

GESTÃO DE RISCOS: ANÁLISE DA EVIDENCIAÇÃO DE RISCOS NAS CONCESSIONÁRIAS DE RODOVIAS LISTADAS NA BOVESPA COM BASE NA METODOLOGIA COSO

RISK MANAGEMENT: ANALYSIS THE DISCLOSURE DEALERS IN RISK OF ROAD LISTED IN BOVESPA BASED METHODOLOGY COSO

CRISTIAN BAÚ DAL MAGRO

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau (FURB). Doutorando em Ciências Contábeis e Administração pela FURB. E-mail: cristianbaumagro@gmail.com

ROSELAINÉ FILIPIN

Mestre em Ciências Contábeis pela FURB. Professora do Curso de Ciências Contábeis da Unijui-RS. E-mail: rosefilipin@yahoo.com.br

FRANCISCO CARLOS FERNANDES

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Professor do curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de São Paulo (Unifesp). E-mail: franciscofernandes@furb.br

Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Victor Konder, Blumenau – SC - CEP 89.012-900.

Recebido em: 16.08.2014. Revisado por pares em: 21.05.2015. Aceito em: 20.06.2015. Publicado em: 24.09.2015. Avaliado pelo sistema *double blind review*.

Resumo: As concessionárias de rodovias assinam contratos de concessão com o setor público e investem em infraestrutura que, ao término do contrato, retorna ao poder público. Assim, as empresas do setor ficam expostas a riscos que devem ser identificados e evidenciados. Desta forma, o objetivo do estudo é identificar os riscos divulgados e analisar o conteúdo de evidenciação da gestão de riscos nas concessionárias de rodovias listadas na Bovespa com base na metodologia COSO. A pesquisa se classifica como descritiva, análise documental e com abordagem qualitativa. A amostra da pesquisa é composta pelas 16 empresas listadas no segmento de exploração de rodovias da Bovespa. Os resultados indicam que os riscos mais evidenciados pelas empresas do segmento de exploração de rodovias são os relacionados ao mercado. Conclui-se que os riscos divulgados pelas empresas seguem uma uniformidade (isomorfismo mimético) no que se refere à evidenciação e ao conteúdo.

Palavras-chave: Gestão de risco. COSO. Concessionárias de rodovias.

Abstract: *The highway concessionaires signed concession contracts with the public sector and invest in infrastructure that, when the contract expires, returns to the government. Thus, companies in the sector are exposed to risks that must be identified and highlighted. Thus, the objective of the study is to identify the risks disclosed and analyze the content of disclosure of risk management at dealerships of roads listed in the Bovespa based on the COSO methodology. The research is classified as descriptive research, document analysis and qualitative approach. The survey sample consists of 16 companies listed in the exploration segment of the Bovespa highways. The results indicate that the risks more evident by the companies of highways exploration segment are related to the market. It follows that the risks disclosed by companies follow uniformity (mimetic isomorphism) with regard to the disclosure and content.*

Keywords: *Risk management. COSO. Highway concessionaires.*

1 INTRODUÇÃO

As organizações têm sua importância no desenvolvimento econômico do país, mas é o governo o responsável por dar suporte e infraestrutura adequada, criando condições para crescimento e desenvolvimento. A infraestrutura pode estar relacionada com o transporte (concessão de transporte público, estrada e ponte), edificações (hospital, tribunal, prisão), ou

serviços básicos (eletricidade, gás e água). No entanto, com o decorrer do tempo esses investimentos podem ficar sucateados pela falta de manutenção do governo, o qual necessita de parcerias com o setor privado, como forma de financiamento, por meio de contrato de concessão de serviços (SCHUMAHER, 2003).

Na esfera pública, o setor de infraestrutura é aquele que necessita de maiores investimentos, e têm que competir por recursos públicos com setores prioritários como saúde, educação e segurança. Para tanto, existem diferentes modelos de participação privada, como a concessão e privatização, que em determinadas circunstâncias, pode ajudar a melhorar a qualidade e os níveis de serviço público nos países em desenvolvimento (AMORELLI, 2009).

Assim, dentre as diversas formas de concessão do governo com as organizações privadas, emerge o modelo de concessão de rodovias, em que o setor privado constrói, conserva, opera, cobra tarifas e, ao final da concessão, os bens são revertidos ao domínio público. Dessa forma, para o setor privado, tal empreendimento precisa ser rentável para cobrir os altos investimentos e os riscos inerentes à operação (ZONATTO; BEUREN, 2010b).

Para o alcance da rentabilidade almejada e o controle efetivo dos riscos inerentes a atividade, deve a gestão organizacional estar focada no alcance dos objetivos, no monitoramento das atividades e na identificação de novas oportunidades e ou ameaças (riscos) em que estão expostas (ZONATTO; BEUREN, 2010b).

A concessão de rodovias é um mercado que acaba monopolizado após o processo licitatório. Deste modo, precisa de um modelo regulatório eficiente para reforçar a qualidade nos serviços prestados e seu compromisso com a sociedade, o mercado de capitais e a própria gestão organizacional (CASTRO, 2000). Nessa visão, as organizações do setor de concessão de rodovias listadas na bolsa de valores, precisam estar comprometidas com a sociedade, acionistas e os diversos interessados. Este compromisso também é relacionado ao nível de informação divulgada aos *stakeholders*, e o comprometimento com os controles internos e a gestão de riscos corporativos.

Assim, para que os riscos sejam controláveis é preciso que as empresas identifiquem, classifiquem e caracterizem os mesmos. Nesse sentido, as companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa divulgam a identificação dos riscos através dos relatórios emitidos pela administração, servindo como ferramenta para satisfazer os interesses e de base para a tomada de decisão dos gestores, investidores e outros usuários externos. Laudelino (2008, p. 12) comenta que “estimula-se a transparência, que incentiva as empresas a cultivarem o desejo e não simplesmente a obrigação de informar, o que leva a evidenciação para além das fronteiras da contabilidade”.

Com base no exposto, elaborou-se a seguinte questão para pesquisa: Quais são os riscos e o conteúdo de evidenciação da gestão de riscos nas concessionárias de rodovias listadas na Bovespa com base na metodologia do Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004a)? Para responder ao questionamento ante exposto, o estudo tem como objetivo identificar os riscos divulgados e analisar o conteúdo de evidenciação da gestão de riscos nas concessionárias de rodovias listadas na Bovespa com base na metodologia do Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004a).

Dessa forma, para alcançar o objetivo proposto foram consultadas as notas explicativas divulgadas no ano de 2012 pelas empresas do segmento de exploração de rodovias listadas na BOVESPA. É na nota explicativa que a empresa tem liberdade para demonstrar informações e esclarecer tópicos aos usuários, melhorando assim, a qualidade informacional. Neste documento, as empresas podem divulgar além de informações compulsórias, informações voluntárias sobre riscos.

A utilização da metodologia do Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - COSO é justificada pela ampla utilização para nortear estudos recentes (BEUREN, 2010a; FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010; LAUDELINO, 2008; ZONATTO; FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010). Assim, de acordo com os autores a metodologia de gestão de riscos aceita mundialmente é o modelo COSO. O COSO é uma entidade sem fins lucrativos que desenvolve ações visando à melhoria nas demonstrações financeiras das organizações. O modelo apresenta-se como uma das alternativas para o estabelecimento de uma sequência de eventos que devem ser observados na gestão de riscos das organizações.

O risco é inerente aos negócios organizacionais, e para combatê-lo, a consciência sobre o risco e a capacidade de administrá-lo, são elementos chave (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009). Com esse argumento, e considerando que as concessionárias de rodovias desempenham papel fundamental no desenvolvimento econômico e social do Brasil (PEREIRA; ESPEJO, 2012), a gestão dos riscos corporativos é importante para perenidade destas organizações.

É relevante estudar a gestão de riscos em concessionárias de rodovias, visto que após o processo licitatório pode haver certa acomodação gerencial por parte da organização, pelo fato de que não há mais concorrência, havendo um certo monopólio durante o período estabelecido pelo contrato. Dessa forma, é necessário investigar se existe a acomodação da gestão frente à evidenciação para as partes interessadas sobre os aspectos relacionados aos riscos corporativos.

A pesquisa justifica-se considerando que a iniciativa privada aparece com novas conformações, através de parcerias e concessões, com implicações de ordem jurídica e econômica, que exigem análises e questionamentos sob vários ângulos. Isso porque os investimentos em infraestrutura passam a exigir uma remuneração de mercado, o que não ocorre quando o investidor é o próprio Poder Público (MULLER, 2010). Portanto, as concessionárias de rodovias investem alto capital que no futuro não integrarão seu patrimônio, e que seu único foco será a geração de receita por determinado período, ou seja, o período de concessão pública (SCHUMAHER, 2003).

Além disso, nas concessões de rodovias o governo estabelece contratos de longo prazo com os investidores, garantindo equilíbrio econômico e atribuindo os riscos vinculados ao contrato de concessão (OLIVEIRA, 2001; ROCHA; VANALLE, 2003). No entanto, para balizar o equilíbrio econômico-financeiro, as concessionárias de rodovias estabelecem os direcionadores de investimento em razão das características econômicas vigentes na data de contratação, permanecendo fixa durante toda a vigência da concessão, que pode chegar à 25 anos (MÜLLER, et al. 2012). Ao longo do tempo, os direcionadores de investimento acabam não acompanhando as oscilações da economia. As controvérsias mais frequentes dizem respeito ao risco de tráfego, pela dificuldade em projetar o fluxo de veículos em longos prazos. Nos Países como México e Colômbia, são oferecidas garantias de tráfego mínimo, a Austrália e o Reino Unido mitigam os riscos com parcerias privadas, enquanto no Brasil é atribuído tal risco às concessionárias (BRANDÃO-SARAIVA, 2007; MÜLLER, et al. 2012).

2 REVISÃO DE LITERATURA

A revisão de literatura foi construída considerando a discussão sobre o Gerenciamento de Riscos Corporativos, que contempla os eventos e riscos corporativos pelo COSO. Posteriormente, foi abordado sobre a diversificação de riscos corporativos abrangendo a descrição do risco operacional, de mercado, legal, estratégico, de crédito, de liquidez e de reputação ou imagem. Por fim, foi tratado sobre a evidenciação de riscos corporativos abordando estudos relacionados ao tema, e sobre o mercado de concessão de rodovias no Brasil.

2.1 GERENCIAMENTO DE RISCOS CORPORATIVOS

Os riscos estão espalhados em todos os setores e atividades, e seu gerenciamento é utilizado como método para prevenção das perdas. Portanto, para que as empresas possam garantir a estimativa de resultados positivos é necessário que gerenciem os riscos envolvidos em suas operações. O gerenciamento de riscos está ligado aos ganhos e as perdas e pode ser definido como um evento, esperado ou não, que pode causar impacto no capital ou nos ganhos de uma instituição (TRAPP; CORRAR, 2005).

COSO (COMMITTEE..., 2004b) argumenta que os impactos negativos representam os riscos, mas os impactos positivos podem representar oportunidades. Para tanto, os impactos causados por eventos incertos são chamados de riscos. A Price Water House Coopers - PWC (2007) define que os impactos positivos ou negativos podem alterar a liquidez da empresa por meio de fluxos de caixa futuros, rentabilidade, retorno dos acionistas e reputação da companhia.

Desta forma, a PWC (PRICE..., 2007) comenta que é de responsabilidade da administração a identificação do grau de risco e o estabelecimento de meios para prevenção e combate. Assim, a administração é responsável por identificar os riscos em que a empresa está exposta, a fim de avaliar o grau de importância para administrá-los. Crouhy, Galai e Mark (2004) comentam que existe preocupação em relação à capacidade da instituição em gerenciar o risco, então o preço de suas ações será penalizado.

As organizações estão expostas a impactos oriundos da volatilidade do mercado, dos clientes, dos credores, dos funcionários e de outros envolvidos nas operações. De acordo com COSO (COMMITTEE..., 2004b) esses eventos podem gerar impactos negativos e positivos as organizações. Contudo, a utilização de métodos para gerenciamento de riscos mantém a estabilidade financeira e operacional, que podem ser estimados e avaliados pela experiência organizacional ou com o uso de dados estatísticos e probabilísticos (MARSHALL, 2002).

Martin, Santos e Dias Filho (2004, p. 10) comentam que “[...] conhecer os riscos é fundamental para a empresa, já que aqueles os quais está exposta e que não sabe reconhecer são os que se revelam mais contundentes”. Para que as empresas obtenham melhores resultados no gerenciamento de seus riscos, é necessário prover de um conjunto informacional, ou seja, controles internos que maximizem a informação as partes interessadas. É visível que a gestão de riscos depende da transparência evidenciada pelas informações financeiras, econômicas e operacionais da empresa. Fernandes, Souza e

Faria (2010, p. 65) enfatizam que “a empresa deve ter, além de transparência na evidenciação dos riscos, também um conjunto adequado de controles internos”.

Os controles internos são importantes instrumentos de estratégia para minimização dos riscos. Fernandes, Souza e Faria (2010, p. 65) salientam que “no mundo corporativo os controles internos são utilizados como estratégia para a identificação, mensuração e mitigação dos riscos empresariais. Um adequado gerenciamento de controles internos é fundamental para melhor definir, avaliar e compreender a estrutura da empresa”. Attie (1992, p. 200) confirma que “a importância do controle interno fica patente a partir do momento em que se torna impossível conceber uma empresa que não disponha de controles que possam garantir a continuidade do fluxo de operações e informações propostas”.

2.1.1 Eventos e Riscos Corporativos pelo COSO

A identificação de eventos é a verificação de fatores que podem influenciar na implantação de estratégias ou na efetivação das metas de curto ou longo prazo. O COSO define que “[...] são incidentes ou ocorrências originadas a partir de fontes internas ou externas que afetam a implementação da estratégia ou a realização dos objetivos. Os eventos podem provocar impacto positivo, negativo ou ambos” (COMMITTEE..., 2004b, p. 46).

O COSO (COMMITTEE..., 2004b) determina que todos os eventos que tenham probabilidade de ocorrência, devam ser identificados pela organização, bem como monitorados, no decurso das suas atividades. Mas não apresenta uma tipificação quanto aos riscos existentes, aborda os fatores externos e internos como fundamentais para o êxito do reconhecimento dos eventos.

Para a PWC, “[...] os riscos podem surgir de fatores internos e externos, como concorrência e complexidade do mercado, condições econômicas, mudanças normativas, pontos fracos no modelo de negócios da companhia e deficiências nos controles internos” (PRICE..., 2007, p. 53). Existem diversos fatores de riscos que podem surgir, e esses influenciam a empresa de forma econômica, financeira e patrimonial. Identificá-los e conhecê-los é fator determinante para o sucesso. Assim, os fatores externos de riscos são demonstrados no Quadro 1.

Quadro 1 - Fatores Externos de Riscos

Fatores Externos	Descrição dos Riscos
Econômicos	Os eventos relacionados contemplam: oscilações de preços, disponibilidade de capital, ou redução nas barreiras à entrada da concorrência, cujo resultado se traduz em um custo de capital mais elevado ou mais reduzido, e em novos concorrentes.
Políticos	Eleição de agentes do governo com novas agendas políticas e novas leis e regulamentos, resultando, por exemplo, na abertura ou na restrição ao acesso a mercados estrangeiros, ou elevação ou redução na carga tributária.
Tecnológicos	São novas formas de comércio eletrônico, que podem provocar aumento na disponibilidade de dados, reduções de custos de infraestrutura e aumento da demanda de serviços com base em tecnologia.
Meio Ambiente	Refere-se aos seguintes eventos: incêndios, inundações ou terremotos, que provocam danos a fábricas ou edificações, restrição quanto ao uso de matérias-primas e perda de capital humano.
Sociais	São alterações nas condições demográficas, nos costumes sociais, nas estruturas da família, nas prioridades de trabalho/dívida e a atividade terrorista, que, por sua vez, podem provocar mudanças na demanda de produtos e serviços, novos locais de compra, demandas relacionadas a recursos humanos e paralisações da produção.

Fonte: Adaptado de Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004b, p. 46).

Observa-se no Quadro 1 que os fatores externos adentram a empresa de forma involuntária, sendo praticamente impossível o seu controle. No entanto, a impossibilidade de controle dos fatores externos por parte da empresa, não é fator impeditivo para realização de avaliações contínuas, com o objetivo de verificar sua probabilidade de ocorrência.

Por outro lado, os fatores internos de riscos envolvem todo o processo de gestão da empresa e ocorrem de forma voluntária devendo ser identificados para que possam ser controlados. Assim, os fatores internos de riscos são apresentados no Quadro 2.

Quadro 2 – Fatores Internos de Riscos

Fatores Internos	Descrição dos Riscos
Infraestrutura	Aumento da alocação de capital em manutenção preventiva e suporte ao <i>call center</i> , reduzindo o tempo de paralisação de equipamentos e aumentando a satisfação do cliente.
Pessoal	Acidentes de trabalho, atividades fraudulentas e expiração de acordos de trabalho, causando redução de pessoal disponível, danos pessoais, monetários ou à reputação da organização e paralisações da produção.
Processo	Modificações de processos sem alteração adequada nos protocolos administrativos, erros de execução de processo e terceirização da entrega a clientes sem uma supervisão adequada, implicando perda de participação de mercado, ineficiência, insatisfação do cliente e diminuição da fidelidade deste.
Tecnologia	Aumento de recursos para fazer face à variabilidade de volume, violações da segurança e paralisação, em potencial, de sistemas, provocando redução da carteira de pedidos, transações fraudulentas e incapacidade de se manter as operações.

Fonte: Adaptado de Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004b, p. 47).

Verifica-se no Quadro 2 que os fatores internos de riscos estão ligados diretamente com as atividades internas da empresa, ou seja, fazem parte da atividade financeira, econômica, operacional, patrimonial e tecnológica. Assim, os fatores internos podem ser controlados pela organização de forma eficiente. Contudo, os gestores precisam estar conscientes de que os riscos devem ser identificados e gerenciados.

2.2 DIVERSIFICAÇÃO DE RISCOS CORPORATIVOS

Os riscos devem ser categorizados visando à melhoria na forma de identificação e o sucesso na sua gestão. A divisão por categorias também está relacionada com os controles internos e com o alcance dos objetivos da organização. A tipificação dos riscos não é definida de forma clara pelo COSO (COMMITTEE..., 2004a) e, para Maia *et al.* (2005, p. 57), “[...] a estrutura descrita pelo COSO é mais abrangente, incluindo tanto os controles e procedimentos de divulgação quanto os controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros”.

Diante deste contexto, utilizou-se uma classificação de riscos amplamente utilizada na literatura (DUARTE JÚNIOR, 2001; FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010; GONÇALVES; BRAGA, 2008; GOULART, 2003; JORION, 2006; LAUDELINO, 2008; MARTIN; SANTOS; DIAS FILHO, 2004; MARSHALL, 2002; SECURATO, 2002; ZONATTO; BEUREN, 2010a). Com base no exposto, para realização desta pesquisa propõe-se a divisão dos riscos corporativos em sete categorias, sendo assim subdivididas: Risco Operacional, Risco de Mercado, Risco Legal, Risco Estratégico, Risco de Crédito, Risco de Liquidez, Risco de Imagem.

2.2.1 Risco Operacional

Fernandes, Souza e Faria (2010, p. 5) caracterizam o risco operacional “por possíveis falhas nos controles internos das instituições. Dentro dos riscos operacionais, também estão as perdas em decorrência de fraudes”.

Partindo do mesmo pressuposto, Zonatto e Beuren (2010a, p. 148) enfatizam que o risco operacional é “todos os riscos decorrentes de perdas ocasionados por processos de produção falhos, sistemas inadequados, mau desempenho das funções, fraudes, conluíus, erros em sistema de controle”. Duarte Júnior (2001, p. 54) enfatiza que “é uma medida das possíveis perdas em uma instituição caso seus sistemas, práticas e medidas de controle não sejam capazes de resistir a falhas humanas ou situações adversas de mercado”.

2.2.2 Risco de Mercado

O risco de mercado está relacionado aos riscos de investimentos financeiros, independentemente da vontade da empresa, o mercado sofre alterações que afetam as organizações. Segundo Laudelino (2008, p. 24), “os riscos de mercado são decorrentes dos movimentos de preços, taxas de juros, de câmbio, índices, ações e títulos, commodities ou qualquer outro tipo de ativo que possa afetar de alguma forma as atividades da empresa ou seu preço de mercado”.

No mesmo contexto, Goulart (2003, p. 75) define que é “o risco de perdas em decorrência de oscilações em variáveis econômicas e financeiras, como taxa de juros, taxa de câmbio, preços das ações e de *commodities*”. Marshall (2002, p. 19), “riscos de mercado são aquelas flutuações em receitas líquidas ou no valor de carteira resultante de mudanças de fatores específicos de mercado”.

2.2.3 Risco Legal

O risco legal esta relacionado com a questão legal da empresa, adentrando a fatores de registro, obrigações acessórias, legislação voltada a todas as esferas de governo. Na definição de risco legal, Laudelino (2008, p. 28) comenta que é “o risco referente à inobservância de dispositivos legais ou regulamentares, à mudança na legislação ou, ainda, ao descumprimento de contratos”.

De outra forma, Zonatto e Beuren (2010a, p.148) definem que os riscos legais “estão relacionados à legitimidade da organização e seus registros e legalidade de suas obrigações”. Em aspectos voltados ao risco legal quanto ao cumprimento de contratos, Gonçalves e Braga (2008, p. 1022) definem que o risco legal “[...] é uma medida das possíveis perdas em uma instituição, caso seus contratos não possam ser legalmente amparados por falta de representatividade de um negociador”.

2.2.4 Risco Estratégico

O risco estratégico é definido por Marshall (2002, p. 20) como “mudanças ambientais de longo prazo que podem afetar como uma empresa adiciona valor para seus interessados”. Marshall (2002, p. 436) ainda comenta que “são os riscos de se implementar uma estratégia mal sucedida ou ineficaz que fracasse em alcançar os retornos pretendidos”.

É um risco relacionado com movimentos que a empresa faz para obtenção de seus resultados em meio ao mercado competitivo, relacionado com os custos e a formação do preço de venda. Esta diretamente envolvida com a dinâmica do mercado e suas oscilações.

2.2.5 Risco de Crédito

O risco de crédito refere-se ao não cumprimento de uma das partes de contratos ou obrigações de pagamentos, sendo relacionado com a inadimplência. Para Jorion (2006) o risco de crédito surge quando as contrapartes não são capazes de cumprir suas obrigações contratuais. Para Marshall (2002, p. 19), “risco de crédito são flutuações de valores de lucro líquidos ou ativos líquidos resultantes de um determinado tipo de evento externo, a inadimplência de uma contraparte, de um fornecedor ou de tomador”.

Segundo Duarte Júnior (2005, p. 2), é “uma medida de perdas potenciais de um fundo de investimento, decorrentes de uma obrigação não honrada ou da capacidade modificada de uma contraparte em honrar seus compromissos, resultando em perda financeira”. Para que o risco de crédito seja identificado, o gestor deve ficar atento aos processos internos

que conforme Securato (2002, p. 21) são o “[...] cadastro do tomador; conjunto de indicadores financeiros obtidos por balanços, declarações de impostos ou relatórios gerenciais passados; informações do cliente colhidas no mercado do qual ele participa; e, conforme o tipo do cliente, informações específicas da atividade”.

2.2.6 Risco de Liquidez

O risco de liquidez é a capacidade financeira da organização em saldar seus compromissos. Gonçalves e Braga (2008, p. 1021) reforçam que “o risco de liquidez pode ser caracterizado pela insuficiência de recursos disponíveis para o cumprimento de obrigações”. Martin, Santos e Dias Filho (2004, p. 12) comentam que o risco de liquidez esta relacionado com “à impossibilidade da empresa em liquidar ativos ou obter financiamentos”.

2.2.7 Risco de Reputação ou Imagem

O risco de imagem esta relacionado com a imagem da organização frente à sociedade, ou seja, vinculada aos dados divulgados pela organização frente à comunidade em que esta inserida (ZONATTO; BEUREN, 2010a). Laudelino (2008, p. 63) descreve risco de imagem como “a possibilidade de perdas por motivo de que a empresa possa ter sua reputação desgastada junto ao mercado, em razão de publicidade negativa, seja esta verdadeira ou não”. O risco de imagem esta internalizado com a forma em que a sociedade visualiza a empresa, sendo indispensável, a reputação, a conduta e a seriedade da organização frente à comunidade.

Stuchi (2003, p. 7) argumenta que o risco de imagem “decorre da veiculação de informações que afetam negativamente a imagem da instituição. Esse risco pode se originar, entre outras causas, de falhas operacionais ou de deficiência no cumprimento de leis e regulamentos relevantes”. Assim, o estudo apresentou sete caracterizações de riscos, sendo as mesmas utilizadas para a realização da pesquisa.

2.3 EVIDENCIAÇÃO DE RISCOS CORPORATIVOS

A evidenciação está diretamente vinculada às divulgações que as entidades prestam para seus usuários internos e externos. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 512) definem divulgação que “simplesmente quer dizer vinculação de informação”. O termo evidenciação, de acordo com Goulart (2003, p. 58) pode ser entendido como “o oposto de fechamento, significando a abertura da empresa por meio da divulgação das informações, garantindo a transparência corporativa diante do público e dos participantes do mercado”.

Zonatto e Beuren (2010b) comentam que a transparência na divulgação das informações diante do mercado e da sociedade está inteiramente ligada ao detalhamento das informações que constam nas demonstrações financeiras, através do relatório de administração e das notas explicativas, sendo que a evidenciação não deve apenas se prender aos itens obrigatórios, ou seja, compulsórios, mas também a todos os fatores relevantes que podem influenciar a organização.

As demonstrações contábeis, os relatórios de administração e as notas explicativas devem ser divulgados visando qualidade e clareza. Dantas, Zendersky e Niyama (2004, p. 2) recomendam que evidenciação “não significa apenas divulgar, mas divulgar com qualidade, oportunidade e clareza”.

Os demonstrativos contábeis tradicionais são falhos quanto à transparência da informação aos usuários. Ponte e Oliveira (2004) afirmam que os demonstrativos contábeis tradicionais, deixam de divulgar informações relevantes aos usuários, tornando-se indispensável à evidenciação de informações complementares por meio das Notas Explicativas e do Relatório da Administração. Dalmácio e Paulo (2004, p. 2) afirmam que “apenas o Relatório da Administração e as Notas Explicativas permitem uma maior evidenciação da situação social, da política da empresa e a possibilidade de inclusão de alguns indicadores econômico-financeiros”.

Com a convergência da contabilidade brasileira aos padrões internacional, o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) criou por meio da Resolução nº 1.055/05, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) com o objetivo de emitir pronunciamentos contábeis para a convergência aos padrões internacionais. O Pronunciamento Conceitual Básico, oficializado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 539/2008 e pela Resolução do CFC nº 1.121/2008, estabeleceu que a apresentação das demonstrações contábeis das entidades públicas e privadas deve atender as necessidades dos seus usuários.

Diante deste contexto, características qualitativas tornam os demonstrativos contábeis úteis e compreensíveis, possibilitando aos usuários, verificar se a empresa está adequada com a legislação. O CPC (COMITÊ..., 2008) estabelece as características qualitativas que devem ser evidenciadas pelas demonstrações contábeis após a adoção das normas internacionais: a) Compreensibilidade: refere-se sobre a qualidade das informações apresentadas nas demonstrações contábeis: sendo que elas devem ser compreensíveis pelos usuários; b) Relevância: Informações que podem influenciar as decisões econômicas dos usuários, devendo considerar a materialidade da informação, verificando se a omissão da informação pode gerar ou não distorções na tomada das decisões; c) Confiabilidade: A informação deve ser confiável, livre de erros ou vieses relevantes, representando de forma adequada as transações e outros eventos; d) Comparabilidade: Os usuários devem poder comparar as demonstrações contábeis de uma entidade ao longo do tempo, com a finalidade de identificar tendências na sua posição patrimonial e financeira.

Assim, o *disclosure* está vinculado ao atendimento das características qualitativas da informação contábil e de acordo com a estrutura conceitual do International Accounting Standards Board (IASB) que “[...] busca torná-la mais útil e aumentando a capacidade de avaliação preditiva do usuário” (INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD COMMITTEE, 2002, p. 49). Para o CPC, os benefícios para produzir as informações evidenciadas através dos demonstrativos contábeis devem ser maiores que os custos para produzi-las (COMITÊ..., 2008). Então, se a organização esperar para reconhecer todos os eventos, mesmo os irrelevantes, a informação poderá ser inutilizável para a tomada de decisões. Assim, a organização deve identificar a melhor forma para satisfazer as necessidades de informações para a tomada de decisões.

Empresas que desejam evidenciar suas informações com transparência, segundo Dantas, Zendersky e Niyama (2004, p. 2) devem “[...] divulgar informações qualitativas e quantitativas que possibilitem aos usuários formar uma compreensão das atividades desenvolvidas e dos seus riscos, observando aspectos de tempestividade, detalhamento e relevância necessários”.

Alguns estudos nacionais e internacionais já abordaram a discussão sobre evidenciação de riscos corporativos. Desse modo, no contexto nacional, o estudo de Fernandes, Souza e Faria (2010) investigou se as empresas brasileiras listadas na BOVESPA evidenciam satisfatoriamente os riscos no momento em que lançam ofertas de títulos no mercado de capitais. A amostra foi composta por 14 empresas de energia elétrica que fizeram ofertas públicas de valores na Bovespa durante o ano de 2006. Os resultados indicam que os prospectos não contemplaram informações que permitam a percepção plena da gravidade dos riscos existentes e dos mecanismos de controle utilizados pelas organizações. Concluiu-se que o nível de evidenciação atual admite melhorias em termos de satisfação das necessidades de informações para os investidores.

O estudo de Fernandes, Silva e Santos (2008) teve como objetivo levantar as práticas de divulgação sobre riscos adotadas nas informações Anuais das empresas. Foi elaborado um estudo com base na análise de conteúdo das empresas listadas na BM&FBovespa que pertenciam ao Novo Mercado. Os resultados indicam que das 99 empresas estudadas, 12 não relataram nenhuma informação sobre as políticas de gestão de riscos. Além disso, das 61 empresas restantes, apenas 6 apresentam um item específico sobre gestão de risco em seus reportes. Por fim, a análise de conteúdo demonstrou que as empresas oferecem diversas informações sobre gestão de risco, incluindo estrutura organizacional, técnicas utilizadas e políticas de proteção. De maneira geral, as conclusões indicam que os reportes sobre riscos apresentam níveis baixos de evidenciação.

Zonatto e Beuren (2010a) identificaram as categorias de riscos evidenciados no relatório de administração relativo ao ano de 2007, das empresas brasileiras com emissão de ADRs. A amostra foi composta de 28 empresas brasileiras com emissão de ADRs. Consideraram sete categorias de riscos corporativos pela COSO: riscos estratégicos, riscos de mercado, riscos de crédito, riscos de liquidez, riscos operacionais, riscos legais e riscos de imagem. Por fim, os resultados mostram que não há uma padronização quanto aos tipos de riscos evidenciados e que a categoria predominante foi a de riscos operacionais.

Zonatto e Beuren (2010b) analisaram o conteúdo de evidenciação da gestão de riscos, com base no COSO das empresas brasileiras com emissão de ADRs e na bolsa NYSE, sendo a amostra composta de 28 empresas. Identificaram 400 termos relacionados à gestão de riscos em ambientes de controle. O ambiente com maior nível de evidenciação foi o de controle, e o com menor foi relacionado à resposta ao risco. De maneira geral, concluíram que não há uniformidade nas informações divulgadas pelas empresas em relação às práticas de gestão de riscos. Além disso, verificaram que as empresas divulgam ações relativas às atividades de controle e identificação de riscos, mas não indicam como respondem a estes riscos.

Laudelino (2008) investigou se as empresas brasileiras listadas na BOVESPA evidenciam de maneira satisfatória os riscos no momento em que lançam ofertas de títulos no mercado de capitais. A amostra foi composta por 14 empresas do setor de energia elétrica para o período de 2006. Concluiu que os prospectos não contêm informações sobre a gravidade dos

riscos, e que é necessário o estabelecimento de melhorias no nível de evidenciação dos riscos para satisfazer as necessidades de informações por parte dos investidores.

No contexto internacional, Linsley e Shrivies (2006) comentam que a gestão de risco tem recebido atenção nos últimos anos, mas ainda tem que ser refletido e apresentado nos relatórios de riscos. Para tanto, procuraram abordar esta lacuna de pesquisa explorando as divulgações de riscos em uma amostra de 79 empresas do Reino Unido, por meio de uma análise de conteúdo nos relatórios anuais. Os resultados indicaram uma associação entre o número de divulgações de risco e o porte das empresas. Da mesma forma, uma associação entre o número de divulgações de riscos e o nível de risco ambiental. Contudo, nenhuma associação foi encontrada entre o número de divulgações de riscos e cinco outras medidas de riscos: indicador de capital, cobertura de ativos, crédito, fator de equidade e de mercado. De maneira geral, os resultados indicam que as empresas não divulgam informações de avaliação monetária sobre os riscos, mas parecem sentir vontade de divulgar informações de riscos sobre ocorrência de eventos futuros. Concluíram que a falta de coerência nas narrativas de risco implica em uma lacuna de informação sobre risco, e consequentemente, as partes interessadas são incapazes de avaliar adequadamente o perfil do risco de uma organização.

Amran, Bin e Hassan (2008) exploraram a divulgação de riscos nos relatórios anuais das empresas da Malásia. Utilizaram a análise de conteúdo para explorar os relatórios anuais de 100 empresas cotadas na bolsa de valores da Malásia. Os resultados indicam que o nível de evidenciação dedicada às informações de riscos pelas empresas da Malásia é menor quando comparado com o estudo de 2006 realizado por Linsley e Shrivies com empresas do Reino Unido. Concluíram que existe a necessidade de desenvolvimento de uma lista para verificação e medição dos riscos locais para auxiliar os investidores em refletir melhor sobre as conclusões do contexto local. Por fim, o estado atual de divulgação de riscos deve ser motivo de preocupação por parte dos órgãos reguladores, e o governo deve conceber meios para reforçar a participação das empresas em práticas de divulgação do gerenciamento de riscos corporativos.

Dobler, Lajili e Zéghal (2011) analisaram os atributos e a quantidade de divulgação de risco e sua associação com o nível de risco em empresas dos EUA, Canadá, Reino Unido e Alemanha. A amostra da pesquisa foi composta de 160 empresas pelas quais foram analisados os conteúdos contidos nos relatórios anuais. Os resultados indicam um padrão consistente em que a divulgação de riscos é mais prevalente nos relatórios de gestão, concentrando-se em categorias de riscos financeiros, compreendendo pouca divulgação quantitativa e voltada para o futuro entre os países da amostra. Em relação a quantidade de evidenciação de riscos, as empresas norte-americanas dominam, seguidas das empresas da Alemanha. O maior nível de divulgação pelas empresas norte-americanas pode estar ligado à regulação do governo, que sugere incentivos para a divulgação de riscos corporativos.

Elzahar e Hussainey (2012) examinaram os fatores determinantes no nível de evidenciação de riscos nos relatórios de administração em uma amostra de 72 empresas não-financeiras do Reino Unido. A análise empírica mostra que as grandes empresas são mais propensas a divulgar mais informações sobre os riscos. O tipo de indústria também está positivamente associada aos diferentes níveis de divulgação de riscos. Os resultados do estudo informam aos investidores sobre as características das empresas do Reino Unido que divulgam informações sobre os riscos em seus relatórios de administração.

2.4 MERCADO DE CONCESSÃO DE RODOVIAS NO BRASIL

No Brasil, o processo de concessão de rodovias foi implantado pelo Ministério dos Transportes em 1995, onde iniciou a operação das cinco primeiras concessões no ano de 1996. O Ministério dos Transportes através da Lei n. 10.233, de 5 de junho de 2001, criou a ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres, ficando este órgão o responsável pela regulação e fiscalização dos contratos de concessões em operação nas regiões sul e sudeste do Brasil, totalizando 4.763,8 quilômetros administrados e mantidos pela iniciativa privada.

A alternativa de obtenção de recursos privados para o financiamento das rodovias federais foi ratificada pela Lei 8.987/95, que regulamentou as concessões públicas, definiu a política tarifária e introduziu os conceitos de equilíbrio econômico-financeiro dos contratos e de modicidade das tarifas (CAMPOS NETO; SOARES, 2006).

Essas concessões ocorreram num período em que o Brasil estava iniciando o processo de estabilização econômica, quando o controle da inflação começava a dar sinais de que alcançaria sucesso. O país já havia iniciado uma série de reformas administrativas, com várias privatizações e a criação de agências de regulação em diversos setores (MULLER, 2010).

A regulação tem papel importante em relação às concessões de rodovias, determinando parâmetros das licitações e acompanhamento dos contratos durante o prazo de concessão. No Brasil, a regulação ficou mais clara a partir da criação da agência de regulação, deixando definido de forma mais enfática o papel do concessor e o órgão regulador (MULLER, 2010).

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis, através do ICPC-01, comenta que “[...] ao longo do tempo os governos introduziram contratos de prestação de serviços para atrair a participação do setor privado no desenvolvimento, financiamento, operação e manutenção da infraestrutura. A infraestrutura pode já existir ou ser construída durante a vigência do contrato de serviço” (COMITÊ..., 2009, p. 3).

Existem várias discussões sobre a viabilidade da concessão de rodovias por parte do governo federal. Schumacher (2003, p. 10) expõe sua opinião dizendo que “[...] a concessão de rodovias à iniciativa privada só é exequível se, além de socialmente desejável e economicamente válida, o empreendimento tiver também rentabilidade econômica suficiente para atrair, como negocio comercial, a iniciativa privada”.

Na atividade de exploração de rodovias as concessionárias tendem investirem altos valores, esperando por retornos de longo prazo, assim devem ter cuidado em identificar e gerenciar seus riscos. Desta forma, Schumacher (2003) ressalta que a necessidade de investimentos iniciais significativos por parte das concessionárias, para então cobrar pedágios, faz com que as concessões apresentem taxas de rentabilidade suficientes para compensar os fatores de riscos. Assim, as empresas necessitam apresentar uma alta taxa de rentabilidade porque de acordo com Schumacher (2003) todo o patrimônio que a concessionário melhorou, ou construiu, no final do contrato passa a ser do governo.

A afirmação pode ser verificada conforme ICPC-01 (COMITÊ..., 2009), onde a cessão de posse de qualquer bem destinado à realização de serviços públicos, serão revertidos à concedente após o encerramento do contrato. Nas condições previstas no contrato o concessionário terá acesso para operar a infraestrutura e a prestação de serviços públicos em nome da concedente.

Em relação às concessões de rodovias, o poder público deve incentivar investimentos para manter, melhorar a malha rodoviária do país, garantindo a rentabilidade adequada aos investidores e a recomposição do equilíbrio econômico-financeiro. Ao mesmo tempo proteger os interesses dos usuários por meio de tarifas módicas (MULLER, 2010).

Nos contratos de concessões estão atribuídos diversos fatores, dentre eles o equilíbrio econômico e financeiro das concessionárias. Deste modo, Schumacher e Alencar (2004, p. 6) afirmam que “a determinação do equilíbrio econômico-financeiro como direito da concessionária se reproduz na forma pela qual a legislação norteia os princípios gerais de atribuição dos riscos vinculados ao contrato de concessão”.

Pires e Giambiagi (2000) afirmam que a exploração de rodovias é uma atividade imprevisível, e tem demonstrado dificuldade em garantir a distribuição adequada dos riscos nos contratos de concessão. Em decorrência disto, pode-se verificar empresas que ganham a concessão não são eficientes, pois realizam projeções otimista de variáveis incertas como o fluxo de veículos. Em consequência, tende-se a ocorrer renegociações para evitar quebras. Essas renegociações são menos transparentes, portanto, aumenta os custos regulatórios.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo utilizou como metodologia a pesquisa descritiva por meio de análise documental e abordagem qualitativa dos dados. Gil (2002) explica que a pesquisa descritiva tem como principal finalidade descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis. Martins e Théophilo (2007, p.86) comentam que a análise documental é “a busca sistemática por documentos relevantes são importantes em diversos planejamentos para a coleta de informações, dados e evidências”. Segundo Martins e Théophilo (2007, p. 136) “[...] uma das principais características da pesquisa qualitativa é a predominância da descrição. [...] tem como preocupação central descrições, compreensões e interpretações dos fatos, ao invés de medições”.

A população do estudo compreendeu 16 empresas do segmento de exploração de rodovias listadas na BM&FBovespa no ano de 2012. A amostra foi delineada pelas empresas que disponibilizaram o relatório de administração e as notas explicativas, sendo censo em que todas as empresas da população dispunham das informações necessárias. Assim, o relatório de administração e as notas explicativas foram obtidas com êxito em 16 empresas do segmento de exploração de rodovias que compuseram a amostra da pesquisa.

Para a coleta dos dados, inicialmente identificaram-se no site da BM&FBovespa as empresas listadas no segmento de exploração de rodovias. Posteriormente, buscou-se no site os relatórios de administração e as notas explicativas das respectivas companhias. De posse dos relatórios de administração e das notas explicativas, procedeu-se a análise de conteúdo dos mesmos. De acordo com Bardin (1977, p. 46), a análise de conteúdo objetiva “[...] a manipulação de mensagens (conteúdo e expressão desse conteúdo), para evidenciar os indicadores que permitam inferir sobre uma outra realidade que não a da mensagem”.

A análise de conteúdo foi elaborada observando as expressões de conteúdo que remetiam à evidenciação dos

riscos corporativos. Posteriormente, foram tabuladas as expressões e os conteúdos relacionados a riscos, para em seguida elaborar a análise explicativa de conteúdo com esclarecimentos dos trechos difusos, ambíguos ou contraditórios, por fim, foram estruturadas as informações sobre cada risco evidenciado pelas organizações.

Com base no exposto, foram identificados nos respectivos documentos a evidenciação dos riscos pelas companhias, classificando os mesmos em consonância com a metodologia do COSO em sete categorias: risco operacional; risco de mercado; risco legal; risco estratégico; risco de crédito; risco de liquidez; risco de reputação ou imagem (COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY, 2004).

Posteriormente, foi feita a análise do conteúdo de evidenciação da gestão dos riscos divulgada pelas companhias, para avaliar os eventos potenciais relacionados aos objetivos das empresas e os possíveis impactos destes eventos nos resultados organizacionais. Assim, tem-se a apresentação da análise e interpretação dos resultados.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção, são classificados os riscos evidenciados pelas empresas estudadas, e em seguida foram descritos os conteúdos dos riscos evidenciados pelas empresas nos relatórios da administração e/ou nas notas explicativas no ano de 2012, para posteriormente realizar uma análise do conteúdo das evidências apresentadas pelas empresas.

4.1 CLASSIFICAÇÃO DOS RISCOS POR EMPRESA

Inicialmente foram analisados os riscos divulgados nos relatórios de administração e/ou nas notas explicativas das 16 empresas do segmento de exploração de rodovias listadas na BM&FBovespa no ano de 2012. Os resultados estão demonstrados na Tabela 1.

Tabela 1 – Identificação de Riscos

Riscos Empresas	Operacional	Mercado	Legal	Estratégico	Crédito	Liquidez	Imagem	Total Freq. (%)
Autoban	X	X			X	X		4
BGP	X	X			X	X		4
CCR S.A		X			X	X		3
Concessionário Rio – Teresópolis	X							1
Concepa	X	X	X		X	X		5
EC	X	X	X					3
Ecopista	X	X			X	X		4
Ecorodovias	X	X			X	X		4
Ecorodovias Infraestrutura E Logística S.A.	X	X			X	X		4

continua...

conclusão.

Riscos Empresas	Operacional	Mercado	Legal	Estratégico	Crédito	Liquidez	Imagem	Total Freq. (%)
Invepar	X	X			X			3 42,86
Ecovias dos Imigrantes S.A.	X	X			X	X		4 57,14
Nova Dutra S.A.	X	X			X	X		4 57,14
Obrascon Huarte Lain Brasil S.A.	X	X			X	X		4 57,14
Concessionária Rota dos Bandeirantes S.A.		X			X	X		3 42,86
Triunfo Participações e Investimentos S.A.	X	X			X	X		4 57,14
Avioeste S.A.	X	X			X	X		4 57,14
Total	14	15	2	0	14	13	0	112
Frequência (%)	87,50	93,75	12,50	0,00	87,50	81,25	0,00	51,79

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Verifica-se na Tabela 1 que todas as empresas divulgaram algum tipo de risco, estando distribuídos da seguinte forma: das 16 empresas pesquisadas, 93,75% evidenciaram Riscos de Mercado, 87,50% evidenciaram Riscos de Crédito e Riscos Operacionais. Os Riscos de Liquidez foram evidenciados por 81,25% das empresas, os Riscos Legais foram evidenciados por 12,50% empresas e salienta-se que os Riscos Estratégicos e Riscos de Imagem não foram divulgados por nenhuma das empresas da amostra.

Observa-se na Tabela 1 que a empresa Concepa divulgou 71,43% dos riscos analisados, sendo eles: operacional, mercado, legal, crédito e liquidez. Por outro lado, a empresa Concessionária Rio – Teresópolis evidenciou apenas 14,29% dos riscos analisados, ou seja, apenas os riscos operacionais. Deste modo, para alcançar os resultados propostos pelo estudo, na sequência tem-se a apresentação dos conteúdos de evidenciação da gestão de riscos divulgados nos relatórios de administração e notas explicativas.

De maneira geral, infere-se que mesmo o governo não estabelecendo uma regulamentação clara quanto às exigências de evidenciação dos riscos corporativos, as organizações estudadas na sua maioria estão com alto nível de evidenciação para os riscos operacionais, de mercado, de crédito e de liquidez.

Por outro lado, se for considerada a evidenciação geral pelas empresas em relação a todas as categorias de riscos, verifica-se uma aderência baixa. Esse resultado corrobora com estudos nacionais e internacionais em que a falta de evidenciação dos riscos pode criar uma lacuna de informações e prejudicar a avaliação da organização por parte dos investidores (AMRAN; BIN; HASSAN, 2008; FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010; LAUDENO, 2008; LINSLEY; SHRIVES, 2006).

O estudo de Dobler, Lajili e Zéghal (2012) mostra que as empresas norte-americanas possuem maior aderência em relação a evidenciação dos riscos pelo fato de que a regulamentação do governo é mais rígida neste aspecto. Assim, conclui-se que a regulamentação brasileira precisa ser mais enfática e exigente em relação a necessidade de divulgação dos aspectos relacionados aos riscos corporativos para que os investidores tenham maior clareza sobre os riscos relativos a seus investimentos.

4.2 CONTEÚDO DE EVIDENCIAÇÃO DA GESTÃO DE RISCOS

O processo de identificação de riscos decorre da análise de eventos potenciais relacionados aos objetivos da empresa. Os impactos destes eventos podem ser positivos ou negativos. Os eventos positivos representam oportunidades a serem exploradas e os eventos negativos são denominados de riscos. Neste sentido, o Quadro 3 mostra o conteúdo de evidenciação da gestão de riscos operacionais.

Quadro 3 - Riscos Operacionais Evidenciados pelas Empresas

Divulgação das Empresas
O Brascon Huarte Lain Brasil S. A. (2012) divulgou em sua nota explicativa que as concessionárias, por força contratual, mantêm regularizadas e atualizadas as garantias que cobrem a execução das funções de ampliação e conservação especial e das funções operacionais de conservação ordinária da malha rodoviária e o pagamento da parcela fixa do ônus da concessão, quando aplicável. Adicionalmente, as concessionárias mantêm coberturas de <u>seguros para garantir a cobertura de riscos inerentes às suas atividades, inclusive seguros do tipo “todos os riscos”</u> para os danos materiais, cobrindo perda, destruição ou dano dos bens que integram a concessão, de acordo com os padrões internacionais para empreendimentos dessa natureza, nas seguintes modalidades: riscos de construção, projetista, maquinário e equipamentos de obra, danos patrimoniais, avaria de máquinas e perda de receitas. OBrascon Huarte Lain Brasil S. A (2012) divulgou em sua nota explicativa

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Os riscos operacionais divulgados em 14 empresas pesquisadas, referem-se as questões de seguro inerente à cobertura de riscos da atividade, onde foram citadas por elas como “todos os riscos” ou “*all risks*” conforme descrito no quadro 3. As concessionárias, Rodovias do norte S.A – EC e a Concessionária Rota das Bandeiras S. A, possuem riscos nas atividades operacionais, visto que outras concessionárias do mesmo segmento divulgam diversos pontos relacionados aos riscos operacionais. O fato é que as duas concessionárias antes expostas estão sujeitas aos riscos operacionais, mas não fazem nenhuma menção disso nos relatórios de administração e ou notas explicativas. O Quadro 4 mostra o conteúdo de evidenciação da gestão de riscos de mercado.

Quadro 4 – Riscos de Mercado evidenciados pelas empresas

Divulgação das Empresas
ECOPISTAS (2012) Esse risco é oriundo da possibilidade de a Companhia incorrer em <u>perdas por causa de flutuações nas taxas de juros, que aumentem as despesas financeiras relativas a empréstimos e financiamentos captados no mercado</u> . A Companhia monitora continuamente as taxas de juros de mercado, com o objetivo de avaliar a eventual necessidade de contratação de operações para proteger-se do risco de volatilidade dessas taxas.
A ECONORTE (2012) Divulgou que a estrutura tarifaria cobrada nas praças de pedágio é regulada pelo poder cedente que autoriza o aumento dos preços das tarifas mediante a aplicação de uma cesta de índices (taxa paramétrica). As tarifas são reajustadas anualmente.
Ecorodovias (2012) divulgou: O risco da taxa de juros da Companhia e de suas controladas decorre de <u>aplicações financeiras, empréstimos e financiamentos</u> , debêntures e notas promissórias de curto e longo prazos. De acordo com as suas políticas financeiras, a Companhia vem aplicando seus recursos em instituições de primeira linha, <u>não tendo efetuado operações envolvendo instrumentos financeiros que tenham caráter especulativo</u> .
A INVEPAR (2012) divulgou que os riscos Decorrem da possibilidade da Companhia e suas controladas sofrerem ganhos ou perdas decorrentes <u>de oscilações de taxas de juros incidentes sobre seus ativos e passivos financeiros</u> . A Companhia e suas controladas possuem aplicações financeiras expostas a taxas de juros flutuantes. As taxas de juros nas aplicações financeiras são, em sua maioria, vinculadas à variação do CDI. As taxas de juros dos empréstimos e financiamentos estão vinculadas à variação da TJLP, IPCA e CDI.
TRIUNFO (2012) Esse risco advém da possibilidade da Companhia vir a incorrer em perdas por conta de <u>flutuações nas taxas de juros de captação bem como pela exposição a oscilações de cambio</u> que aumentem as suas despesas financeiras relativas a empréstimos obtidos junto a instituições financeiras ou partes relacionadas. A Companhia monitora continuamente a volatilidade das taxas de mercado

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Verifica-se no Quadro 4 que apenas a Econorte teve divulgação diferente das outras. Esta divulgação diferenciada inclui como risco de mercado a questão tarifária, enquanto demais (14 empresas) divulgaram o risco de mercado relacionado as flutuações nas taxas de juros e taxas de câmbio. Destaca-se que apesar da empresa Concessionário Rio-Teresópolis estar em um mercado volátil, com possibilidades de flutuações no fluxo de veículos e nas questões tarifárias, não evidenciou a possibilidades destes riscos em seu relatório de administração e nota explicativa.

As empresas que divulgaram seus riscos inerentes as taxas juros, descreveram as taxas de juros de empréstimos e financiamento, e o caráter das aplicações, considerando que nenhuma empresa teve aplicações de caráter especulativo. De maneira geral, os resultados corroboram com as inferências de Oliveira (2001), Rocha e Vanalle (2003) e Müller *et al.* (2012) em que as concessões de rodovias estabelecem contratos de longo prazo com o governo, dificultando seus direcionadores de investimento, visto a dificuldade de acompanhar as oscilações da economia que podem acarretar em oscilações no tráfego, no preço tarifário, dentre outros aspectos de mercado. O Quadro 5 mostra o conteúdo de evidênciação da gestão de riscos legais.

Quadro 5 - Riscos Legais evidenciados pelas empresas

Divulgação das empresas
A CONCEPA (2012) Desconsiderou quaisquer <u>eventos de iniciativa do governo federal que possam afetar a continuidade da exploração da rodovia</u> ou mesmo o equilíbrio econômico - financeiro da Companhia. Em relação a um possível ato político que implique no rompimento da relação contratual, consideramos de probabilidade remota.
A ECC (2012) - Como consequência de dispositivos contratuais, a Companhia assume como riscos empresariais o volume de tráfego a ser cobrado pedágio, os montantes despendidos como custos operacionais e a responsabilidade pela obtenção de financiamentos. Também conforme <u>cláusulas de contrato, os reajustes tarifários</u> , quando concedidos parcialmente ou com atrasos, bem como eventuais alterações na legislação tributária, deverão ser objeto de reconhecimento pelo Poder Concedente e obrigatoriamente levado a cálculo de reequilíbrio econômico e financeiro contratual, modificando o valor das tarifas de pedágio ou o cronograma de investimentos.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Observa-se no Quadro 5 que os riscos legais não foram divulgados pelas empresas de forma uniforme, ou seja, a CONCEPA trata sobre questões relacionadas as decisões do governo federal quanto à exploração da rodovia. Por outro lado, a ECC divulga a questão referente à cobrança de pedágio, que está prevista no contrato de concessão. Assim, é possível inferir que a divulgação dos riscos legais não é percebida de forma uniforme pelas organizações, cada uma divulga riscos legais de forma diferenciada, de acordo com sua percepção. Contudo, percebe-se que poucas concessionárias de rodovias divulgam algum tipo de risco legal.

Esse resultado revela que as empresa não estão preocupadas com aspectos relacionados a regulamentações legais do governo que de certa forma podem interferir diretamente nos negócios de concessionárias de rodovias. O Quadro 6 mostra o conteúdo de evidênciação da gestão de riscos de créditos.

Quadro 6 - Riscos de Crédito evidenciados pelas empresas

Divulgação das Empresas
Somente a Concessionária Rio-Teresópolis e a EC, não divulgaram seus riscos de créditos, já analisando as 14 empresas pesquisadas que divulgaram riscos de crédito, verifica-se que todas divulgaram os mesmos conteúdos: “Decorre da possibilidade de a Companhia sofrer perdas decorrentes de <u>inadimplência de suas contrapartes ou de instituições financeiras depositárias</u> de recursos ou de investimentos financeiros. Para mitigar esses riscos, a Companhia adota como prática a análise das situações financeira e patrimonial de suas contrapartes, assim como a definição de limites de crédito e acompanhamento permanente das posições em aberto, exceto para contas a receber de meios eletrônicos que potencialmente sujeitam a Companhia à concentração de risco de crédito. No que tange às 14 instituições financeiras, a Companhia somente <u>realiza operações com instituições financeiras de baixo risco avaliadas por agências de rating</u> .”

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

As 14 empresas que evidenciaram o risco de crédito divulgaram os mesmos riscos, sendo a inadimplência de sua contraparte, ou instituições financeiras depositárias e aplicações com baixo risco avaliadas pela agência de *rating*. Assim, é possível indicar uma uniformidade na percepção das empresas que divulgam os riscos relacionados ao crédito.

Por outro lado, a empresa IVENPAR foi a única que apresentou uma divulgação diferente, ou seja, os instrumentos financeiros que potencialmente sujeitam a Companhia e suas controladas à concentrações de risco de crédito. Para combater a concentração das aplicações financeiras que por vezes podem ser arriscadas, a Companhia mantém contas correntes bancárias e aplicações financeiras em diversas instituições financeiras, de acordo com critérios objetivos para diversificação de riscos de crédito (IVENPAR, 2010). O Quadro 7 mostra o conteúdo de evidenciação da gestão de riscos de liquidez.

Quadro 7 - Riscos de Liquidez evidenciados pelas empresas

Divulgação das Empresas
A gestão prudente do risco de <u>liquidez implica manter caixa, títulos e valores mobiliários suficientes</u> , disponibilidades de captação por meio de linhas de crédito compromissadas e capacidade de liquidar posições de mercado. ECOVIAS (2012) VIA DUTRA (2012) divulga que o risco de liquidez <u>decorre da escolha entre capital próprio (aportes de capital e retenção de lucros) e capital de terceiros</u> que a Companhia faz para financiar suas operações. Para mitigar os riscos de liquidez e a otimização do custo médio ponderado do capital, a Companhia monitora permanentemente os níveis de endividamento de acordo com os padrões de mercado e o cumprimento de índices (<i>covenants</i>) previstos em contratos de empréstimos, financiamento e debêntures.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da pesquisa.

Os riscos de liquidez evidenciados por 13 empresas envolvem a manutenção da liquidez, divulgam como controlam a liquidez, bem como a escolha para o aporte da liquidez, tanto no nível de curto prazo, como ao aporte de capital próprio ou de terceiros, como meio de financiar as operações. Os resultados indicam que as organizações possuem uma percepção semelhante em relação aos riscos de liquidez, não auferindo em diferentes significativas dentre as organizações que divulgaram este item. Além disso, infere-se que 3 empresas não divulgaram este risco, sendo elas: Concessionária Rio Teresópolis, EC, INVEPAR.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo identificar os riscos divulgados e analisar o conteúdo de evidenciação da gestão de riscos nas concessionárias de rodovias listadas na Bovespa com base na metodologia COSO. Foi realizado um estudo descritivo, por meio de pesquisa documental, utilizando-se da técnica da análise de conteúdo, com abordagem qualitativa dos dados. A amostra da pesquisa compreendeu 16 empresas.

Os resultados indicam que dos sete tipos de riscos classificados pela metodologia COSO (COMMITTEE..., 2004), foram encontradas divulgações relacionadas a cinco tipos de riscos, que seguiram a seguinte ordem de divulgação pelas empresas: O risco de mercado foi divulgado por 15 empresas; o risco operacional e risco de crédito foram divulgados por 14 empresas; o risco de liquidez foi divulgado por 13 companhias; o risco legal foi evidenciado por apenas 2 companhias e por fim, o risco estratégico e de imagem não foram evidenciados por nenhuma das empresas objeto de estudo.

De maneira geral, os resultados inferem que há uma baixa aderência em relação à divulgação dos riscos corporativos pelas organizações brasileiras, em específico neste caso, empresas do setor de concessão de rodovias. A lacuna de informações criada por estas organizações pode prejudicar a avaliação por parte dos investidores, em que não possuem informações suficientes e claras para a tomada de decisões. Portanto, é indicado que haja uma maior preocupação por parte dos órgãos de regulamentação com relação a exigência das organizações em identificar e divulgar os riscos inerentes à suas atividades, estratégias, mercado, legislação, dentre outros.

Diante dos fatos, é possível concluir que as organizações do segmento de exploração de rodovias evidenciam com maior proporção os riscos relacionados ao mercado, a operação, ao crédito e a liquidez. Por outro lado, estas organizações não estão preocupadas em evidenciar ao mercado os riscos inerentes aos aspectos de legalidade, tão pouco as estratégias e a imagem. Estes resultados podem ser influenciados pelo segmento de atuação das companhias estudadas, visto que são organizações que possuem contratos de concessão com o governo por períodos longos e que por vezes, não precisam estar preocupados com aspectos estratégicos e de imagem.

Em relação a análise de conteúdo dos riscos evidenciados é possível concluir que as companhias apresentam uma uniformidade, ou seja, um isomorfismo mimético em relação as evidenciações. Assim, as companhias que divulgaram algum tipo de risco operacional, de mercado, legal, de crédito e ou de liquidez apresentaram na sua maioria uma uniformidade de evidenciação. Apesar de alguns riscos não terem sido divulgados, é possível afirmar que as organizações estudadas possuem

gestão de riscos pelos altos níveis de divulgação relacionados a certos itens, corroboram a inferência de que não é possível afirmar que as empresas não tenham gestão de riscos, pelo fato, que apenas podem não estar evidenciando determinados procedimentos que podem não estar relacionados aos seus mercados (ZONATTO; BEUREN, 2012).

Esta pesquisa pode servir de apoio para pesquisa em outros setores, no intuito de verificar a divulgação de riscos, bem como suas semelhanças e diferenças, pois dadas as limitações desta pesquisa, a uniformidade de divulgação apontada neste estudo serve somente para este setor de atividade. Assim, sugere-se que se sejam elaborados estudos futuros com outros segmentos com a finalidade de comparabilidades dos dados, e verificação da existência dos aspectos relacionados ao isomorfismo mimético percebido nas análises dos conteúdos divulgados pelas companhias estudadas.

Sugere-se que para pesquisas futuras sejam adicionadas discussões conforme os estudos internacionais têm feito (AMRAN; BIN; HASSAN, 2008; DOBLER; LAJILI; ZÉGHAL, 2011; ELZAHAR; HUSSAINEY, 2012; LINSLEY; SHRIVES, 2006), incluindo variáveis explicativas para o nível de divulgação dos riscos corporativos. Além disso, uma oportunidade é verificar se os mecanismos de governança corporativa, principalmente o relacionado a proporção de investidores institucionais, podem influenciar no nível de evidenciação de riscos pelas organizações.

REFERÊNCIAS

AMORELLI, L. *Brazilian federal road concessions: new challenges to the regulatory framework*. Washington, DC: Institute of Brazilian Business and Management Issues, Minerva Program, George Washington University, 2009.

AMRAN, A.; BIN, A. M. R.; HASSAN, B. C. H. M. Risk reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, v. 24, n. 1, p. 39-57, 2008.

ATTIE, W. *Auditoria interna*. São Paulo: Atlas, 1992.

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

BRANDÃO, L. E. T.; SARAIVA, E. C. G. Garantias governamentais em projetos de PPP: uma avaliação por opções reais. *Pesquisa e Planejamento Econômico – IPEA*, v. 37, n. 3, p. 381- 403, dez. 2007.

CAMPOS NETO, C. A. S.; SOARES, R. P. *Das concessões rodoviárias às parcerias público-privadas: preocupações com o valor do pedágio*. Brasília: Ipea, 2006. (Texto para discussão, n. 1186).

CASTRO, N. Privatização do setor de transportes no Brasil. In: CASTELAR, A.; FUKASAKU, K. (Ed.). *A privatização no Brasil: o caso dos serviços de utilidade pública*. Rio de Janeiro: BNDES, 2000. p. 221-277.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Conceitual Básico. *Estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis*. 2008. Disponível em: <www.cpc.org.br>. Acesso em: 28 maio 2011.

_____. Pronunciamento Técnico. Icpc 01 *Contrato de Concessão*. 2009. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/ICPC_01.pdf>. Acesso em: 17 maio 2011.

COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION. *Enterprise risk management, integrated framework*. Jersey City: AICPA, Sept. 2004a. (Executive summary).

COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION. *Enterprise risk management, integrated framework, application techniques*. Jersey City: AICPA, Sept. 2004b.

CROUHY, M.; GALAI, D.; MARK, R. *Gerenciamento de risco: uma abordagem conceitual e prática: uma visão integrada dos riscos de crédito, operacional e de mercado*. Traduzido de Carlos H. Trieschmann e Luiz Frazão Filho. Rio de Janeiro: Qualitymark; São Paulo: Serasa, 2004.

DALMÁCIO, F. Z.; PAULO, F. F. M. A evidenciação contábil: publicação de aspectos sócio-ambientais e econômico-financeiros nas demonstrações contábeis. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 2004. CD-ROM.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. CDROM.

DOBLER, M.; LAJILI, K.; ZÉGHAL, D. Attributes of corporate risk disclosure: an international investigation in the manufacturing sector. *Journal of International Accounting Research*, v. 10, n. 2, p. 1-22, 2011.

DUARTE JUNIOR, A. M. *Gestão de riscos para fundos de investimentos*. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

_____. *Riscos: definições, tipos medição e recomendações para seu gerenciamento: gestão de risco e derivativos*. São Paulo: Atlas, 2001.

ELZAHAR, H.; HUSSAINEY, K. Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *The Journal of Risk Finance*, v. 13, n. 2, p. 133-147, 2012.

FERNANDES, F. C.; SILVA, M.; DOS SANTOS, F. T. Informações sobre gestão de riscos nas IANs das empresas listadas no novo mercado da Bovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 2, n. 3, p. 36-55, 2009.

FERNANDES, F. C.; SOUZA, J. A. L.; FARIA, A. C. Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 13, n. 1, p. 59-73, 2010.

GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 2002.

GONÇALVES, R. M. L.; BRAGA, M. J. Determinantes de risco de liquidez em cooperativas de crédito: uma abordagem a partir do modelo logit multinomial. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 12, n. 4, p. 1019-1041, 2008.

GOULART, A. M. C. *Evidenciação contábil do risco de mercado por instituições financeiras no Brasil*. 2003. 202 f. Dissertação (Mestrado de Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. *Teoria da contabilidade*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*, 2009. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 11 jun. 2015.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD COMMITTEE. *Normas internacionais de contabilidade 2001*. São Paulo: Ibracon, 2002. Tradução da obra International Accounting Standard 2001.

JORION, P. *Value at risk: the new benchmark for managing financial risk*. 3. ed. New York: McGraw- Hill Professional, 2006.

LAUDELINO, J. A. S. Evidenciação de riscos de empresas que captam recursos no mercado de capitais brasileiro: um estudo do setor de energia elétrica. 2008. 206 f. Dissertação (Mestrado Contabilidade) - Fundação Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, 2008.

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

MAIA, M. S. *et al.* Contribuição do sistema de controle interno para a excelência corporativa. *Revista Universo Contábil*, Blumenau, v. 1, n. 1, p. 54-70, jan./abr. 2005.

MARSHALL, C. *Medindo e gerenciando riscos operacionais em instituições financeiras*. São Paulo: Qualitymark, 2002.

MARTIN, N. C.; SANTOS, L. R.; DIAS FILHO, J. M. Governança empresarial, riscos e controles internos: a emergência de um novo modelo de controladoria. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 15, n. 34, p. 7-16, jan./abr. 2004.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007.

MÜLLER, L. H. *et al.* Conciliando modicidade tarifária e equilíbrio econômico financeiro nas concessões rodoviárias: TIR flutuante, uma proposta de regulação. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 23, n. 4, p. 129-155, 2013.

MULLER, L. H. Regulação do equilíbrio econômico-financeiro das concessões de rodovias mediante taxa interna de retorno flutuante. 2010. 109 f. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.

OLIVEIRA, R. G. *Avaliação do equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão de rodovias*. São Paulo: FIPE/USP, 2001.

PEREIRA, F. A.; ESPEJO, M. M. S. B. Planejamento e controle orçamentário em empresas concessionárias de rodovias: uma pesquisa empírica. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 9, n. 17, p. 121-142, 2012.

PIRES, J. C. L.; GIAMBIAGI, F. *Retorno dos novos investimentos privados em contextos de incerteza: uma proposta de mudança do mecanismo de concessão de rodovias no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDS, 2000. Disponível em: <www.bndes.gov.br>. Acesso em: 19 maio 2011.

PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. A prática da evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 15, n. 36, p. 7-20, 2004.

PRICE WATERHOUSE COOPERS. Comitê de auditoria no Brasil, melhores práticas de governança corporativa, o desafio continua. 2. ed. São Paulo, 2007. Disponível em: <http://www.anefac.com.br/imagem/Folder_Gerenciamento_Risco.pdf>. Acesso em: 21 maio 2011.

ROCHA, J. G. C.; VANALLE, R. M. Análise do processo decisório para seleção de rodovias a serem pedagiadas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, Rio de Janeiro, n. 1, p. 151-172, 2003.

SCHUMACHER, L. M. Manutenção e reposição do equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão de rodovias: avaliação das revisões e reajustes de tarifas no Brasil. 2003. 137 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia) - Escola Politécnica da Universidade São Paulo, São Paulo: USP, 2003.

SCHUMACHER, L. M.; ALENCAR, C. T. *Manutenção e reposição do equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessões de rodovias: avaliação das revisões e reajustes de tarifas no Brasil*. Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, São Paulo. 2004.

SECURATO, J. R. *Crédito: análise e avaliação do risco*. São Paulo: Saint Paulo, 2002.

STUCHI, L. G. *Quantificação do risco de crédito: uma aplicação do modelo creditrisk para financiamento de atividades rurais e agroindustriais*. 2003. 107 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2003.

TRAPP, A. C. G.; CORRAR, L. J. Avaliação e gerenciamento do risco operacional no Brasil: análise de caso de uma instituição financeira de grande porte. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 16, n. 37, p. 24-36, 2005.

ZONATTO, V. C. S.; BEUREN, I. M. Categorias de riscos evidenciadas nos relatórios da administração das empresas brasileiras com ADRs. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 12, n. 35, p. 141-155, 2010a.

_____. Evidenciação da gestão de riscos do coso (2004) nos relatórios da administração de empresas brasileiras com ADRs. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, v. 9, n. 2, p. 127-143, 2010b.

_____. Evidenciação da gestão de riscos pela metodologia do coso: um estudo nos relatórios da administração de empresas brasileiras. *ConTexto*, v. 12, n. 21, p. 69-86, 2012.