os passos anteriores tantas vezes consoante a precisão desejada para a estimativa do valor da opção; iv) calcula-se a média dos <i>pay-off</i> para os diversos cenários construídos; v) calcula-se o valor atual da média calculada no passo anterior. Este será o valor da opção.</li> </ul>
Método delta-gamma	<ul style="list-style-type: none"> <li>Abandona a hipótese de linearidade do método analítico, assumindo uma hipótese quadrática que permite incorporar variações de segunda ordem no cálculo da rendibilidade da carteira.</li> <li>permite calcular o VaR de carteiras complexas.</li> <li>desvantagem necessidade uma matemática mais sofisticada devido à introdução da hipótese quadrática.</li> </ul>

Figura 1- Quadro de cálculo do VaR

(Elaboração própria)

#### 1.4. Divulgação de informação e o relato de riscos

As empresas têm um papel preponderante na divulgação de informação para o exterior. Estas informações são um dever para a empresa bem como um direito para todos os utilizadores. Neste contexto a contabilidade é uma ferramenta preciosa utilizada para executar tal função.

A contabilidade é uma ciência que, de forma útil e fiável, tem como objetivo fornecer, a todos os utentes interessados, informações acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma empresa, por forma a fundamentar a tomada de decisão por parte dos mesmos. Toda a informação produzida e divulgada deve ser útil para divulgar e fundamentar as decisões económicas racionais por parte dos utilizadores.

O relato contabilístico é um instrumento de divulgação e de criação de imagem, ou seja, é a forma de evidenciar as virtualidades de uma empresa.

A prestação de contas pode contribuir também para a criação de uma imagem organizacional, neste contexto, existem duas opiniões diferentes no que se refere aos impactos dos relatórios nas decisões dos seus utilizadores, a “Clássica” e a “Transformacional”, sendo esta última mais válida que a primeira. Assim, a “Clássica” refere a importância do relato como relato do passado e apenas menciona o impacto do mesmo nos interessados externos. A opinião denominada como “Transformacional” vai um pouco mais longe, referindo o impacto dos relatórios efetuados pelas empresas dentro da própria empresa. A “Clássica”, ao contrário, vê os relatórios com utilidade só para os utilizadores externos, (CSR *Europe & Accountability*, 2002).

A necessidade de uma melhor comunicação de risco é inteiramente legítima e os relatórios sobre o risco podem e devem ser melhorados. Mas deve ser feita uma análise cuidada à forma como eles devem ser melhorados e ao grau de satisfação das expectativas de todos aqueles que hoje exigem uma mudança.

Um aspeto relevante relacionado com o risco é a divulgação de informação. A divulgação do risco é a comunicação da informação das empresas tendo em conta a estratégia, características, atividade e outros fatores externos que terão potencial para afetar os resultados (Beretta e Bozzolan, 2004).

Vários estudos referem (veja-se por exemplo Neu et al. (1998), Vergoossen (1993), Arnold e Moizer (1984)), que para investidores analistas, o relatório anual de contas e as demonstrações financeiras são a melhor fonte de informação sobre a empresa, pois faz referência à sua atual situação e às perspetivas do futuro e é usado normalmente como suporte das decisões. Apresenta uma desvantagem, pois a divulgação refere-se por vezes a factos que teriam maior interesse se divulgada a data de ocorrência.

As demonstrações financeiras devidamente elaboradas pelas empresas vão ao encontro das necessidades da maior parte dos utilizadores, no entanto salientamos que estas não proporcionam toda a informação necessária para a tomada das decisões devido ao crescente aumento da complexidade das transações financeiras e das práticas de gestão.

Tem havido uma preocupação nível internacional no que se refere à qualidade de relato sobre o negócio, existindo um consenso no que se refere a apresentação inadequada do relato financeiro, veja-se, de entre muitos autores, o relatório Jenkins (AICPA, 1994), os estudos de Eccles e Mavrinnac (1995); Ely e Waymire (1999); Ramesh e Thiagarajan (1995); Amir e Lev (1996); Burton-Jones (1999); Boisot (1999); Mouritsen (1998); Benston et al (2003); Hirshleifer e Teoh (2003) e Ernest & Young Foundation (1994, p. 1, citado por Mattessich 1995, p. 3).



Nielsen (2005), faz uma comparação interessante, ao comparar um Modelo de Relato com um puzzle:

*“(...) Para montarmos um puzzle, precisamos de saber quantas peças compõem o mesmo, precisamos de ter um desenho num dos lados dessas peças, e precisamos de ter instruções sobre a forma como o mesmo se deverá apresentar depois de completo. As empresas não podem esperar desenhar todos estes aspetos por elas próprias”.*

Em suma, a importância dos Modelos de Relato do Negócio, prende-se com as necessidades atuais de informação da moderna economia, onde o conhecimento é uma prioridade. Contudo, cada Modelo deve obedecer a um figurino, tal como um puzzle obedece às suas instruções.

#### **1.4.1 Os benefícios e os custos associados ao relato**

Os benefícios do relato são múltiplos para os utilizadores quer externos (ex: fornecedores, concorrente), quer internos (ex: trabalhadores e os órgãos de gestão).

O governo das sociedades, sendo o sistema e os processos através dos quais, as entidades são geridas e controladas para sustentar a criação de valor e melhorar o desempenho, respeita não só à efetividade das estruturas de gestão, mas igualmente à suficiência e fiabilidade do relato do negócio e do sistema de gestão do risco.

O relato do risco surge como uma forma de divulgar à sociedade informação que lhe é útil e dessa forma contribui para o seu “bem-estar”, sendo uma componente fundamental do processo de relato.

O facto de a empresa obter benefícios através do relato que efetua torna-se um estímulo para o continuar a fazer e até aumentar, assim, as empresas poderão apostar na qualidade do relato de forma a obter financiamento, de uma maneira menos dispendiosa, nos mercados.

Dunkley (2001) afirma que *“existe uma forte crença de que um melhor e mais aberto relato do risco poderia levar a uma diminuição do custo do capital”*. Isso seria consequência do facto de, ao conhecerem a forma como os responsáveis do negócio percecionam o risco e o gerem, os investidores, existentes e potenciais, poderiam avaliar a volatilidade da rendibilidade da empresa e avaliar melhor o seu valor.

Neste sentido, admite-se que as divulgações adicionais poderão ajudar as empresas cotadas em bolsa a atrair novos investidores, habilitando-as deste modo, a manterem uma forte procura dos seus títulos com consequências sobre a liquidez do mercado (Marston e Leow, 1998).

A maior dificuldade que enfrentam os principais envolvidos na divulgação da informação prende-se com o cálculo do custo de fornecer certa informação não excederá o benefício do seu fornecimento. Os diversos estudos desenvolvidos nesta área sugerem que as empresas

divulgam mais informação adicional, quando os benefícios dessa informação são superiores aos custos que lhe estão associados.

Os custos de relato voluntário podem ser classificados em duas grandes categorias segundo Marston e Leow (1998): custos diretos e custos indiretos, em que os custos diretos envolvem a recolha e compilação, o processamento, armazenamento, recuperação, análise e interpretação, a disseminação e os honorários pagos aos auditores e os custos indiretos consistem nos custos de contencioso e os custos que ocorrem como resultado da influência da divulgação tanto nas decisões, como nas atividades da empresa.

Torna-se necessário verificar esta relação de custo benefício, a divulgação de informação pode ser condicionada pela preocupação inerente à possibilidade das divulgações poderem envolver prejuízos em termos competitivos, e até perigo da posição concorrencial.

### **1.5. Análise Qualitativa de Riscos**

A análise qualitativa é o processo que avalia o impacto e a probabilidade dos riscos identificados. Permite qualificar e classificar os riscos em função do seu efeito potencial individual e priorizá-los em função do seu efeito potencial para a entidade como um todo.

As organizações podem melhorar o desempenho da entidade de modo eficaz concentrando-se nos riscos prioritários. A análise qualitativa de riscos avalia a prioridade dos riscos identificados com a probabilidade de eles ocorrerem, o impacto correspondente nos objectivos da entidade se os riscos realmente ocorrerem, além de outros fatores, como o prazo e tolerância ao risco das restrições de custo, cronograma e qualidade. (PMI, 2004)

A análise qualitativa de riscos é normalmente uma maneira rápida e económica de estabelecer prioridades para o planeamento de respostas a riscos, e estabelece a base para a análise quantitativa de riscos, se esta for necessária. A análise qualitativa de riscos deve ser revista e ajustada durante a sua implementação para acompanhar as mudanças nos riscos da entidade. (PMI, 2004)

### **1.6. Análise Quantitativa do Risco**

A análise quantitativa do risco tem como objetivo medir a probabilidade de ocorrência dos riscos, suas consequências e estimar as implicações numa entidade. Os riscos que foram priorizados no decurso da Análise Qualitativa serão submetidos na Análise Quantitativa que irá analisar o efeito desses eventos de risco e atribuir-lhes uma classificação numérica. Ela também apresenta uma abordagem quantitativa para a tomada de decisões na presença da incerteza.

Este processo usa técnicas como a simulação de “Monte Carlo”<sup>6</sup> e a análise da árvore de decisão para:

- Quantificar os possíveis resultados da entidade suas probabilidades.
- Avaliar a probabilidade de atingir objetivos específicos na organização.
- Identificar os riscos que exigem mais atenção quantificando sua contribuição relativa para o risco total dentro de uma organização.
- Identificar metas realistas e alcançáveis de custo, cronograma ou escopo, quando fornecidos os riscos da organização.
- Determinar a melhor opção de gestão dentro da organização na eventualidade de alguma incerteza nos resultados.

Normalmente, a análise quantitativa de riscos é seguida da análise qualitativa de riscos, contudo os gestores de risco experientes realizam às vezes essa análise diretamente depois de identificarem os riscos. Em alguns casos, a análise quantitativa de riscos pode não ser necessária para desenvolver respostas a riscos eficazes. A disponibilidade de tempo e orçamento e também a necessidade de declarações qualitativas ou quantitativas sobre risco e impactos determinarão o(s) método(s) que serão usados e ajustados a cada entidade. A análise quantitativa de riscos deve ser repetida após o planejamento de respostas a riscos, e também como parte do monitoramento e controle de riscos, para determinar se o risco total do projeto diminuiu de forma satisfatória. As tendências podem indicar uma necessidade de aumento ou diminuição das ações de gestão de riscos. São entradas do processo de planejamento de respostas a riscos.

## **1.7. Metodologia aplicada na gestão de riscos**

Após a elaboração das análises de risco pode-se chegar à conclusão de várias respostas estratégicas ao risco. Deve-se relacionar a melhor estratégia para cada risco previsto e para se implementar essa estratégia, algumas ações específicas devem ser desenvolvidas. É interessante traçar uma estratégia principal e uma segunda alternativa, caso a primeira não venha a funcionar.

---

<sup>6</sup> **A simulação de Monte Carlo** é uma alternativa viável de ser utilizada na análise de investimentos em ambientes incertos. A construção de milhares de cenários possíveis de ser gerada com ela e suas respectivas distribuições de probabilidades associadas permite transformar um cenário incerto num cenário de risco calculado. Nesse sentido, a simulação de Monte Carlo é uma técnica matemática que gera amostras aleatórias de variáveis de saída a partir de várias amostras aleatórias de variáveis de entrada (SOARES, 2006) e suas distribuições de probabilidades proporcionam uma melhor percepção do risco. O processo inicia com a identificação das variáveis a serem geradas de forma aleatória, inclusive com a possibilidade de fixar limites de variabilidade das entradas, o tipo de distribuição que melhor se adequa às características das variáveis de entrada, e a seleção das variáveis de saída que se pretende obter. O processo de simulação envolve repetidas interações aleatórias gerando uma série de distribuição de resultados. As saídas da modelagem de Monte Carlo envolve a distribuição de cada variável de saída, uma listagem de sensibilidade das variáveis chave segundo sua correlação com a variável de saída e diversos gráficos e resumos estatísticos que caracterizam os resultados simulados (SOARES, 2006).

**Evitar o risco:** Quando o projeto ainda está no início, pode-se identificar um risco, o que já é suficiente para mudar parte do projeto a fim de proteger os objetivos do projeto. Os eventos de risco podem ser evitados através da elaboração de planos de contingência, obtendo-se informações, melhorando a comunicação ou consultando especialistas. Para evitar o risco, tomamos como exemplo, algumas alternativas: uma atividade de alto risco pode ter o propósito reduzido, acrescentar recursos ou tempo ou evitar um fornecedor desconhecido.

**Planos de Contingência:** são estratégias alternativas que permitem que a empresa recupere a sua performance caso acontece algo inesperado: incidentes, um ataque da concorrência, queda abrupta do mercado, um desastre natural ou qualquer choque externo que afete a boa execução do plano estratégico da empresa.

O plano de contingência deve permitir que a empresa se mantenha em funcionamento durante o choque externo até que este seja totalmente ultrapassado. Para que a sua execução seja eficaz, o plano de contingência deve ser elaborado de forma a permitir que a empresa atue rapidamente e especificamente nos riscos que está a resolver. De salientar que num plano de contingência, todos os seus pontos devem estar devidamente documentados e atualizados sempre que necessário. Um exemplo é o acidente de uma aeronave nas proximidades de um aeroporto. O plano de contingência conta com a ação rápida dos bombeiros do aeroporto e do corpo de bombeiros da cidade, são acionados as ambulâncias e policiais para o local do acidente e os hospitais para receber os feridos.

**Transferir riscos:** Alguns riscos podem ter responsabilidade transferida para uma empresa terceirizada ou para o cliente, desde que estes estejam previamente cientes do fato. Transferir não significa dizer que o risco foi eliminado. Na verdade foi dada a um terceiro a responsabilidade de o gerir. Geralmente os contratos são usados para transferir a responsabilidade para um terceiro, e quase sempre envolve valores financeiros para que este assuma o risco, podendo impactar no custo do projeto.

**Mitigar os riscos:** mitigar significa: aliviar, suavizar, atenuar. A ação de mitigação é a utilização de métodos que procura reduzir a probabilidade ou consequências de um fator de risco. Uma característica é a de consistir em ações realizadas antes do fator de risco se tornar realidade. A mitigação de risco pode envolver mudanças em que a probabilidade de ocorrência de risco seja reduzida. Quando não for possível reduzir a probabilidade, a mitigação da resposta pode endereçar o impacto do risco para determinar a o grau de severidade.

**Aceitar o risco:** existe a possibilidade de o risco ser aceite quando o gestor da empresa decide não mudar o plano do projeto ou na impossibilidade de alguma ação para identificar uma estratégia de resposta apropriada ao plano do projeto. Como exemplo é o caso da exploração espacial da Lua. Existe sempre o risco de algum problema na propulsão da nave no caminho da lua. Como plano de contingência podia-se construir uma segunda nave, apenas

para resgate. Como era inviável o custo associado a esta nave de emergência, aceitar o risco deixa de ser opção.

**Encerrar o Projeto:** quando o projeto tem a probabilidade de um risco alto e de custo muito elevado, que não vale a pena transferir, mitigar ou aceitá-lo, faz-se um estudo junto às outras gerências para decidir então encerrar o projeto.

## 1.8. A Gestão de Risco e o Governo das Sociedades

Estudos recentes mostram que existe uma relação positiva entre o cumprimento de regras específicas de Bom Governo das Sociedades e o valor das empresas. A aplicação dos mecanismos e regras de Bom Governo das sociedades tem como objetivo principal a redução de riscos e problemas gerado dentro das organizações. Esses riscos podem ser maiores ou menores, dependendo da dimensão da empresa que pode ter uma maior ou menor estrutura organizativa, pode ser de cariz familiar ou ser uma grande empresa.

A expressão «governo da sociedade» designa, precisamente, *“o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência”* (7). Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal (2006)

O governo da sociedade compreende todos os mecanismos que respeitam à determinação da vontade da empresa e à sua concretização, quer ao nível da definição do tipo de atividades económicas a desenvolver, no que se refere à organização operacional dessas atividades, na tomada de decisões de financiamento dos respetivos investimentos, seja no que respeita à devolução dos recursos investidos aos seus proprietários ou à sua remuneração sob a forma de dividendos.

O governo de cada empresa deve contemplar mecanismos que induzam a uma eficiente afetação de recursos e mecanismos que exijam a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados.

Os escândalos financeiros, verificados sobretudo no início da presente década, confirmaram o que, ao nível académico e da supervisão, já se tornara evidente: a insuficiente eficácia dos mecanismos de governo das empresas e a urgente necessidade do seu aperfeiçoamento.

---

<sup>7</sup> Ao utilizar a fórmula «governo da sociedade» em vez da designação «governo da empresa», «governança corporativa» ou outra para exprimir o conceito que em terminologia anglo-saxónica é identificado pela expressão «*corporate governance*», adere-se à tradução proposta pela CMVM (CMVM (1999)). Todavia, convém notar que o que importa para os propósitos deste documento são as empresas cotadas, pelo que, neste contexto, o conceito de sociedade deve ser entendido como restrito às sociedades comerciais com fins lucrativos e com capital acionista aberto ao investimento do público, e não todo e qualquer tipo de sociedades civis ou comerciais.

Efetivamente, já no decurso das décadas de oitenta e noventa se adquirira a perceção em resultado de múltiplos estudos efetuados neste domínio e da observação das práticas empresariais de que a gestão das empresas nem sempre era conduzida com adequada salvaguarda dos interesses dos seus acionistas.

Os mecanismos de tomada de decisões e de fiscalização variam de país para país, e dentro de um mesmo enquadramento legal e institucional podem variar de empresa para empresa.

Porém, é frequente identificarem-se dois sistemas principais de governo das sociedades: o sistema continental (igualmente designado por sistema baseado nas relações ou sistema de controlo interno) e o sistema anglo-saxónico (também referenciado como sistema de controlo externo ou sistema de controlo pelo mercado). O primeiro sistema é conotado com o governo das empresas da Europa continental e do Japão, ao passo que o segundo sistema é identificado com os EUA, o Reino Unido e os demais países de expressão e influência anglo-saxónica.

O governo das Sociedades Cotadas está definido atualmente no Regulamento da CMVM (Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários) n.º 4/2013 Governo das Sociedade tendo o n.º1/2010, sido revogado.

Em Portugal as primeiras recomendações do governo das sociedades foram publicadas em 1999, por via das recomendações e regulamentos publicados pela CMVM, conforme está descrito no Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal (2006). Enquadramento jurídico-institucional: *“Foi, no entanto, sobretudo por via das Recomendações e Regulamentos publicados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), desde 1999, sobre o governo das sociedades e dirigidos às sociedades cotadas, que este tema e o conjunto de regras que lhe estão associadas foram efetivamente introduzidos na prática empresarial portuguesa.”*<sup>8</sup>

### **1.8.1 Código do governo das sociedades Português – Regulamento n.º 4/2013 CMVM**

O Regulamento da CMVM n.º 4/2013 Governo das Sociedades veio revogar o Regulamento da CMVM n.º 1/2010 e considerar algumas alterações.

Em 2010, por força do processo de revisão das normas de governo societário, é publicado o regulamento n.º 1/2010 da CMVM, estabelecendo que as empresas cotadas tinham de adotar obrigatoriamente um código de governo das sociedades divulgado pela CMVM ou equivalente, sendo esta imposição influenciada pela *soft law* (<sup>9</sup>) em termos de governo das sociedades (Silva, 2011:20).

---

<sup>8</sup> Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal - Enquadramento jurídico-institucional –(2006) (pag.66)

<sup>9</sup> *soft law* é um fenómeno relativamente novo no mundo do direito internacional, do conjunto de normas sem força coerciva, estabelecidas por organismo internacional, que se imporiam como regras a serem adotadas pelos Estados e também por particulares, nas suas relações jurídicas transfronteiriças

Em 2013 a CMVM procedeu à mais recente atualização do código de governo das sociedades, incorporando os mais recentes desenvolvimentos nesta matéria. O regulamento n.º 4/2013 da CMVM procedeu a atualização do regulamento n.º 1/2010 em vigor desde 2010. A partir de 2014, fruto das alterações presentes no artigo 2.º do regulamento n.º 4/2013 da CMVM, as empresas cotadas *passaram* a poder adotar um código de governo societário “emitido por entidade vocacionada para o efeito” desde que “sujeitas a lei pessoal portuguesa”. Embora no regulamento anterior da CMVM, já existisse a possibilidade de optar por outro código mediante o cumprimento de determinadas exigências, esta alteração *veio* dar um novo contributo para o desenvolvimento do governo societário em Portugal, permitindo às empresas cotadas optar pelo código de governo das sociedades que melhor se adapte às características do seu negócio, sendo apresentado como alternativa ao código da CMVM o código do IPCG.

O Código de Governo das Sociedades pretende constituir, antes de mais, um instrumento de promoção de boas práticas de governo das sociedades, para dar resposta a uma sociedade civil ao apelo de empresas nacionais e de uma vasta comunidade de interessados nas matérias de *corporate governance* para que, nestes domínios, Portugal se aproximasse do padrão internacional de cariz auto-regulatório.

Anexo I - MODELO DE RELATÓRIO DE GOVERNO SOCIETÁRIO			
PARTE I – INFORMAÇÃO OBRIGATÓRIA SOBRE ESTRUTURA ACIONISTA, ORGANIZAÇÃO E GOVERNO DA SOCIEDADE		Ponto/ Alinea	
A. ESTRUTURA ACIONISTA	I. Estrutura de capital	1-6	
	II. Participações Sociais e Obrigações detidas	7-9	
B. ÓRGÃOS SOCIAIS E COMISSÕES	I. ASSEMBLEIA GERAL		
	a) Composição da mesa da assembleia geral*	11	
	b) Exercício do direito de voto	12-14	
	II. ADMINISTRAÇÃO E SUPERVISÃO		
	a) Composição	15-21	
	b) Funcionamento	22-26	
	c) Comissões no seio do órgão de administração ou supervisão e administradores delegados	27-29	
	III. FISCALIZAÇÃO		
	a) Composição*	30-33	
	b) Funcionamento	34-36	
	c) Competências e funções	37-38	
	IV. REVISOR OFICIAL DE CONTAS		39-41
	V. AUDITOR EXTERNO		42-47
	C. ORGANIZAÇÃO INTERNA	I. Estatutos	48
		II. Comunicação de irregularidades	49
		III. Controlo interno e gestão de riscos	50-55
IV. Apoio ao Investidor		56-58	
D. REMUNERAÇÕES	V. Sítio de Internet	59-65	
	I. Competência para a determinação	66	
	II. Comissão de remunerações	67-68	
	III. Estrutura das remunerações	69-76	
	IV. Divulgação das remunerações	77-82	
	V. Acordos com implicações remuneratórias	83-84	
E. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS	VI. Planos de atribuição de ações ou opções sobre ações ('stock options')	85-88	
	I. Mecanismos e procedimentos de controlo	89-91	
	II. Elementos relativos aos negócios	92	
PARTE II - AVALIAÇÃO DO GOVERNO SOCIETÁRIO			
	1. Identificação do Código de governo das sociedades adotado		
	2. Análise de cumprimento do Código de Governo das Sociedades adotado	a,b,c	
	3. Outras informações		

**Figura 2 – Modelo Relatório Governo Societário**

Fonte própria

(Baseado Anexo I Modelo de relatório de governo Societário)

Em suma, para além deste regulamento ser um instrumento de promoção de boas práticas de governo das sociedades, procurou cumprir o difícil objetivo de tornar o Código adaptável às realidades muito heterogêneas das sociedades suas destinatárias.



## **Capítulo II – Metodologia- O relato do risco – análise para as empresas portuguesas que integram o PSI 20**

## 2.1 Introdução

Neste capítulo apresentamos o estudo empírico, com o qual pretendemos avaliar o relato do risco das empresas portuguesas não financeiras cotadas que integram o PSI 20. Kothari (2003:1) defende que *"a investigação empírica é ou deveria ser, sustentada na teoria, pois a interpretação da análise empírica é impossível sem a orientação teórica."*

## 2.2 Objetivos

Com o objetivo de dar resposta à pergunta de partida, formulada no início deste trabalho de investigação **"Será o relato sobre riscos de negócio adequado e devidamente divulgado pelas entidades cotadas no PSI 20?"**

Com essa finalidade procedeu-se a uma análise do relato do risco efetuado pelas empresas do nosso universo analisado. Esta análise será efetuada através da análise ao conteúdo dos relatórios de gestão de 2013, de forma a analisar:

- ✓ Os tipos de riscos Financeiros mais divulgados pelas empresas PSI 20 em 2013;
- ✓ Os tipos de riscos e o tipo de informação (monetária ou não monetária, futuro ou passado, notícias boas, más ou neutras) mais divulgados.

As hipóteses a estudar são apresentadas no ponto que se segue.

## 2.3 Apresentação do estudo empírico

Este estudo tem como finalidade criar um índice de divulgação do risco, de modo a obter respostas a algumas questões, através da leitura dos relatórios e contas das empresas do universo analisado, seguindo de perto uma das linhas de investigação empírica mais realizadas, nomeadamente Adams (2002), pretendendo-se concluir acerca de várias hipóteses de forma a caracterizar as empresas que fazem o relato do risco no seu relatório de gestão.

As hipóteses formuladas são as seguintes:

**H1:** As empresas divulgam as políticas de gestão de risco de negócio?

**H2:** As empresas divulgam os riscos de negócio que enfrentam por tipo de risco?

**H3:** As empresas divulgam quantitativa e qualitativamente os riscos de negócio que enfrentam (monetário/não monetário; boas/más notícias/neutral; passado/futuro)?

**H4:** As empresas divulgam o tipo de instrumentos de cobertura que utilizam para minimizar os riscos de negócio?

**H5:** As empresas divulgam análises de sensibilidade ao risco de taxa de juro?

O método adotado foi o método descritivo que visa descrever a características de determinado fenómeno ou a identificação entre variáveis, envolvendo o uso de técnicas padronizadas da recolha de dados Silva e Menezes (2001).

Nos procedimentos técnicos o método utilizado foi o da pesquisa documental seguindo as fases enunciadas por Gil (2010): “*formulação do problema; elaboração de um plano de trabalho; identificação das fontes; localização das fontes e obtenção do material; análise e interpretação dos dados; redação do relatório*”.

Neste estudo, estas fases da pesquisa foram aplicadas da seguinte forma:

- Problema: As empresas do universo analisado (PSI 20: 2013) divulgam informações sobre o risco de negócio e os instrumentos usados para a sua gestão?
- Plano de trabalho: O trabalho foi planeado e estruturado durante o período definido.
- Fontes: os dados foram retirados e preparados a partir dos relatórios e contas das empresas do universo analisado (PSI 20: 2013).
- Localização das fontes e recolha do material: foi efetuada a consulta no *site* que referimos, para obter a lista das empresas que compunham o universo analisado (PSI 20: 2013); posteriormente foi efetuado o Download dos relatórios e contas em formato PDF a partir do *site* da CMVM.
- Análise e interpretação dos dados: foi efetuada recorrendo ao método da análise de conteúdo.
- Redação do relatório: corresponde ao presente documento.

O nosso estudo teve como base o universo analisado composto por quinze empresas não financeiras cotadas na Euronext de Lisboa que em Janeiro 2014, integravam o PSI 20.

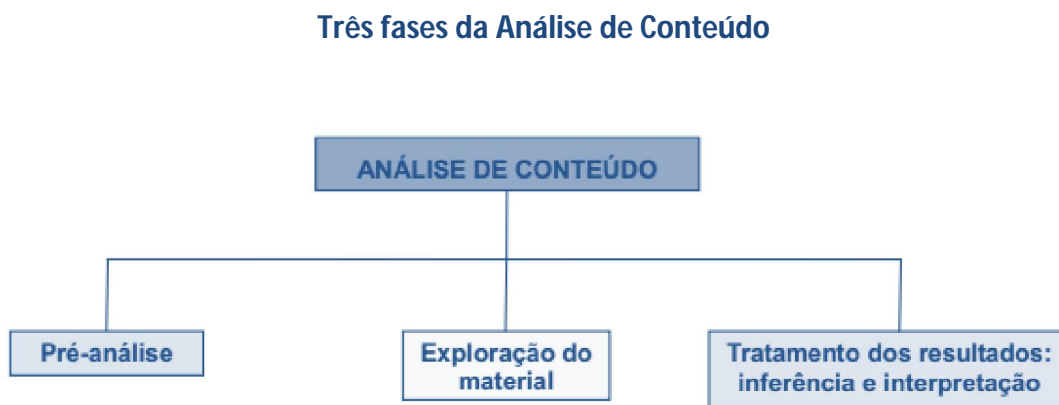
O nosso estudo baseia-se nos relatórios e contas consolidadas de 2013 das empresas selecionadas, quando as mesmas sejam obrigadas a consolidação e não as individuais, uma vez que para o estudo fazia mais sentido analisar toda a informação do grupo, pois todas elas em conjunto contribuem para o desempenho da empresa mãe, logo o interesse dos próprios utilizadores da informação na análise do relatório de gestão consolidado do que o individual. Verificamos no entanto que a EDP Renováveis apenas disponibilizou os relatórios em inglês e a empresa Portucel não publicou o seu relatório e contas no *site* da CMVM; desta forma e para evitar possíveis erros de tradução que desvirtuassem os resultados, partimos apenas com o universo analisado de treze empresas. O estudo é referente ao ano de 2013, com o objetivo de tratar a informação mais atual e comparável possível.

A escolha do relatório de gestão como documento base de análise de conteúdos resulta da importância do seu teor narrativo. Sendo também um documento obrigatório e regulamentado pelo Código das Sociedades Comerciais (Art.º nº 66), em parte o seu conteúdo é de fácil comparação entre empresas.

Tendo como objeto os relatórios e contas das empresas do universo analisado, procedemos à análise de conteúdos, metodologia também utilizada em diversos estudos internacionais no mesmo âmbito, entre os quais os estudos desenvolvidos por Linsley e Shrives (2006) para as empresas do Reino Unido.

Bardin (2011, P. 47) conceitua a análise de conteúdo “*como um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens. A finalidade da análise de conteúdo é produzir inferência, trabalhando com vestígios e índices postos em evidência por procedimentos mais ou menos complexos*”.

Bardin (2011) indica que a utilização da análise de conteúdo prevê três fases fundamentais, conforme o esquema apresentado na **Erro! A origem da referência não foi encontrada.**: pré-análise, exploração do material e tratamento dos resultados - a inferência e a interpretação.



**Figura 3-Três Fases da Análise de Conteúdo**

Fonte: Adaptado de Bardin (2011)

A primeira fase, a pré-análise, pode ser identificada como uma fase de organização, que inclui a escolha dos documentos a serem submetidos à análise, a formulação de hipóteses e objetivos.

A segunda fase, de exploração de material, envolve as operações de codificação e 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 – efetuada 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, suscetível de esclarecer o analista acerca das características do texto, que podem servir índices*” (BARDIN, 1977, p. 103).

No estudo elaborado por Linsley e Shrives (2006), foi adotado o método de análise de conteúdo por frases. Os autores consideraram que a análise de conteúdo é mais confiável do que os outros métodos, trazendo assim razoabilidade para esta escolha.

A análise de conteúdo foi efetuada em diversas fases, seguindo os diversos estudos mencionados: primeiro procedemos à leitura dos relatórios de gestão do universo analisado (PSI 20-2013) para a identificação das divulgações a analisar, no sentido de fazer uma pré-codificação

Para isso foram criadas tabelas de apoio em Excel, para a criação de fichas de leitura e comparação de frases entre empresas acima de tudo para auxiliar a fase seguinte da contagem e verificação das respostas às questões colocadas no estudo. Esta última fase implicou uma segunda leitura dos relatórios de gestão do universo analisado (PSI 20-2013) onde 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.

As regras definidas abaixo foram as que serviram também de base ao estudo de Linsley e Shrives (2006).

Assim, as regras para identificar divulgações de risco, estabelecidas foram as seguintes:

- As frases são codificadas como divulgações de risco se nelas existir informação de qualquer oportunidade, ou de algum perigo, dano, ameaça ou exposição, que já tiveram impacto ou poderão vir a ter no futuro da empresa ou da gestão;
- Embora a definição do risco seja ampla, as divulgações devem especificamente ser as indicadas e não podem ser implícitas;
- Quando a frase inclui duas ideias, consideramos aquela sobre a qual recai maior ênfase;
- Qualquer frase que seja repetida foi considerada tantas vezes quanto esta for mencionada;
- Os títulos das tabelas gráficos, etc., que proporcionam informação classificável não foram consideradas como frases.
- Se uma divulgação for demasiado vaga na sua referência ao risco, não a consideramos como uma divulgação do risco.

Na seleção das frases, além de ser definido o tipo de risco Financeiro, fizemos também uma classificação quanto ao período temporal a que respeita, ou seja, se é referente ao passado ou ao futuro, e também quanto ao tipo de informação que é divulgada, isto é, se a informação é apresentada em termos monetários ou não. Analisamos as frases como sendo “boas notícias”, “más notícias” ou “notícias neutras”. Quanto à separação das frases como boas notícias, más ou neutras, a classificação que efetuamos esta de acordo com a de Hackston e Milne (1996), ou seja, na perspetiva do grupo *stakeholder* envolvido.

A classificação atribuída quanto ao monetário ou não monetário refere-se à explicitação em termos monetários, ou não, do item de divulgação. No que se refere ao cálculo do índice de divulgação do risco, apenas vamos fazer referência neste estudo, ao índice de relato do risco financeiro. Estamos conscientes que o valor encontrado tem alguma subjetividade. Neste sentido, elaboramos um índice, tendo em conta que para cada frase encontrada se atribui o valor de 1.

Salientamos ainda que a nossa pesquisa debruçou-se na análise do relatório de contas na parte das demonstrações financeiras consolidadas onde as próprias empresas faziam referência ao reporte dos riscos, pois do estudo efetuado verifica-se que os relatórios divergem em número de páginas e face a isso temos empresas que têm apenas 113 páginas, no caso da Mota Engil SGPS e empresas com relatórios e contas com 507 páginas.

Fizemos a nossa análise desta forma, pois os riscos mencionados na parte das demonstrações financeiras em alguns casos era cópia fiel dos reportados no relatório de Governo da sociedade e eram parte integrante deste mesmo relatório. Assim, e se considerássemos os riscos nas duas situações não conseguiríamos dar a informação correta sobre os verdadeiros riscos das empresas do nosso estudo.

A gestão de riscos começa com a identificação desses mesmos riscos.

Em síntese, são apresentados no quadro abaixo (**Erro! A origem da referência não foi encontrada.**) alguns exemplos dos tipos de risco financeiro, identificados pelo ICAEW – *Institute of Chartered Accountants of England and Wales* (1998) e que também serviu de base para o nosso estudo:

### Tipos de Riscos Financeiros

Financeiros		
Mercado	Liquidez	Crédito
Taxa de juro	Fluxos de caixa	Incumprimento
Taxa de câmbio	Oportunidade	Concentração
Capital Próprio	Concentrações	Acordo
Mercadorias		Colaterias
Instrumentos financeiros		

Figura 4 –Tipos Riscos Financeiros

Fonte: Traduzido e adaptado de Hodgkinson et al.(1998)

## **Capítulo III – Apresentação e interpretação dos resultados**

Depois de uma apresentação no capítulo II sobre o nosso estudo empírico, vamos neste capítulo fazer uma interpretação dos resultados obtidos do nosso estudo, das empresas do universo analisado.

### 3.1 Análise e tratamento de dados obtidos

Após a descrição da metodologia aplicada, são seguidamente analisados e discutidos os resultados obtidos, tendo em consideração as hipóteses que foram formuladas.

O nosso universo analisado é o enunciada abaixo:

Empresas PSI20 :2013	
1	ENERGIAS DE PORTUGAL
2	GALP ENERGIA
3	JERONIMO MARTINS
4	PORTUGAL TELECOM
5	ZON OPTIMUS/ NOS
6	SONAE SGPS
7	REN
8	SEMAPA
9	SONAE COM
10	MOTA ENGIL SGPS
11	ALTRI
12	SONAE INDUSTRIA
13	COFINA

**Figura 5 – Empresas PSI20:2013**

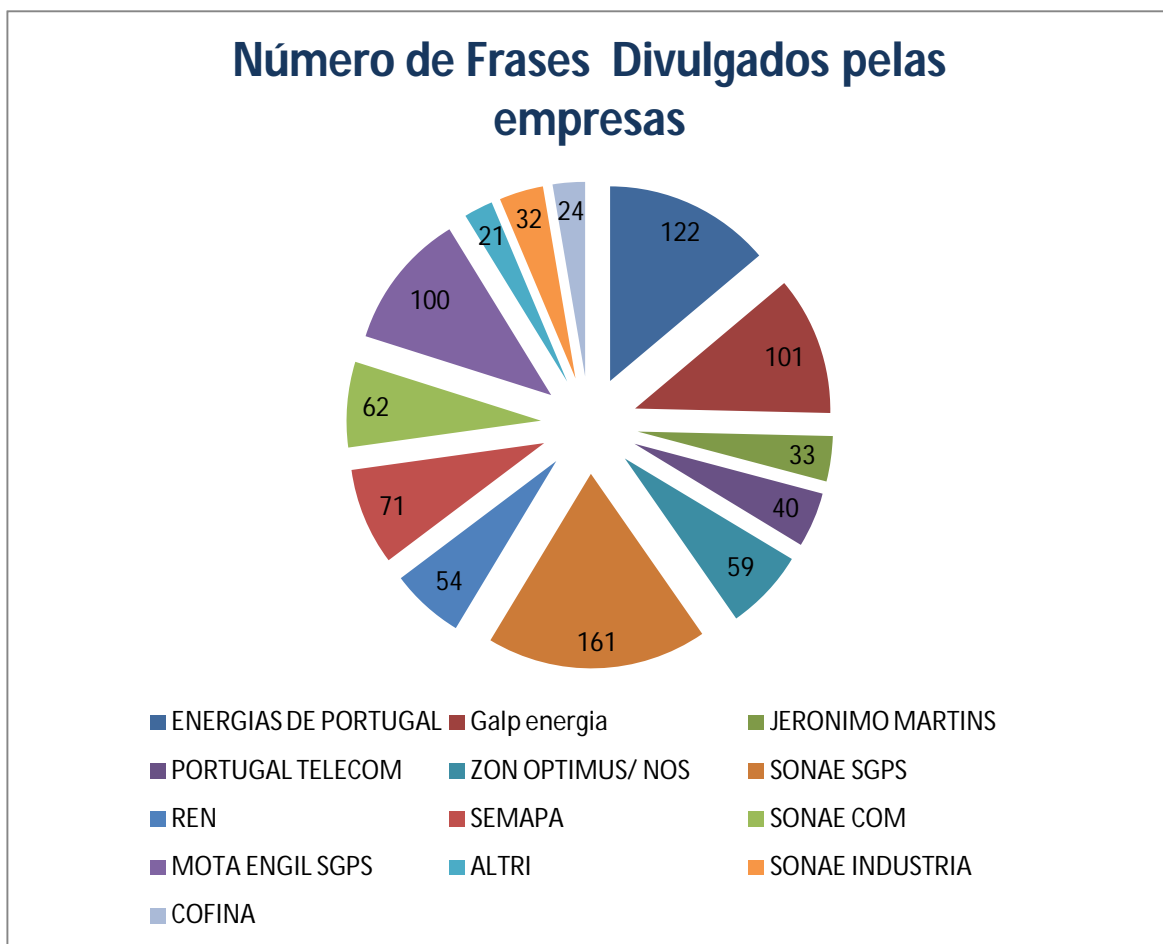
Fonte: Elaboração Própria

O número de frases divulgadas por cada uma das empresas do universo analisado relativamente aos riscos Financeiros, foi o seguinte: Energias de Portugal: 122; Galp Energia: 101; Jeronimo Martins:33; Portugal Telecom: 40; Zon Optimus/Nos: 59; Sonae SGPS: 161;



Ren: 54; Semapa: 72; Sonaecom: 62; Mota Engil SGPS:100; Altri: 21; Sonae Indústria: 32; Cofina: 24.

Verificamos que num total de oitocentas e oitenta frases relativas aos riscos financeiros, as empresas do universo analisado apresentam, em média cerca de sessenta e oito. Como se pode verificar no gráfico abaixo (Figura 6) a empresa que divulga mais informação (161 frases) é a Sonae SGPS, sobre este tema é a Altri a que menos divulga (21 frases) seguida da Cofina que também apenas divulga (24 frases).



**Figura 6 – N.º Frases Divulgadas**

Fonte: Elaboração Própria

Relativamente às hipóteses formuladas verificamos o seguinte:

Ao analisar as divulgações de risco financeiro por parte das empresas do universo analisado podemos testar a seguinte hipóteses:

**H1 - As empresas divulgam as políticas de risco de negócio?**

Da análise efetuada verificou-se que as empresas do universo analisado divulgam as suas políticas de gestão do risco de negócio, no Relatório de Gestão, nas demonstrações financeiras e no relatório de Governo da Sociedade.

Verificou-se também que a informação divulgada, por todas as empresas do universo analisado, está em conformidade com a norma IFRS 7 (*International Financial Reporting Standards*) Instrumentos Financeiros: Divulgações - Compensação de ativos financeiros e passivos financeiros, relativamente à divulgação das políticas e procedimentos relativos à gestão do risco de negócio. Constatamos também que o nível de detalhe das divulgações das políticas não é uniforme nas empresas, esta situação também foi observada por Othman e Ameer (2009).

Um aspeto relevante relacionado com o risco é a divulgação de informação. “*A divulgação do risco é a comunicação da informação das empresas tendo em conta a estratégia, características, atividade e outros fatores externos que terão potencial para afetar os resultados*” (Beretta e Bozzolan, 2004). De acordo com Linsley e Shrikes (2006), tem-se discutido se as empresas devem divulgar mais informação sobre o risco e gestão do risco. Essa discussão tem origem em situações como o facto de se questionar a fiabilidade dos relatórios de gestão; a influência dos escândalos financeiros na confiança do investidor; ou a exigência de mais transparência.

Os relatórios e contas têm-se mostrado como uma mais-valia na divulgação da informação das empresas. Assim, e segundo Staton e Staton (2002) referem, citando diversos autores, que os relatórios e contas, para além da sua obrigatoriedade legal, tornaram-se um “produto” altamente sofisticado, “*em que o objetivo principal é construir uma imagem e não divulgar o que a empresa realmente tem*” (Hopwood, 1996:55).

Este argumento é reforçado por Hines (1988:257), que defende que a realidade de uma empresa é construída. Os relatórios e contas são ainda considerados como um meio para comunicar a personalidade e filosofia da empresa (Anderson et al., 1992:113), e como uma ferramenta de marketing com a possibilidade de transmitir uma determinada imagem da organização para públicos exigentes (Neu et al., 1998).

As empresas do nosso universo analisado têm comissões de auditoria e gestão de risco, cuja missão consiste no acompanhamento de temas de primeira importância para um desenvolvimento sustentado, fornecendo uma visão independente e objetiva que suporte o processo de tomada de decisão do Conselho de Administração.

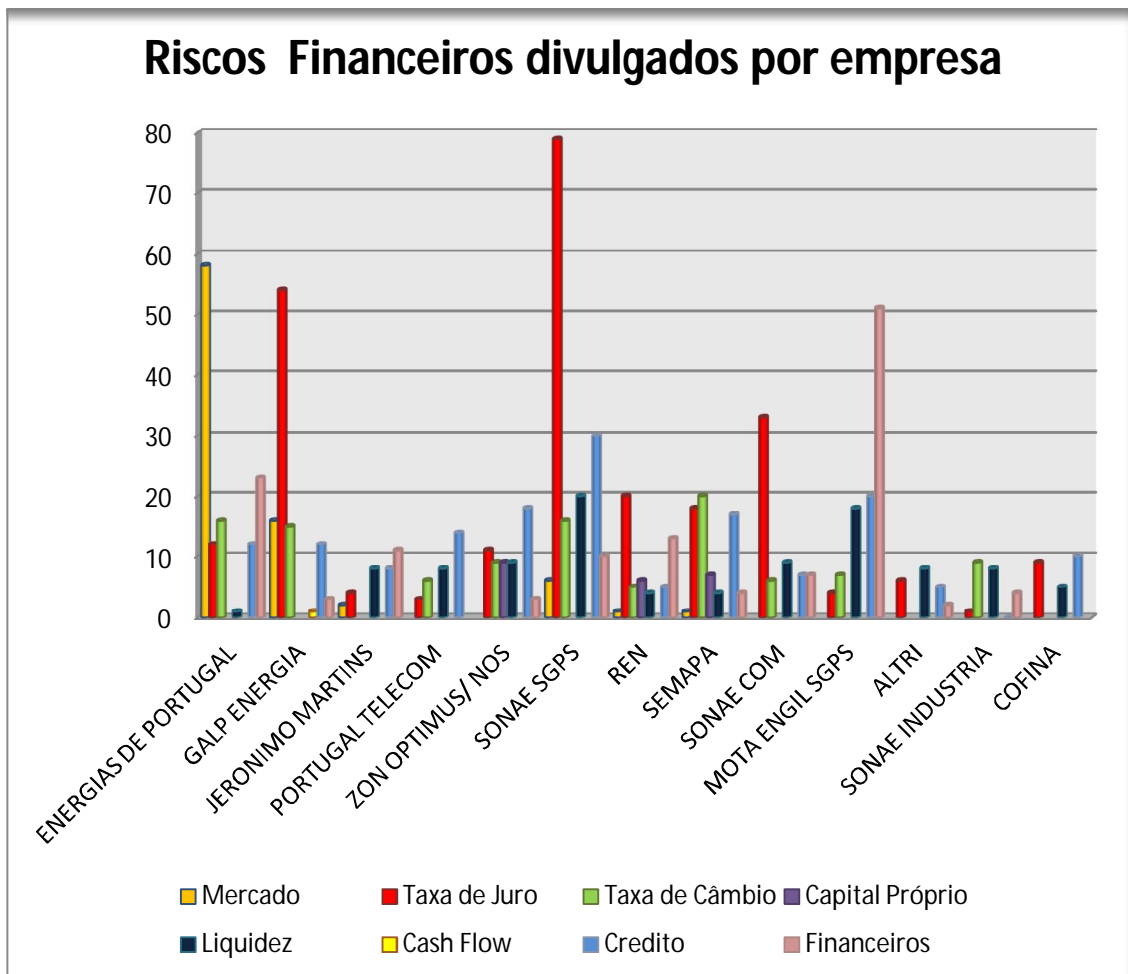
Estas empresas também têm bem definidas políticas e processos para acompanhar, medir e gerir os riscos a que se encontram expostas, quer se tratem de riscos financeiros ou não financeiros. Verificou-se que há uma preocupação da parte das empresas em assegurar a implementação de boas práticas na organização, comprometendo todos os colaboradores na adoção da gestão de risco como parte integrante das suas funções.

De uma forma geral a administração destas empresas acredita que é essencial implementar sistemas que lhe permitam: (i) Identificar os riscos que cada Grupo enfrenta; (ii) Medir o impacto no desempenho financeiro e no valor do Grupo; (iii) Comparar o valor em risco com os custos dos instrumentos de cobertura, se disponíveis; (iv) Monitorizar a evolução dos riscos identificados e dos instrumentos de cobertura.

Em suma e pela análise efetuada ao relatórios e contas, embora ainda não haja um modelo tipo para divulgar os riscos por parte das empresas e até uma quantificação mais rigorosa dos riscos das mesmas, para mais facilmente fazer a comparação de informação, nota-se uma maior sensibilidade no que se refere à implementação de processos para identificar, monitorizar e relatar os riscos e controlos, e para avaliar a eficácia e melhoramento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos.

Apesar dos processos de avaliação de risco terem melhorado nos últimos tempos, algumas empresas têm-se revelado incapazes de integrar plenamente os riscos identificados em decisões estratégicas, operacionais e financeiras.

Neste contexto, elaboramos abaixo gráfico (Figura 7) com os riscos financeiros mais divulgados nas empresas do universo analisado:



**Figura 7- Riscos Financeiros divulgados por empresa**

Fonte: Elaboração Própria

Através do mesmo, conseguimos identificar que as empresas nos seus vários setores diferem significativamente a nível de comunicação dos riscos Financeiros.

Verificou-se que os riscos financeiros nem sempre têm o mesmo grau de divulgação de empresa para empresa.

Na tabela seguinte (Figura 8), destacamos as frases divulgadas por cada empresa e verificamos que nos riscos de mercado, a Sonae SGPS (101 frases) é que lidera este risco seguido da Energias de Portugal (86 frases); as empresas que menos referem este risco são a Jerónimo Martins e a Altri com apenas 6 frases.

Relativamente ao risco de liquidez a Sonae SGPS é a que mais divulgações faz (20 frases); as empresas com menos divulgações do risco de liquidez são a Energias de Portugal (1 frase) e a Galp Energia (1 frase).

Relativamente ao risco de crédito destaca-se a Mota Engil (71 frases) e quem menciona menos este risco é a empresa Altri (7 frases).

		Energias de Portugal	Galp energia	Jerónimo Martins	Portugal telecom	Zon optimus /Nos	Sonae SGPS	Ren	Semapa	Sonae com	Mota Engil SGPS	Altri	Sonae Industria	Cofina	
Financeiro	Preço/Mercado	Mercado	58	16	2	0	0	6	1	1	0	0	0	0	
		Taxa de Juro	12	54	4	3	11	79	20	18	33	4	6	1	9
		Taxa de Câmbio	16	15	0	6	9	16	5	20	6	7	0	9	0
		Capital Próprio	0	0	0	0	9	0	6	7	0	0	0	0	0
		Total	86	85	6	9	29	101	32	46	39	11	6	10	9
	Liquidez	Liquidez	1	0	8	8	9	20	4	4	9	18	8	8	5
		Cash Flow	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
		Total	1	1	8	8	9	20	4	4	9	18	8	8	5
	Crédito	Crédito	12	12	8	14	18	30	5	17	7	20	5	10	10
		Financeiros	23	3	11	9	3	10	13	4	7	51	2	4	0
		Total	35	15	19	23	21	40	18	21	14	71	7	14	10

**Figura 8 – Frases divulgadas por cada empresa**

Fonte: Elaboração Própria

## H2 : As empresas divulgam os riscos de negócio que enfrentam por tipo de risco?

No que se refere as divulgações sobre os riscos de negócio, apenas algumas empresas fazem divulgação por tipo de risco separadamente. Há empresas que optam por fazer uma divulgação de forma genérica, ou seja referindo vários riscos na mesma frase ou até no mesmo parágrafo (Ex: “...a empresa está sujeita a vários riscos de taxa de juro, câmbio e liquidez...”).

Quando é feita a separação por tipo de riscos de negócio, a maior parte das empresas apenas divulga informações sobre o risco de taxas de juro, o risco cambial e o risco de crédito. Como exceção temos as empresas Sonae SGPS, Jerónimo Martins, Semapa e Portugal Telecom, que efetuam separadamente divulgações sobre o risco de preço para divulgar informações relacionadas com o risco de preço das ações, mas também de uma forma muito superficial.

Como já tínhamos referido, algumas empresas divulgam as mesmas informações nos relatórios de gestão, nas notas das demonstrações financeiras e nos relatórios do governo da sociedade, enquanto outras empresas optam por fazer apenas a divulgação obrigatória nas notas às demonstrações financeiras e fazem as divulgações mais detalhadas nos relatórios de gestão das contas consolidadas, ou não fazendo referência remetem para onde é divulgada essa informação.

Verificamos, que as empresas fazem as divulgações dos riscos de forma diferente e também não uniforme, constatando-se que não existe um modelo, diríamos de consenso, na avaliação dos riscos financeiros e mesmo havendo divulgações obrigatórias nem sempre os *stakeholders* conseguem obter as informações que necessitam, de forma clara imediata e muitas vezes objetiva. Estas situações também são consistentes com as que foram encontradas por Othman e Ameer (2009), que defendem a necessidade de normalização na forma de divulgação do

risco, com o objetivo de uma maior transparência da informação financeira de forma a permitir que os investidores possam estar mais informados das diferentes situações.

De forma a termos uma perceção global e qual o nível de divulgação para cada tipo de riscos, comparando por categoria, efetuamos duas análises: uma comparando empresa a empresa como já demonstrei no gráfico representado na (Figura 7), e outra de forma global que vamos referir a seguir pelo gráfico da (Figura 8).

Como podemos verificar, quanto à percentagem divulgada dos riscos verificamos que a maior percentagem está associada ao risco de taxa de juro numa percentagem de 29%; já o risco menor relevância é o de Capital próprio com apenas 3%.

As empresas Energias de Portugal, Jerónimo Martins, Portugal Telecom, Mota Engil, Altri, Sonae Indústria, têm como risco principal outros riscos, a empresa que mais se destaca a nível do risco de taxa de juro é a Galp Energia.

Quanto ao risco de taxa de juro, verificamos que a Sonae Industria apenas fez uma divulgação, no caso da Mota Engil SGPS apenas 4 frases divulgadas. Nem todas as empresas do universo analisado divulgaram informações sobre este risco, como também aconteceu com o estudo de Othman e Ameer (2009), mas neste caso de estudo a percentagem era de 37,06%, algo não verificado neste estudo. Possivelmente tal deve-se à forma diferenciada como as empresas do universo analisado se financiam.

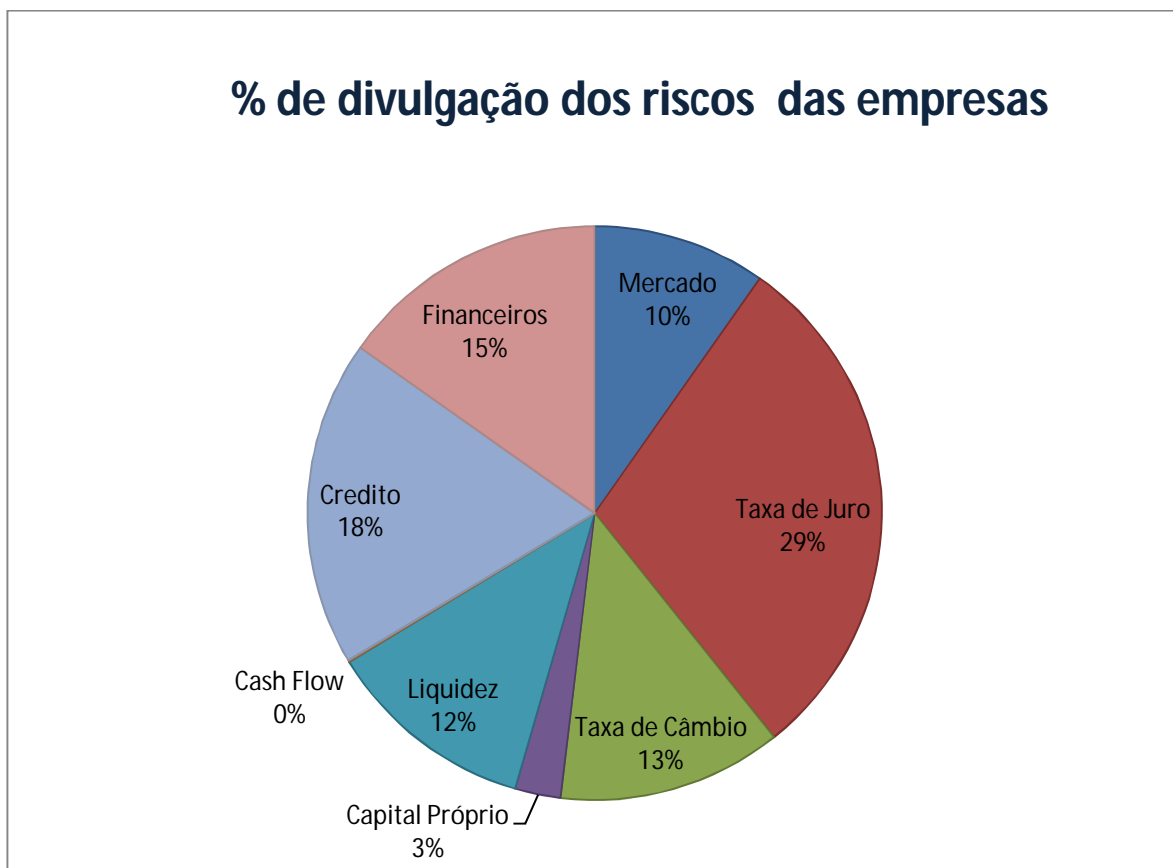
As empresas portuguesas por norma são dependentes de capital alheio, especialmente de crédito bancário, e pode ser por isso as referências à sua exposição ao risco de taxa de juro.

Verificamos que as divulgações quanto a este tipo de risco estão essencialmente relacionadas com as dívidas das empresas e os encargos associados a essas dívidas e em que medida a variação das taxas de juro pode afetar o valor dos seus instrumentos financeiros, podendo estar também associadas a empréstimos que as empresas concedem a outras empresas do grupo.

Quanto ao risco cambial, verificamos que nem todas as empresas efetuaram divulgações. 4 empresas do universo analisado não o fizeram, o que vai ao encontro do estudo elaborado por Othman e Ameer (2009), que constataram que 35,89% das empresas não faziam qualquer divulgação sobre este tipo de risco. A empresa que mais divulgou este risco cambial foi a Semapa (20 frases). Este facto tem a ver com uma parte significativa das suas vendas ser denominada em moedas diferentes do Euro, pelo que a sua evolução poderá ter impacto significativo nas vendas futuras da empresa, sendo a moeda com maior impacto o USD (*United States Dollar*), embora outras moedas como GBP (Libra esterlina), PLN (Złóti polaco) e CHF (Franco suíço) tenham alguma expressão no grupo. De referir que algumas compras de matérias-primas também são feitas em USD (*United States Dollar*).

Uma vez concretizada a compra ou venda em moeda diferente do Euro, a empresa incorre em risco cambial até ao recebimento ou pagamento dessa compra ou venda, caso não salvasse essa situação contratando instrumentos de cobertura deste risco.

Abaixo elaboramos o gráfico (Figura 9) com as % dos riscos das empresas do universo analisado .



**Figura 9 -Divulgação dos riscos das empresas**

Fonte: Elaboração Própria

Verificamos neste nosso estudo que as várias empresas do universo analisado estão expostas a uma variedade de riscos financeiros, incluindo os efeitos de alterações de preços de mercado, taxas de câmbio e taxas de juro. Esta exposição deve-se à imprevisibilidade dos mercados financeiros, mas nota-se uma preocupação e alguma sensibilidade a estes riscos que são analisados em consonância com a política de gestão de riscos dos vários grupos do universo analisado.

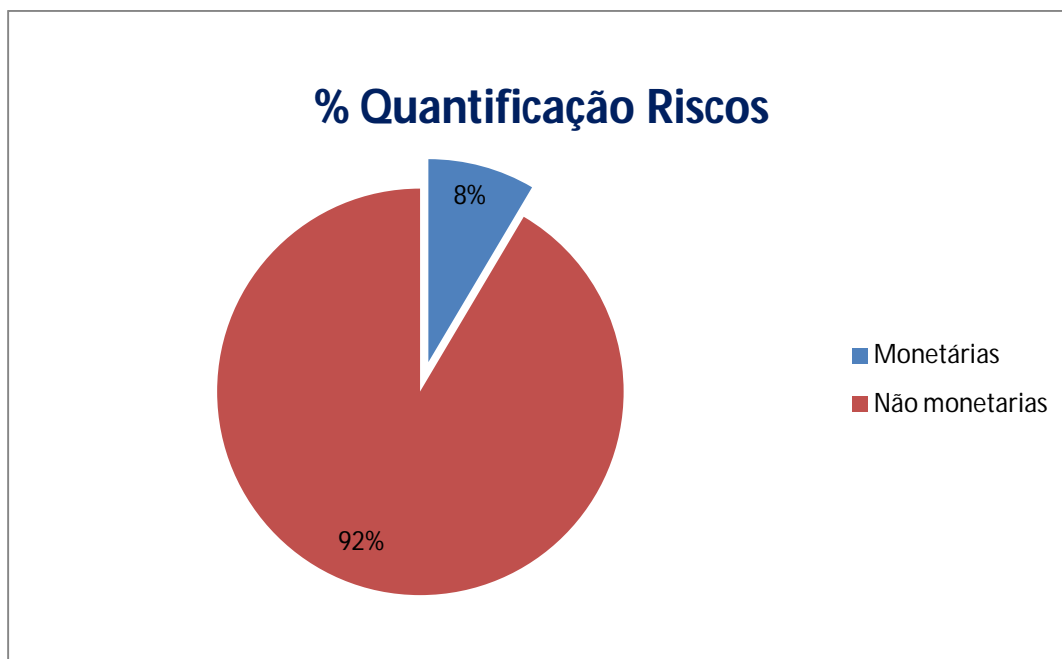
Para minimizar potenciais efeitos adversos na sua performance financeira, estas empresas também utilizam instrumentos financeiros derivados para cobertura do risco de taxa de juro e/ou de taxa de câmbio com o objetivo de minimizar possíveis riscos nas empresas.

**H3 - As empresas divulgam quantitativa e qualitativamente os riscos de negócio que enfrentam (monetário/não monetário; boas/más notícias/neutral; passado/futuro)?**

H3: a) Risco Monetário e Não monetário

Para dar resposta a esta hipótese procuramos evidências da existência ou não de valores concretos nas frases referentes aos riscos das empresas onde se tiver valor consideramos “monetários” se não é apenas “não monetário”.

Verificou-se que o número de divulgações não monetárias (8%) é inferior ao número de divulgações monetárias (92%), como poderemos analisar no gráfico da (Figura 10):



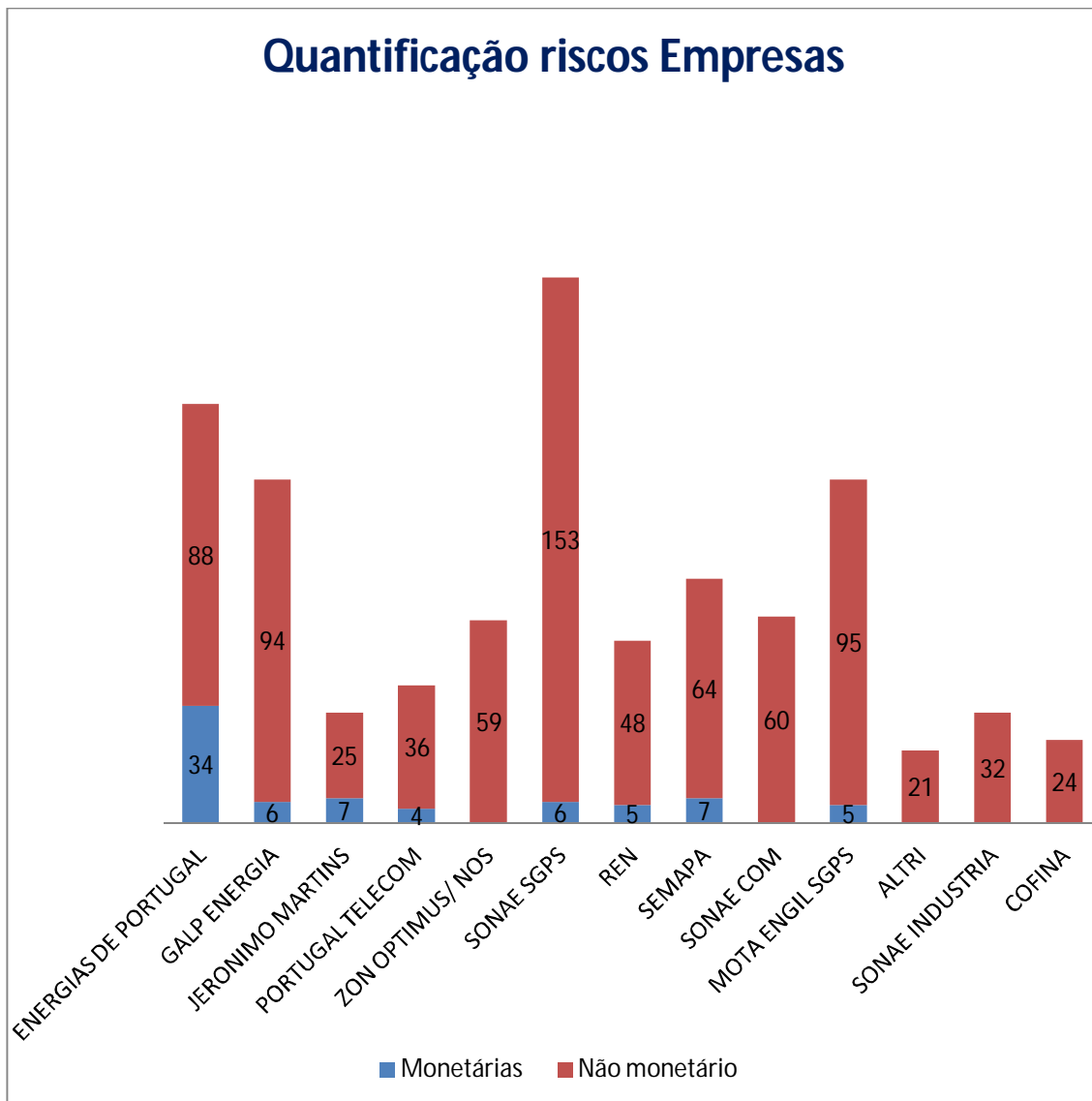
**Figura 10 - Quantificação Riscos**

Fonte: Elaboração Própria

As empresas do universo analisado optam por fazer as suas divulgações de uma forma mais informativa em relação á aplicação das normas contabilísticas e das políticas da empresa e daí resulta que a grande maioria de divulgações encontradas sejam consideradas como “não monetárias”. Também no nosso estudo, cinco das empresas não divulgaram frases “monetárias”.

No gráfico (Figura 11) verificamos que o número de divulgações quanto à sua quantificação de não-monetárias sobre o risco é significativamente superior às monetárias.





**Figura 11 – Quantificação dos riscos**

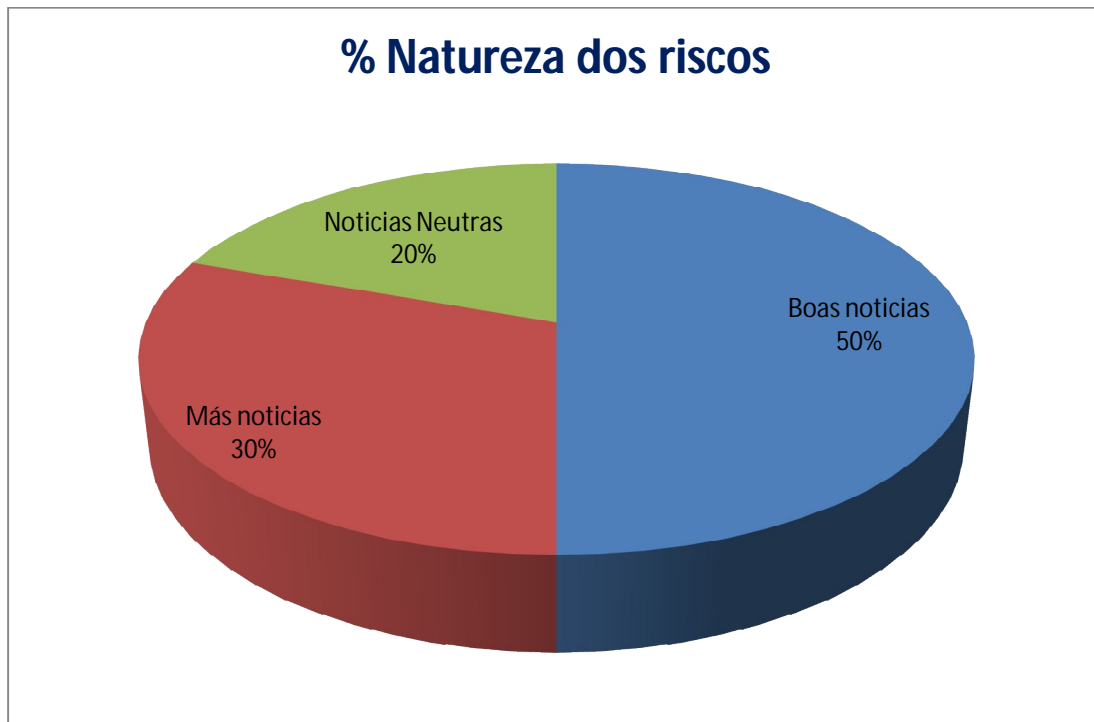
Fonte: Elaboração Própria

H3: b) Boas notícias e Más notícias ou Neutras

O Gráfico abaixo (Figura 12) evidencia o resultado obtido através da categorização das frases por natureza de riscos como “boas notícias”, “más notícias” ou “notícias neutras”.

Assim verificamos que a maior quota dos riscos das empresas diz respeito a boas notícias (50%), porque embora nas demonstrações financeiras sejam divulgados alguns dos riscos mais relevantes, também são dadas alternativas para minorar os mesmos invertendo quase que um risco por assim dizer, ou seja, são feitas divulgações quanto à utilização de medidas de cobertura para minimizar os riscos do mercado, tais como a utilização de instrumentos de cobertura ou a divulgação dos objetivos das políticas de gestão de risco, pois as empresas procuram dar confiança aos investidores e ao mercado. Quanto às más notícias estamos a

falar de uma percentagem de 30% e com menor percentagem (20%) temos as Notícias Neutras.

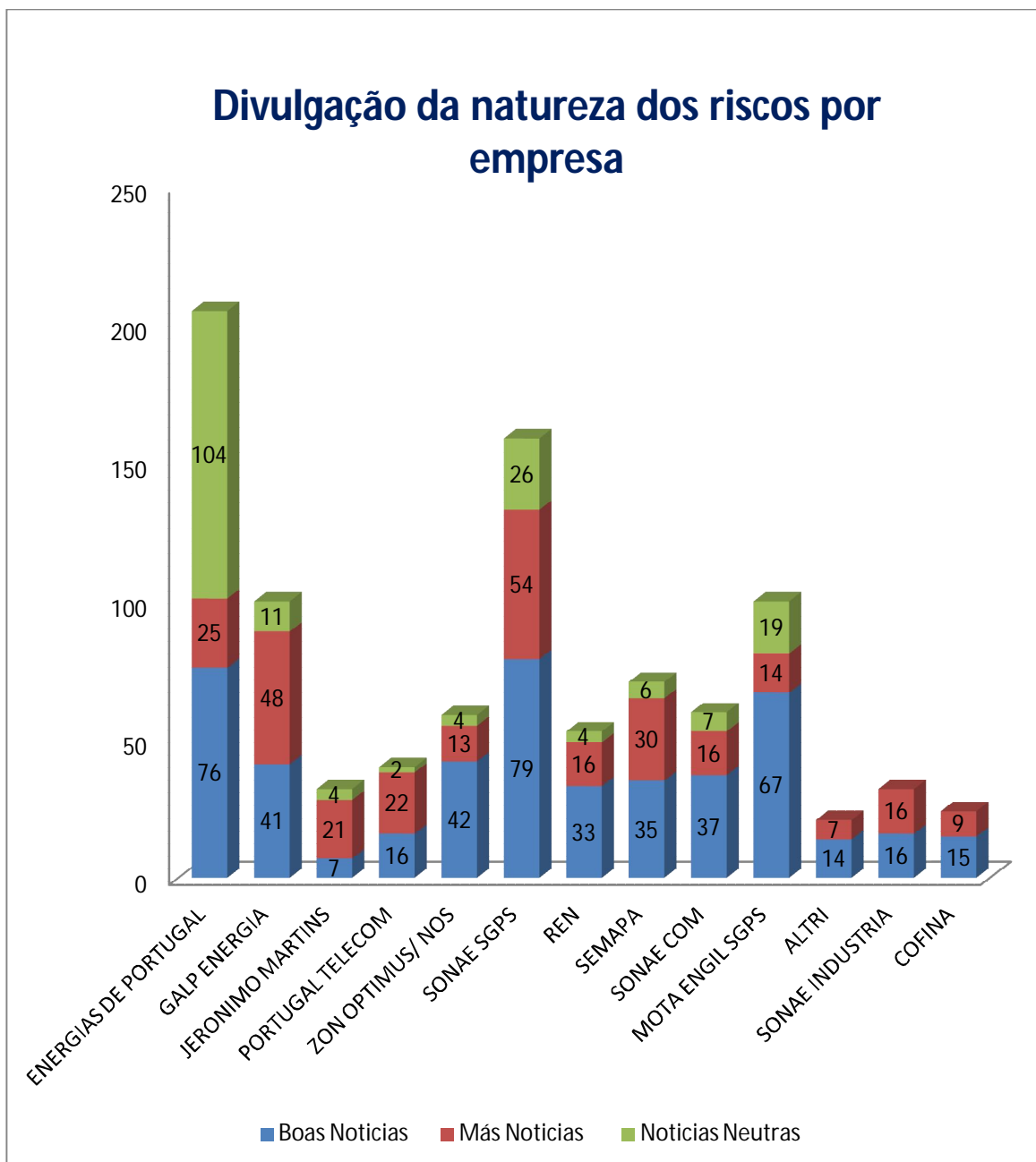


**Figura 12 – Natureza dos Riscos**

Fonte: Elaboração Própria

No Gráfico abaixo (

Figura 13) é possível analisar a divulgação feita dos riscos por natureza por cada empresa e também se verifica que três das empresas não mencionam riscos de natureza neutral.



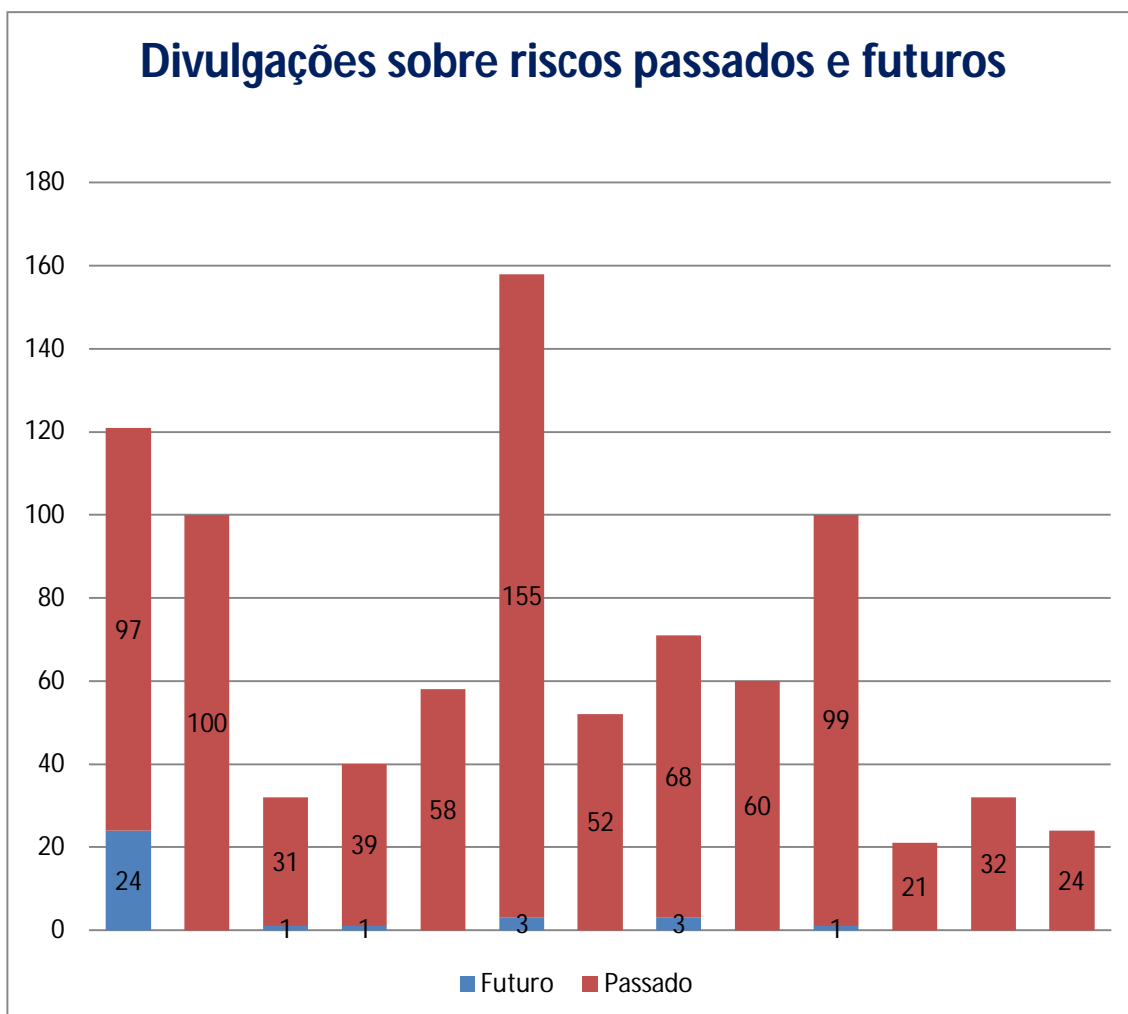
**Figura 13 – Divulgação da natureza dos riscos**

Fonte: Elaboração Própria

A distribuição por empresa desta categorização das frases, evidencia que quase todas efetuam mais divulgações classificadas como “boas notícias” do que nas restantes categorias. A Galp Energia e a Jerónimo Martins não partilham desta realidade, pois as divulgações feitas por estas duas empresas é classificado como “más notícias”; também temos a Sonae Industria que menciona em igual numero quer as “Más notícias” quer as “Boas notícias”.

H 3: c) Relaciona o número de divulgações sobre risco passado e o número de divulgações sobre o risco futuro.

Relativamente à análise do número de divulgações sobre risco passado e futuro (Q3), os resultados obtidos são os apresentados no gráfico (Figura 14):



**Figura 14 – Divulgação Riscos Passado e Futuros**

Fonte: Elaboração Própria

Podemos verificar que os riscos divulgados são referentes ao passado; apenas a Energias de Portugal faz referência ao futuro (24 frases) desses riscos e a Semapa também refere (3 frases), Jerónimo Martins, Portugal Telecom e Mota Engil.

Associado á divulgação de risco futuro está a relutância por parte dos gestores em divulgarem informação que os possam expor a possíveis reclamações dos utilizadores dos relatórios e contas (Linsley e Shrides, 2006). Woods e Reber (2003), citados por Linsley e Shrides, 2006) e

Beretta e Bozzolan (2004), nos estudos que elaboraram sobre empresas alemãs, inglesas e italianas, concluíram que existe muito pouca divulgação sobre risco futuro. No entanto, a informação futura tem maior utilidade para os acionistas e *stakeholders* para a tomada de decisão do que a informação passada (Linsley et Shrives, 2006).

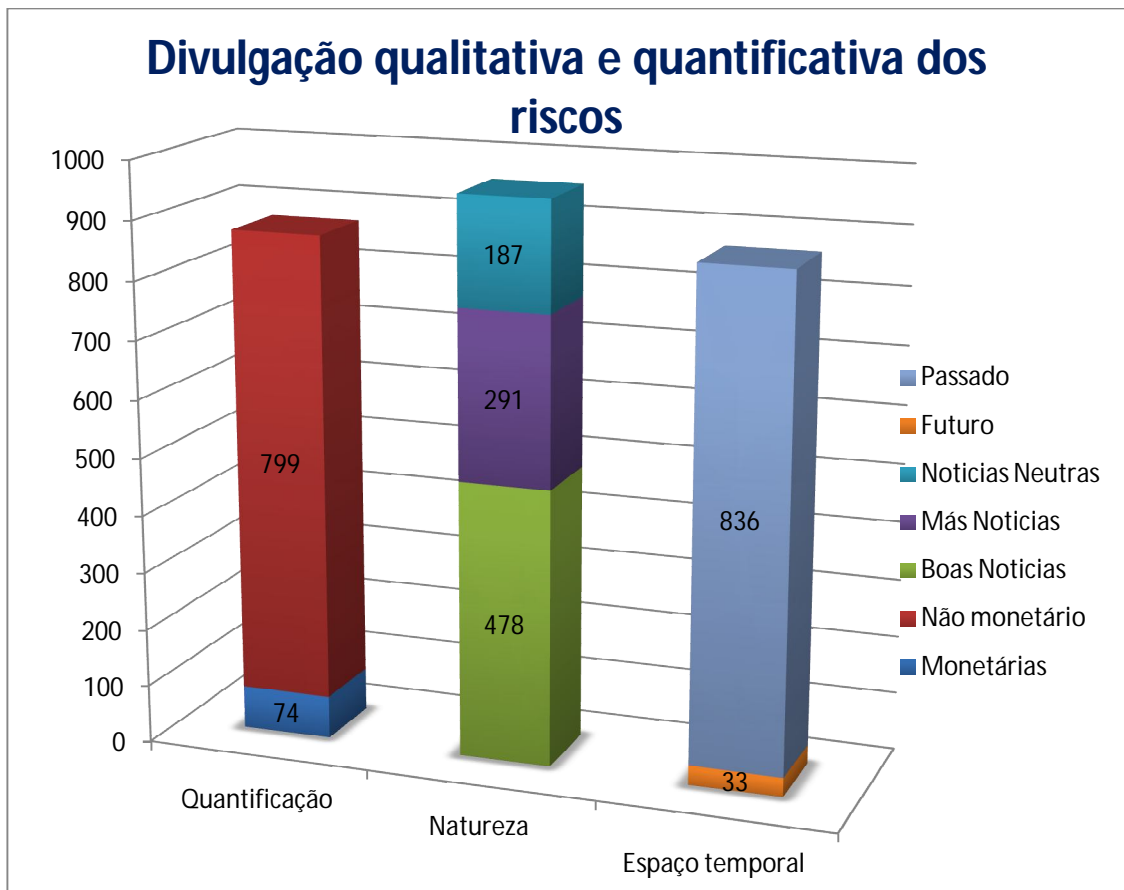
No quadro abaixo (Figura 15) vamos dar exemplo de algumas frases de divulgação quanto a sua quantificação de “Monetárias”, “Não monetárias” e “Neutras”, a sua Natureza “Más notícias” “Boas Notícias” e “ Notícias Neutras” e ao seu espaço temporal se é “Passado” ou “Futuro”.

Empresa	Tipo Risco	Frase	Página	Quantificação	Natureza	Espaço Temporal
ENERGIAS DE PORTUGAL	Taxa de Câmbio	...encontrando-se exposto ao risco cambial em várias moedas...	223	Não monetário	Más Notícias	Passado
ENERGIAS DE PORTUGAL	Mercado	...procedeu à alienação ...por 5.060 milhares de Euros;	227	Monetárias	Boas Notícias	Passado
GALP ENERGIA	Credito	...utiliza derivados com o único objectivo de gerir os riscos financeiros..	158	Não monetário	Boas Notícias	Passado
SONAE SGPS	Liquidez	... 31 de dezembro de 2013, o montante de empréstimos consolidados com vencimento em 2014 é de 230 milhões de euros (524 milhões de euros com vencimento para 2013)	30	Monetárias	Más Notícias	Futuro
JERONIMO MARTINS	Taxa de Juro	... exposição a risco de taxa de juro é analisada de forma dinâmica...	295	Não monetário	Neutral	Passado
REN	Financeiros	... gestão do risco é conduzida pela Direção Gestão Financeira com base em políticas aprovadas pela Administração.	133	Não monetário	Neutral	Passado
SONAE SGPS	Liquidez	... objetivo da gestão de risco de liquidez é garantir que, em todos os momentos, as empresas da Sonae têm a capacidade financeira, para cumprir os seus compromissos pecuniários nas datas em que estes são exigíveis.....	30	Não monetário	Neutral	Passado

**Figura 15 – Exemplos Frases Divulgação**

Fonte: Elaboração Própria

Abaixo foi elaborado um gráfico síntese (Figura 16) sobre a divulgação qualitativa e quantitativa dos riscos das empresas do universo analisado.



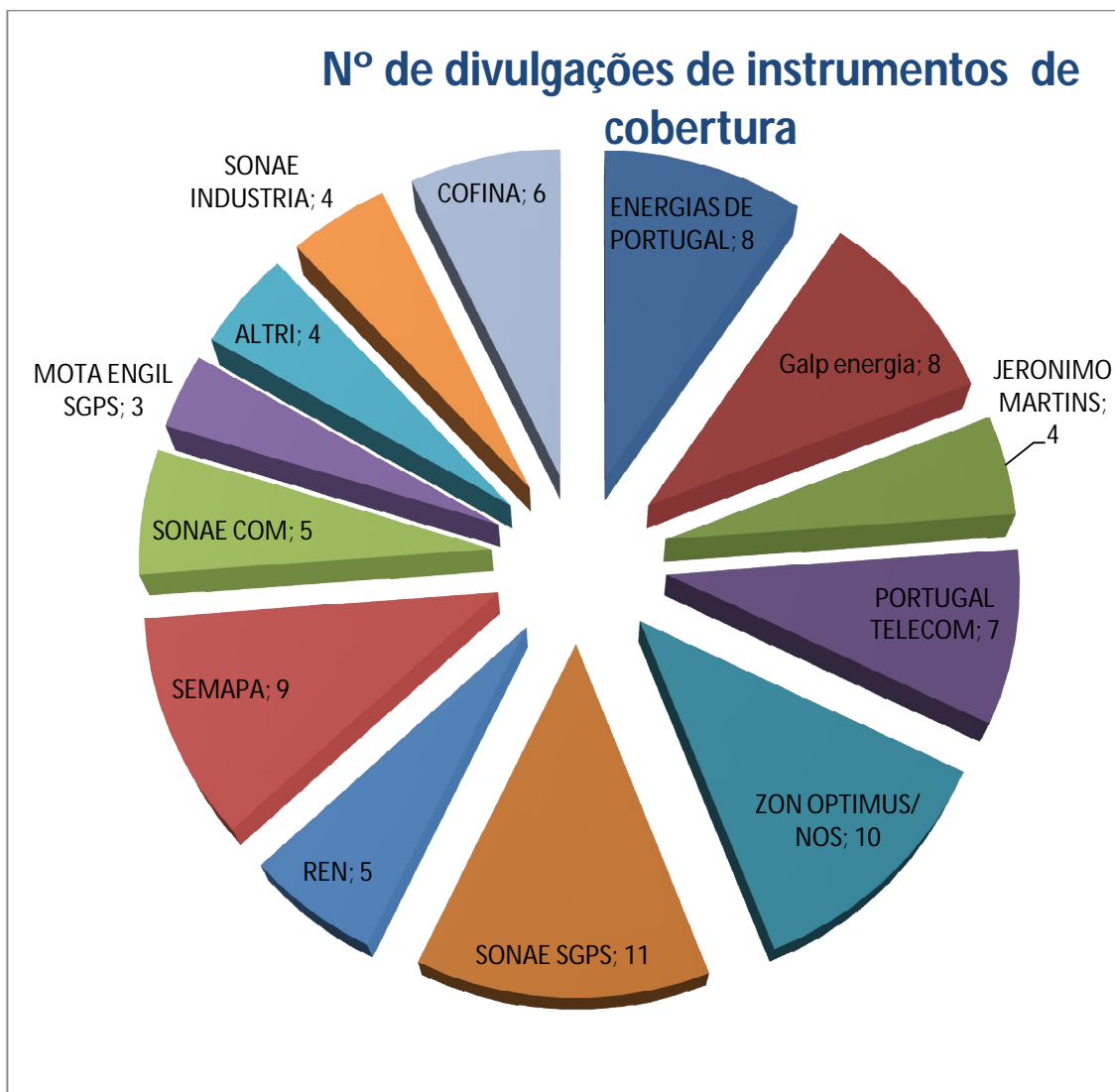
**Figura 16 – Divulgação qualitativa e quantitativa dos riscos**

Fonte: Elaboração Própria

Numa análise sobre o mesmo verificamos que, quanto à sua natureza temos divulgação de 478 frases “Boas Notícias”, 291 frases “Más Notícias” e 187 frases com “ Notícias Neutras”. Quanto ao espaço temporal temos 836 frases com divulgações “passado” e apenas 33 frases com divulgações “futuro”. Quanto à sua quantificação temos 799 frases como “Não monetário” e apenas 74 frases divulgadas como “Monetários”.

**H4 - As empresas divulgam o tipo de instrumentos de cobertura que utilizam para minimizar os riscos de negócio?**

Verificamos a existência de divulgações de informação relacionadas com a existência ou não de instrumentos de cobertura e a sua utilização para fazer face a riscos de negócio em todas as empresas do universo analisado, num total de oitenta e quatro. A distribuição das divulgações pode ser analisada no gráfico abaixo (Figura 17).



**Figura 17 – Instrumentos de Cobertura**

Fonte: Elaboração Própria

A Sonae SGPS é a empresa que efetua mais divulgações de informação sobre instrumentos de cobertura para fazer face ao risco de negócio, concretamente ao risco de taxa de juro; esta empresa também utiliza instrumentos de derivados, *swaps*, seguros de crédito, cartas de crédito, garantias bancárias e contratos de taxa de câmbio.

A Sonae Industria por regra não cobre por meio de derivados a sua exposição, no entanto refere que pode contratar derivados de taxa de juro caso entenda haver necessidade para tal, embora utilize seguros de crédito, garantia bancária e cartas de crédito.

As empresas Energia de Portugal Jerónimo Martins e Portugal Telecom também efetuem divulgações de derivados para cobertura de taxa de juro, *swaps*, *forwards*, opções; a empresa Jerónimo Martins refere que para além deste também contrata *swaps* cambiais para cobrir a exposição ao risco cambial.

A Sonaecom utiliza instrumentos derivados de cobertura de riscos de taxas de juro, em relação às transações que a empresa considera significativas e utiliza instrumentos em entidades bancárias.

A Galp Energia também utiliza instrumentos derivados, *swaps*, contratos cobertura/futuro e seguros de crédito. Quanto à empresa Cofina também é uma das que utiliza instrumentos de derivados e *swaps* para fazer face a taxa de juro bem como a empresa Altri que, para além destes, também faz contratos cobertura/futuros e seguros de crédito.

A Zon Optimus/Nos utiliza instrumentos de derivados, *swaps* de taxa de juro, *forwards* sobre divisas e cambiais.

A REN utiliza instrumentos de derivados para cobertura de taxa juro, *swaps* de taxa de juro, *forwards* cambiais e garantias bancárias.

A Semapa também utiliza instrumentos derivados para cobertura de taxa de juro, *swaps*, *forwards* cambiais, contratos de cobertura/futuro e seguros de crédito.

A empresa que menos efetua divulgação de instrumentos de cobertura é a Mota Engil SGPS, que refere a utilização de instrumentos derivados, *swaps* e seguros de crédito.

Neste estudo constatamos que a maioria das empresas utiliza instrumentos de cobertura para riscos de negócio, essencialmente para fazer face ao risco de taxa de juro.

Os instrumentos de cobertura mais utilizados são os *swaps* de taxa de juro e seguros de crédito .

As empresas do universo analisado que contratam seguros de credito encontram-se sujeitas ao risco de crédito que concedem aos seus clientes. Assim, adotaram politicas de cobertura dentro de determinados níveis através de seguros de crédito com entidades independentes especializadas no sentido de minorar os impactos negativos deste tipo de riscos. De salientar que as vendas que não estão abrangidas por estes seguros e estão sujeitas a regras que asseguram que são efetuadas a clientes com um histórico de crédito apropriado e que se encontram dentro dos limites da exposição dos saldos máximo pré-definidos e aprovados para cada cliente. No entanto, a grande maioria das divulgações não identificam especificamente qual o tipo de instrumento que utilizam e por vezes nem referem especificamente para que tipo de risco de negócio os utilizam.

Para gerir o risco cambial, os instrumentos mais utilizados são, igualmente, os *swaps* e, também, os futuros cambiais.

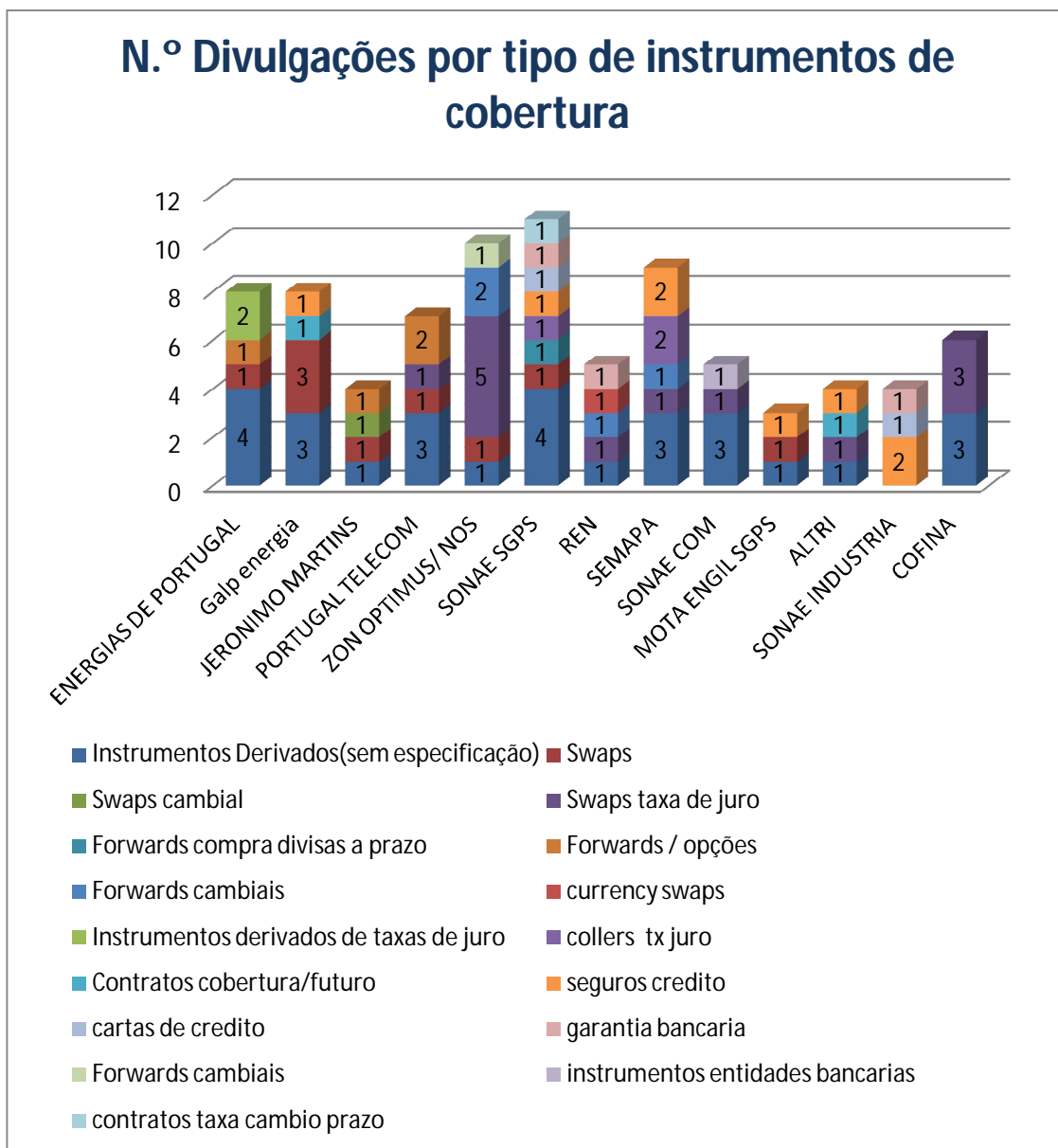
Como referimos anteriormente, em todas as empresas do universo analisado foram identificadas divulgações de informações sobre os instrumentos de cobertura, apesar de algumas mencionarem que raramente utilizam estes instrumentos. Contrariamente Othman e Ameer (2009) verificaram evidências de que a maioria das empresas não fazia cobertura de risco de negócio (67,6%) e não divulgavam 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 produtos financeiros derivados como instrumentos de cobertura para os riscos de negócio e não os utilizam para negociação, nem com fins especulativos. Esta observação está em conformidade com Othman e Ameer



(2009) que verificaram também que as empresas que utilizavam estes instrumentos tinham como objetivo a cobertura dos riscos e não fins especulativos e divulgavam esta informação evidenciando essa questão.

Elaboramos o gráfico (Figura 18) para mais facilmente interpretar e sintetizar os dados explicados na resposta a H4.



**Figura 18 – Tipo Instrumentos de Cobertura**

Fonte: Elaboração Própria

#### **H5 - As empresas divulgam análises de sensibilidade ao risco de taxa de juro?**

Da análise efetuada quanto à hipótese apresentada, constatou-se que sete das empresas analisadas não fazem referência à utilização de uma análise de sensibilidade em relação às

variações das taxas de juro. Estamos a falar das empresas Sonae Industria e Portugal Telecom.

Algumas empresas do universo analisado apenas mencionam a utilização de análise de sensibilidade às variações das taxas de juro nas notas das demonstrações financeiras, caso da Sonaecom, Mota Engil, Altri, Cofina, EDP Energias.

Quanto às restantes seis empresas do universo analisado, verificamos que a análise de sensibilidade efetuada por estas empresas em relação ao risco de taxa de juro é explicada de forma detalhada e cumprem o disposto na IFRS 7 (Risco de mercado? Análise de sensibilidade §§ 40<sup>10</sup> e 41<sup>11</sup>).

Na análise destas seis empresas verificamos que as mesmas utilizam análise de sensibilidade que mede as alterações estimadas nos resultados e capitais resultantes de aumento ou diminuição imediata das taxas de juro de mercado, com todas as outras variáveis constantes. Podemos dizer que é apenas para fins ilustrativos, já que na prática as taxas de mercado raramente se alteram isoladamente.

Estas seis empresas também divulgam que baseiam a sua análise de sensibilidade baseada nos seguintes Pressupostos: (i) Alterações nas taxas de juro do mercado afetam rendimentos ou despesas de juros de instrumentos financeiros variáveis; (ii) alterações nas taxas de juro de mercado apenas afetam os rendimentos ou despesas de juros em relação a instrumentos financeiros com taxas de juro fixas se estes estiverem reconhecidos a justo valor; (iii) alterações nas taxas de juro de mercado afetam o justo valor de instrumentos financeiros derivados e outros ativos e passivos financeiros; (iv) alterações no justo valor de instrumentos financeiros derivados e outros ativos e passivos financeiros são estimados descontando os fluxos de caixa futuros de valores atuais líquidos, utilizando taxas de mercado do final do ano.

Sob estes pressupostos os relatórios das nossas empresas do universo analisado divulgam ainda que um aumento ou diminuição de uma determinada taxa de juro de mercado para empréstimos não cobertos ou com taxa variável resultaria num aumento ou diminuição de lucro anual antes dos impostos

---

<sup>10</sup> § 40.a) exige uma análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado ao qual a entidade está exposta. De acordo com o parágrafo B3, uma entidade decide a forma como deve agregar a informação de forma a transmitir uma imagem global sem combinar informações com características diferentes acerca de exposições a riscos associados a ambientes económicos consideravelmente diferentes (...) exige que a análise de sensibilidade revele os efeitos nos lucros ou prejuízos e no capital próprio de alterações razoavelmente possíveis na variável de risco relevante (por exemplo, taxas de juro do mercado prevalecentes, taxas de câmbio, preços de ações ou de mercadorias).

<sup>11</sup> § 41. permite que a entidade use uma análise de sensibilidade que reflita interdependências entre variáveis de risco, como a metodologia do valor em risco, na eventualidade de usar esta análise para gerir a sua exposição a riscos financeiros. Isto aplicasse mesmo que uma metodologia mensure apenas o potencial de perdas e não mensure o potencial de ganhos. A entidade satisfaz o requisito do parágrafo 41.a) divulgando o tipo de modelo de valor em risco usado (por exemplo, se é um modelo com base em simulações Monte Carlo) e fornecendo uma explicação do funcionamento do modelo e dos seus principais pressupostos (por exemplo, o período de detenção e o nível de confiança). As entidades podem igualmente divulgar o período histórico de observação e as ponderações usadas nas observações dentro desse período, uma explicação da forma como as opções são tratadas nos cálculos e que volatilidades e correlações são usadas (ou, em alternativa, simulações de distribuição probabilística pelo método de Monte Carlo).

Em suma, constatamos que as empresas tendem a cumprir os requisitos da IFRS 7<sup>12</sup> 7 e procuram efetuar divulgações relativamente aos riscos de negócio a que estão expostas e à forma como tentam fazer face a esses riscos. No entanto essas informações são muito genéricas e muitas vezes parecem visar apenas o cumprimento dos requisitos obrigatórios.

---

12 IFRS 7- Instrumentos Financeiros: divulgações - O objetivo desta IFRS é exigir às entidades que forneçam divulgações nas suas DF que permitam que os utentes avaliem: a) o significado dos instrumentos financeiros para a posição e o desempenho financeiros da entidade; e b) a natureza e a extensão dos riscos decorrentes de 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. Os princípios estabelecidos nesta IFRS complementam os princípios para o reconhecimento, a mensuração e a apresentação de ativos financeiros e de passivos financeiros enunciados na IAS 32 Instrumentos Financeiros: Apresentação e na IAS 39 Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração.

## **Capítulo IV – Conclusão**

Depois de uma apresentação no capítulo III sobre a interpretação dos resultados obtidos do nosso estudo, das empresas do universo analisado, vamos neste IV e último capítulo ver algumas das limitações do nosso estudo e sugestões para futuras investigação e fazer a conclusão do estudo elaborado referente as empresas do universo analisado.

#### **4.1 – Conclusões**

Ao terminar este nosso estudo resta-nos fazer uma breve retrospectiva do que foi aqui abordado, enunciando as conclusões a que chegamos.

Tal como referimos na introdução, as diversas falências a que se assistiu nos últimos anos, motivaram uma “chamada de atenção” para a questão dos riscos nas empresas e a problemática com a sua gestão.

A divulgação pelas empresas de informação sobre o risco torna-se uma necessidade real, pois o conhecimento desta informação permite uma melhor tomada de decisão por parte dos utilizadores. No entanto esta informação tem limites, tal como defendem Babio e Muiño (2001), uma vez que há que ter em atenção a concorrência.

É evidente que para ser divulgada informação quantitativa sobre o risco é imprescindível a sua medição. Tal como defendem Hodgkinson et al. (1998), a importância das medidas de risco tem implicações no relato futuro do risco e na sua gestão.

Portanto, um primeiro objetivo da divulgação do risco seria o aumento da utilidade da informação corporativa e financeira, por via do incremento da sua capacidade preditiva, que possibilitaria aos utilizadores um melhor acesso ao conhecimento dos principais indutores de valor das empresas e o aumento da sua capacidade de decisão.

Os objetivos principais e as vantagens reconhecidas que podem advir da divulgação do risco de negócio encontram-se também na literatura. Um conjunto de motivos que constituem restrições à disponibilidade dos gestores em divulgar os riscos das empresas e que podem justificar as constatações empíricas de alguns trabalhos de investigação, que vão no sentido de que, apesar dos ambientes regulados e dos identificados benefícios para os investidores, para os mercados e para as empresas que adviriam da divulgação, as empresas registam um reduzido nível de divulgação do risco. (Dobler 2005; 2008; Linsley e Shrives 2008).

Uma primeira razão refere-se ao facto de o relato implicar custos com a compilação, a seleção e a publicação da informação (AICPA 1994a) podendo esses custos ser demasiado altos para empresas mais pequenas (Deumes e Knechel 2008).

Um segundo motivo que pode desincentivar a divulgação está relacionado com o carácter predominante preditivo da informação sobre o risco. Ao relatarem informação que se venha a

não confirmar, os gestores expõem-se a ações judiciais por parte de investidores ou outros utilizadores que possam evocar perdas pelo facto de terem decidido com base na informação divulgada (AICPA 1994a). Pelo mesmo facto, a este inconveniente da possível litigância, juntar-se-ia o de perda de reputação por parte dos gestores (Deumes e Knechel 2008).

Um terceiro motivo que pode levar a não divulgar o risco de negócio é o facto de os gestores não quererem divulgar informação proprietária, ou com sensibilidade comercial, aos concorrentes e outros interessados com interesses conflituais, para evitar comprometer a sua posição competitiva e a conseqüente perda de valor das suas empresas, numa economia de mercado que assenta fundamentalmente no conceito de concorrência. (AICPA 1994a; Hodgkinson, Anderson et al. 1998; Verrecchia 2001; Deumes e Knechel 2008).

A nível internacional vêm surgindo propostas de novas formas de relato onde se inclui o relato do risco.

No que se refere ao conceito do risco não existe ainda um consenso, quer entre organismos contabilísticos, quer na literatura. Uns consideram apenas a vertente negativa e outros consideram a vertente positiva e negativa, mas todos associam o risco à incerteza relativamente ao futuro. A constatação da existência do risco tem como consequência a sua gestão, sendo que a gestão do risco é fundamental para o sucesso de qualquer organização.

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, assim algumas empresas divulguem, também, informação voluntária.

Relativamente ao estudo efetuado e após a revisão de literatura teórica e empírica sobre a divulgação da informação relativa ao risco de negócio, apresentamos a conclusão ao mesmo. Este estudo teve como objetivo geral a análise das práticas de divulgação de informação sobre o risco de negócio, efetuadas em conformidade com as normas contabilísticas, por empresas portuguesas não financeiras que integravam o PSI20 no ano 2013.

Especificamente analisámos as práticas de divulgação de informação sobre risco de negócio, nomeadamente quanto às divulgações das políticas de riscos de negócio, tipos de risco e à divulgação das medidas para fazer face a esses riscos.

Quanto à nossa primeira hipótese sobre se as empresas divulgam as políticas de risco de negócio como já referi efetuamos a análise de conteúdo dos relatórios e contas do ano de 2013, das empresas do universo analisado e verificamos que, em geral, efetuaram as divulgações obrigatórias previstas na IFRS 7 no que concerne ao risco de negócio e referem mesmo nos seus relatórios isso mesmo. Estes resultados são consistentes com os obtidos por Otham e Ameer (2009). No entanto, as divulgações incluem, essencialmente, informações referidas na norma, sem serem específicas à realidade da empresa em concreto.

De salientar que, dentro do risco de negócio, o tipo de risco que é objeto de maior número de divulgação de frases é o risco de taxa de juro e a empresa com maior destaque neste risco é a Sonae SGPS seguido da Galp Energia.

Verificou-se também que as empresas não têm um modelo pré definido e consensual para divulgar os riscos tornando-se assim mais difícil uma comparação aos mesmos entre as várias empresa do universo analisado.

Verificou-se ainda que apesar das melhorias no que concerne aos processos de avaliação de risco por parte de algumas das empresas têm-se verificado incapazes de integrar plenamente os riscos identificado em decisões estratégicas operacionais e financeiras.

Já na segunda hipótese sobre se as empresas divulgam os riscos de negócio que enfrentam por tipo de risco, concluiu-se que as várias empresas do universo analisado estão expostas a uma variedade de riscos financeiros, incluindo efeitos de alteração de preço de mercado, taxas de câmbio e taxa de juro, devido a imprevisibilidade dos mercados financeiros.

Para fazer face a esse risco e como resposta a nossa quarta hipótese deste estudo se as empresas divulgam o tipo de instrumentos de cobertura que utilizam para minimizar os riscos de mercados as empresas adotam 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. Verificamos, que todas as empresas do universo analisado efetuaram divulgações sobre a utilização ou não de instrumentos de cobertura para minimizar os riscos de negócio.

Na resposta a nossa hipótese se as empresas divulgam qualitativamente e quantitativamente os riscos de negócio a mesma foi subdivida em três e verificou-se que dado que as divulgações são essencialmente informativas, como no caso das divulgações de informação sobre as políticas de gestão dos riscos, as divulgações são sobretudo classificadas como “não monetárias” e pelo mesmo motivo as mesmas são informações de carácter “neutral”. Neste estudo foi também possível caracterizar a forma como o risco é divulgado pelas empresas portuguesas. Assim, a sua maioria é referente ao passado, apresentado de forma não monetária e essencialmente refere-se a boas notícias.

Constatamos também que as empresas não divulgam as informações da mesma forma nem nas mesmas seções dos relatórios e contas, o que adicionou alguma dificuldade na análise dos mesmos. Emerge daqui a questão da eficácia ou não da norma conseguir que os objetivos de divulgação sejam atingidos.

Depois deste estudo e a título pessoal gostaria de notar uma preocupação acrescida nas empresas do universo analisado no sentido de implementar uma criação de cultura corporativa vocacionada para a gestão do risco em todos os níveis nas organizações.

De referir que a gestão do risco nas empresas continuará certamente a ganhar confiança da gestão de topo e a ser cada vez mais considerada uma prioridade para os diferentes níveis dentro das organizações. Quanto à divulgação dos riscos feita pelas empresas do universo analisado, deveria ser criado um modelo tipo de divulgação para todas as empresas no sentido de uniformizar as informações sobre os riscos.

Apesar de todo este esforço por parte das empresas no sentido de antecipar/prevenir os riscos ao longo dos tempos como se tem verificado nem sempre se tem conseguido o êxito esperado.

## 4.2 Limitações e sugestões para investigações futuras

O presente estudo, a exemplo de todas as investigações, apresenta algumas limitações que devem ser tidas em consideração quando da interpretação dos resultados e das conclusões.

A recolha de informação por análise de conteúdo manual com quadros em Excel de auxílio é, por inerência, um processo que envolve juízo e tem sempre associada alguma subjetividade que pode prevalecer mesmo quando, como no caso presente, são adotados mecanismos de salvaguarda da fiabilidade.

O tamanho do universo analisado utilizado pode levar a restrições na generalização dos resultados, por não terem sido utilizados tratamentos estatísticos adequados. Esta limitação está igualmente associada à metodologia utilizada de análise de conteúdo que, para permitir efetuar investigação em tempo útil, não possibilita o tratamento de universo analisado de grande dimensão.

A quantidade de divulgações, grandeza na qual assentam os resultados do trabalho, não é, inequivocamente, sinónimo da qualidade da divulgação. Tratando-se de uma investigação sobre divulgação de informação corporativa e sendo esta, por natureza, um constructo abstrato que não pode ser medido diretamente, a qualidade da informação é difícil de avaliar pese embora a utilização de uma grelha de análise que incorporou características semânticas das divulgações e a agregação do número de divulgações em grupos de conteúdos informativos.

A qualidade da informação pode ser avaliada por processos diferentes do utilizado neste trabalho que podem ser propostas de investigação futura bem como um tratamento dos dados. Uma possibilidade é a realização de estudos sobre a opinião dos utilizadores da informação, quanto às características desejadas das divulgações sobre os riscos (*behavioral accounting research*). Outra possibilidade é a investigação de eventuais associações entre o comportamento de variáveis do mercado de capitais e número de divulgações (*market based accounting research*).

E em vez do recurso a gráficos explicativos com quadros auxiliares, para uma melhor compreensão, talvez uma análise estatística para explicar o número de divulgações através da regressão linear múltipla, a qual é sensível à relação entre a dimensão do universo analisado e o número de variáveis que integram um modelo explicativo. A inclusão de variáveis independentes poderia eventualmente ter resultado num modelo de maior capacidade explicativa.

Futuras investigações poderão incidir sobre universo analisado de maior dimensão, permitindo uma maior possibilidade de generalização dos resultados e a adoção de modelos explicativos mais completos



## Referências Bibliográficas

## Obras Citadas

## Obras Citadas

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. .

Adams, C. A., 2002. *Internal Organisational Factors Influencing Corporate Social and Ethical Reporting: Beyond Current theorising*. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(2).

AICPA - American Institute of Certified Public Accountants, 1994. "Improving Business Reporting – A Customer Focus", *Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting*. New York, AICPA, . (<<http://www.accounting.rutgers.edu/raw/aicpa/business/main.htm> (outubro2014)).

AICPA (1994a). "Improving Business Reporting - A Customer Focus", *Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting*. New York, American Institute of Certified Public Accountants.

Alves, M. T., 2000. *Estrutura Conceptual da Contabilidade: Uma Abordagem Empírica*. *Dissertação de Mestrado, Universidade Aberta, Lisboa*.

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

Amir, Eli E Lev, Baruch, 1996. "Value –Relevance of Non-Financial Information: The Wireless Communications Industry". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, p. 3-30. .

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. . (s.d.).

Babio, M. R., e Muiño, M. F., 2001. *Praticas de Gobierno Y Transparência Informativa*. XI Congresso AECA, Madrid, apud AAVV.

Bardin, L.(2011). *Análise de conteúdo*. São Paulo: .

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

Benston, G., Bromwich, M., Litan, R., Wagenhofer, A., 2003. "Following the Money, the Enron Failure and the State of Corporate Disclosure". AEI- Brookings Joint Centre for Regulatory Studies, Brookings Institution Press, New York. .

Beretta, S. e S. Bozzolan (2004). "A framework for the analysis of firm risk communication." *The International Journal of Accounting* 39(3): 265-288. .

BIS – Bank For International Settlements. Core Effective Principles in Banking Supervision. Basel Committee on Banking Supervision. Setembro de 1997, Disponível em: <<http://www.bis.org>>. Acesso em 10/08/2014. (s.d.).

Boisot, M. H., 1999. *Knowledge Assets: Securing Competitive Advantage in th Information Economy*, apud AAVV .

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

Burton-Jones, A., 1999. "Business, work, and Learning in the new Economy: Business Economy". Oxford, Oxford University Press, apud AAVV .

CMVN-

[http://www.cmvn.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Regulamentos/Reg2013/Documents/Anexo%20I%20-%20Modelo%20Regulament%C3%B3rio%20C%C3%B3d%20Gov%20Soc%202013.pdf](http://www.cmvn.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/Reg2013/Documents/Anexo%20I%20-%20Modelo%20Regulament%C3%B3rio%20C%C3%B3d%20Gov%20Soc%202013.pdf) - OUTUBRO2014.

CSR Europe & Accountability, 2002. *Impacts of Reporting. CSR Europe in association with Accountability, supported by the European Commission.* (s.d.).

Deumes, R. (2008). "Corporate Risk reporting - A Content Analysis of Narrative Risk Disclosures in Prospectuses." *Journal of Business Communication* 45(2): 120-157.

Deumes, R. and W. R. Knechel (2008). "Economic Incentives for Voluntary Reporting on Internal Risk Management and Control Systems." *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 27(1): 35-66.

Dobler, M. (2005). *How Informative is Risk Reporting? A Review of Disclosure Models.* Munich, Munich School of Management.

Dobler, M. (2008). "Incentives for Risk Reporting - A Discretionary Disclosure and Cheap Talk Approach." *The International Journal of Accounting* 43: 184-206.

Dunkley, P., 2001. *No Surprise. Some Thoughts on Risk in the new Millennium* – .

Eccles, Robert G. E MavrinaC, Sarah C., 1995. "Improving the Corporate Disclosure Process". *Sloan Management Review*. Summer 1995, pp. 11-25. .

Ely, K. E Waymire, G., 1999. "Accounting Standards Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence from NYSE Common Stocks, 1927-93". *Journal of Accounting Research*, vol. 37, Outono, pp. 293-317. .

Ernest & Young Foundation, ED., 1994. *Measurement Research in Financial Accounting. Workshop proceedings, September 30 to October 1, 1993, Waterloo, Ontario: Ernest & Young Foundation and Waterloo University, Scholl of Accountancy.* Apud Mattessich(1995). .

Gil, A.. *Como elaborar Projectos de Pesquisa*. 5. Ed. São Paulo: Atlas. 2010.(pag.65).

Gonçalves, C., Santos, D., Rodrigo, J., & Fernandes, S. (2013). *Relato Financeiro: interpretação e análise* (2.ª Edição). Vida Económica.

Hines, R. D. (1988). "Financial accounting: In communicating reality, we construct reality." *Accounting, Organizations and Society* 13(3): 251-261.

Hirshleifer, David e Teoh, Siew Hong, 2003. "Limited attention, Information disclosure, and financial reporting". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, pp. 336-386. .

Hodgkinson, R. et al., 1998, *Financial Reporting of Risk*, ICAEW, Disponível em: 20, Outubro, 2014, em: <http://www.icaew.com>.

Hodgkinson, R. et al., 1998. *Financial Reporting of Risk*. Institute of Chartered Accountants in England & Wales.

HOWE, D.. (1991). *A Guide to Managing Interest-Rate Risk*, New York Institute of Finance, New York. .

IIA. (2009). *Enquadramento Internacional de Práticas Profissionais de Auditoria Interna* -. (s.d.).

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

Knight, F. (1972). *Risco, Incerteza e Lucro.*, Expressão e Cultura. (s.d.).

Kothari, S. P., 2003, *Capital Markets Research in Accounting*– [ww.ssrn.com](http://www.ssrn.com). .

Linsley, P. & Lawrence, M., (2007). *Risk reporting by the largest UK companies: readability and lack of obfuscation*. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.20, N.º 4: 620-627.

Linsley, P., Shrives, P. & Crumpton, M., (2006). *Risk disclosure: An exploratory study of UK and Canadian banks*. *Journal of Banking Regulation*, Vol. 7, 3/4: 268-282.

Marston, C. e Leow, C.Y., 1998. *Financial Reporting on the Internet by Leading UK Companies*, Paper apresentado no 21º Congresso anual da European Accounting Association, Antuerpia, Belgica, , apud AAVV.

Matos, J. P.. *Finanças internacionais*. 1. Ed. Lisboa: Editorial Presença. 1992.

Mouritsen, Jan, 1998. "Driving Growth: Economics Value Added Versus Intellectual Capital". *Management Accounting Research*, vol. 4, Dezembro, pp. 461-482, apud AAVV.

Neu, D., Warsame H. e Pedwell K., 1998. *Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports*. *Accounting, Organizations and Society*, 23, 265-282.7. (s.d.).

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

Othman, R. e Ameer R.. *Market risk disclosure: evidence from Malaysian listed firms*, *Journal of Financial Regulation and compliance*. v. 17, n. 1, p. 57-69. 2009. DOI: 10.1108/13581980910934045.

Pereira, A., & Poupá, C. *Como escrever uma tese* 5.ª Edição - Revista. Edições Sílabo.

Pinho, C., Valente, R., & Madaleno, M. &. (2011). *Risco Financeiro: Medida e Gestão*. 1ª Ed. Lisboa: Edições Sílabo, Lda. (s.d.).

Pinho, C., Valente, R., Madaleno, M., & Vieira, E. (2011). *Risco Financeiro*. Lisboa: Sílabo gestão.

Ramesh, K. E Thiagarajan, S. Ramu, 1995. *Inter-Temporal Decline in Earnings Response Coefficients*. Documento de trabalho, Northwestern University, apud AAVV .

Relato dos Riscos de Negócio: revisores auditores Tradução do Sumário Executivo do documento "Reporting Business Risks: . (s.d.).

Santos, E. *Código das sociedades Comerciais* - <http://www.homepagejuridica.net/attachments/article/770/C%C3%B3digo%20das%20Sociedades%20Comerciais%20janeiro%202013.pdf> Acesso :08 de Outubro 2014.

Silva, E. e Menezes, E.. *Metodologia da Pesquisa e Elaboração de dissertação*. Disponível em: <<http://pt.scribd.com/doc/2367267/da-Silva-Menezes-2001-Metodologia-da-pesquisa-e-elaboracao-de-dissertacao>>. Acesso em: 08 de Outubro de 2014. (s.d.).

Silva, E. S., Mota, C., Queirós, M., & Pereira, A. (2013). *Finanças e Gestão de Riscos Internacionais*. Vida Económica.

Silva, P. A. T. (2011). *Factores que influenciam o cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo societario cotados em Portugal*.

Soares, J. A. R. (2006) *95 f A análise de risco, segundo o método de Monte Carlo, aplicada à modelagem financeira das empresas. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre*.

Stanton, P. e Stanton, J., (2002). *Corporate annual reports: research perspectives used*. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15,4: 478. .

Vergoosen, R. G. A., 1993. *The Use and Perceived Importance of Annual Reports by Investment Analysts in the Netherlands*. *European Accounting Review*. 2, 219-245. (s.d.).

## Relatórios e contas

[http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/detalhe/composicao\\_do\\_psi\\_20\\_inalterada\\_ate\\_marco.html](http://www.jornaldenegocios.pt/mercados/detalhe/composicao_do_psi_20_inalterada_ate_marco.html) . Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49141.pdf>. Acesso em:01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49225.pdf>. Acesso em:01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC48918.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd29561.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49247.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49290.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC48892.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49804.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49342.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49273.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49794.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49457.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PC49790.pdf>. Acesso em: 01 de Outubro de 2014

# Apêndices

## Apêndice n.º 1 – Empresas que compõem o PSI 20 do universo analisado

### Empresas que compõem o PSI-20 (ordenadas por valor de mercado)

1. Energias de Portugal 9,85 mil milhões de euros
2. Galp Energia (9,74 mil milhões de euros)
3. [Jerónimo Martins](#) (9,17 mil milhões de euros)
4. Banco Espírito Santo (4,05 mil milhões de euros)
5. [EDP Renováveis](#) (3,36 mil milhões de euros)
6. [Portugal Telecom](#) (2,95 mil milhões de euros)
7. Banco Comercial Português (2,75 mil milhões de euros)
8. [Zon Optimus](#) (2,74 mil milhões de euros)
9. [Portugal](#) (2,26 mil milhões de euros)
10. [Sonae SGPS](#) (2,10 mil milhões de euros)
11. Banco [BPI](#) (1,65 mil milhões de euros)
12. [REN](#) (1,19 mil milhões de euros)
13. Espírito Santo Financial Group (1,04 mil milhões de euros)
14. [Semapa](#) (955,89 milhões de euros)
15. [Sonaecom](#) (926,6 milhões de euros)
16. [Banif](#) (926,28 milhões de euros)
17. [Mota-Engil](#) (913,49 milhões de euros)
18. [Altri](#) (512,01 milhões de euros)
19. [Sonae Indústria](#) (86,52 milhões de euros)
- 20 [Cofina](#) (56,92 milhões de euros)



## Apêndice n.º 2 – Tabela riscos divulgados das empresas

	ENERGIAS DE PORTUGAL	GALP ENERGIA	JERONIMO MARTINS	PORTUGAL TELECOM	ZON OPTIMUS/ NOS	SONAE SGP6	REN	SEMAPA	SONAE COM	MOTA ENIGL SGP6	ALTRI	SONAE INDUSTRIA	COFINA
Mercado	58	16	2	0	0	6	1	1	0	0	0	0	0
Taxa de Juro	12	54	2	3	11	79	20	18	33	4	6	1	9
Taxa de Câmbio	16	15	0	6	9	16	5	20	6	7	0	9	0
Capital Próprio	0	0	0	0	9	0	6	7	0	0	0	0	0
Mercadorias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inst. Financeiros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Liquidez	1	0	8	8	9	19	4	4	9	18	8	8	5
Cash Flow	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Oportunidade	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Concentrações	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Credito	12	11	8	14	18	30	5	17	7	20	5	10	10
Incumprimento	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Concentração	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Acordo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Financeiros	23	3	11	9	3	10	13	4	7	51	2	4	0
Colaterais	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	122	100	31	40	59	160	54	71	62	100	21	32	24

## Apêndice n.º 3 – Tabela natureza dos riscos da empresa

	ENERGIAS DE PORTUGAL	GALP ENERGIA	JERONIMO MARTINS	PORTUGAL TELECOM	ZON OPTIMUS/ NOS	SONAE SGP6	REN	SEMAPA	SONAE COM	MOTA ENIGL SGP6	ALTRI	SONAE INDUSTRIA	COFINA	Total
Monetárias	34	6	7	4	0	6	5	7	0	5	0	0	0	74
Não monetário	88	94	25	36	59	153	48	64	60	95	21	32	24	799
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Boas Noticias	76	41	7	16	42	79	33	35	37	67	14	16	15	478
Más Noticias	25	48	21	22	13	54	16	30	16	14	7	16	9	291
Neutra	104	11	4	2	4	26	4	6	7	19	0	0	0	187
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro	24	0	1	1	0	3	0	3	0	1	0	0	0	33
Passado	97	100	31	39	58	155	52	68	60	99	21	32	24	836
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	448	300	96	120	176	476	158	213	180	300	63	96	72	

	Monetárias	Não monetário	Boas Noticias	Más Noticias	Neutral	Futuro	Passado
Quantificação	75	801					
Natureza			479	292	105		
Espaço temporal						34	806
	2,89	30,90	18,48	11,27	4,05	1,31	31,10

#### Apêndice n.º 4 – Tabela do n.º divulgações por tipo de instrumentos de cobertura

Tipos de Instrumentos de cobertura Total Divulgações	ENERGIAS DE PORTUGAL	Galp energia	JERONIMO MARTINS	PORTUGAL TELECOM	ZON OPTIMUS/ NOS	SONAE SGP8	REN	SEMAPA	SONAE COM	MOTA ENGL SGP8	ALTRI	SONAE INDUSTRIA	COFINA	
Instrumentos Derivados(sem especificação)	4	3	1	3	1	4	1	3	3	1	1		3	28
Swaps	1	3	1	1	1	1				1				9
Swaps cambial			1											1
Swaps taxa de juro				1	5		1	1	1		1		3	13
Forwards compra divisas a prazo						1								1
Forwards / opções	1		1	2										4
Forwards cambiais					2		1	1						4
currency swaps							1							1
Instrumentos derivados de taxas de juro	2													2
collers tx juro						1		2						3
Contratos cobertura/futuro		1									1			2
seguros credito		1				1		2		1	1	2		8
cartas de credito						1						1		2
garantia bancaria						1	1					1		3
Forwards cambiais					1									1
Instrumentos entidades bancarias									1					1
contratos taxa cambio prazo						1								1
	8	8	4	7	10	11	5	9	5	3	4	4	6	84

**Apêndice n.º 5 – Modelo quadro para recolha elementos do tipo de instrumentos de cobertura**

Empresa:		
Tipos de instrumentos de cobertura	Pagina	Riscos
Instrumentos Derivados(sem especificação)		
Swaps		
Swaps cambial		
Swaps taxa de juro		
Forwards compra divisas a prazo		
Forwards /opções		
Forwards cambiais		
currency swaps		
Instrumentos derivados de taxas de juro		
collers tx juro		
Caps/floors/calls/collers		
Contratos cobertura futuros		
seguro crédito		
cartas de crédito		
garantia bancária		
forwards cambiais		
instrumentos entidades bancarias		
contratos taxa cambio		