



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 9, n. 3, p. 163-184, jul./set., 2013

doi:10.4270/ruc.2013327  
Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



---

## **DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE O RISCO DE MERCADO: UM CASO DE EMPRESAS DO PSI20<sup>1</sup>**

**MARKET RISK INFORMATION DISCLOSURE: A CASE OF COMPANIES WITHIN PSI 20**

**LA REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DEL RIESGO DEL MERCADO: UN CASO DE COMPAÑÍAS DEL PSI 20**

**Maria Teresa Venâncio Dores Alves**

Doutora em Gestão (especialidade Contabilidade) pelo  
Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa do  
Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL)  
Professora Coordenadora da Escola Superior de Ciências Empresariais do  
Instituto Politécnico de Setúbal.  
Endereço: Campus do IPS – Estefanilha  
CEP: 2914-503 – Setúbal - Portugal  
E-mail: [teresa.alves@esce.ips.pt](mailto:teresa.alves@esce.ips.pt)  
Tel.: +351 26 570 93 64

**Mónica Lopes Graça**

Mestre em Contabilidade pelo Instituto Politécnico de Setúbal  
ESCE - Escola Superior de Ciências Empresariais do  
Instituto Politécnico de Setúbal  
Endereço: Campus do IPS – Estefanilha  
CEP: 2914-503 - Setúbal - Portugal  
E-mail: [monica-lg@hotmail.com](mailto:monica-lg@hotmail.com)  
Telefone: +351 26 570 93 64

### **RESUMO**

As empresas com títulos cotados em bolsa são obrigadas a cumprir um conjunto de requisitos de divulgação de informação sobre o risco de mercado que resultam, entre outras, das imposições da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários e das regras contabilísticas, em particular da Norma Internacional de Relato Financeiro (IFRS) 7 “Instrumentos Financeiros: Divulgações”. É objetivo do presente estudo verificar as práticas de divulgação de informação

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 08.11.2012. Revisado por pares em 13.04.2013. Reformulado em 16.09.2013. Recomendado para publicação em 20.09.2013 por Carlos Eduardo Facin Lavarda. Publicado em 30.09.2013. Organização responsável pelo periódico: FURB.

sobre o risco de mercado por parte das empresas do *Portuguese Stock Index (PSI) 20*. Para o efeito recorremos ao método da análise de conteúdo, constituindo os relatórios e contas de 2010 das empresas referidas o objeto de análise. Verificamos o cumprimento das práticas de divulgação de informação por tipo de risco de mercado, numa perspetiva qualitativa e quantitativa. Abordamos, também, a problemática da divulgação voluntária. Verificamos que, na sua grande maioria, as empresas cumprem os requisitos da IFRS 7, que a divulgação sobre o risco de taxa de juro é a mais observada e que, em geral, utilizam instrumentos derivados para minimizar os riscos de mercado.

**Palavras-chave:** Divulgação, risco de mercado, IFRS 7.

### **ABSTRACT**

*It is compulsory for listed companies to fulfil a set of requirements about market risk information disclosure. That happens, among other reasons, because of the impositions of Comissão de Mercado de Valores Mobiliários and the accounting rules, particularly the International Financial Standard (IFRS) 7 “Financial Instruments: Disclosures”. The objective of the present study is to verify the market risk information disclosure practices of the companies that integrate the Portuguese Stock Index (PSI) 20. For that purpose we use the content analysis method and the 2010 annual accounts of the cited companies as the object of analysis. We try to verify compliance with information disclosure, specifically regarding market risk information disclosure, in both qualitative and quantitative perspectives. The voluntary disclosure issue is, also, addressed. We found that the great majority of the companies fulfil IFRS 7 requirements, that disclosures about interest rate risk are the most observed and, in general, that companies use derivative instruments to mitigate market risks.*

**Keywords:** Disclosure, market risk, IFRS 7.

### **RESUMEN**

*Las compañías con los títulos cotizados en bolsa son obligadas a satisfacer un conjunto de requisitos de revelación de información sobre el riesgo de mercado que resultan, entre otros, de las imposiciones de la Comissão de Mercado de Valores Mobiliários y de las reglas contables, particularmente de la NIIF 7 “Instrumentos Financieros: Información a Revelar”. Es objetivo del actual estudio verificar las prácticas de revelación de información sobre el riesgo del mercado de parte de las compañías que integran el Portuguese Stock Index (PSI) 20. Para el efecto recorremos al método del análisis del contenido, constituyendo las cuentas anuales de 2010 de las compañías citadas el objeto del análisis. Verificamos el cumplimiento de las prácticas de revelación de la información por tipo de riesgo de mercado, en una perspectiva cualitativa y cuantitativa. Acercamos, también, la problemática de la revelación voluntaria. Verificamos que, en su gran mayoría, las compañías satisfagan los requisitos de la NIIF 7, que la revelación sobre el riesgo de tipo de interés es lo más observado y que, generalmente, utilicen instrumentos derivados para reducir al mínimo los riesgos de mercado.*

**Palabras clave:** Revelación, riesgo del mercado, NIIF 7.

## **1 INTRODUÇÃO**

O tema da gestão e divulgação dos riscos a que as empresas estão sujeitas tem vindo a merecer cada vez maior destaque, particularmente, desde a crise financeira americana até à crise da dívida soberana que continua a afetar Portugal. Procurando ganhar a confiança dos

seus investidores e dos mercados, as empresas divulgam cada vez mais informação quer financeira quer não financeira, seja ela obrigatória ou voluntária. A divulgação da informação sobre o risco é uma questão fundamental na comunicação das empresas (BERETTA e BOZZOLAN, 2004). O risco é um elemento incontornável de qualquer empreendimento empresarial (AMRAN et al, 2009). São várias as definições de risco presentes na literatura. Segundo Kropp et al (1999, apud ALVES, 2005, p. 42) o risco pode ser definido como “acontecimentos futuros incertos que possam influenciar o alcance dos objetivos estratégicos, operacionais e financeiros da organização”.

O presente estudo baseia-se em Othman e Ameer (2009). Estes autores analisaram as práticas de divulgação do risco de mercado, em conformidade com a norma de relato financeiro aplicada na Malásia (*Financial Reporting Standard 132: Financial Instruments: Disclosure and Presentation*), por parte das empresas da Malásia nos anos de 2006/2007. É objetivo deste estudo elaborar uma análise das práticas de divulgação de informação sobre o risco de mercado, efetuadas em conformidade com a IFRS 7, por empresas que integram o PSI 20. Especificamente é nosso objetivo verificar as práticas de divulgação de informação sobre risco de mercado, nomeadamente quanto às divulgações das políticas de risco de mercado, tipos de risco de mercado e à divulgação das medidas para fazer face a esses riscos.

Dada a atualidade e relevância do tema, consideramos que o estudo se justifica porque é importante, por um lado, conhecer o “estado da arte” e, por outro, verificar a forma como as empresas portuguesas mais destacadas cumprem os requisitos de divulgação da informação sobre o risco.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: após a introdução, o ponto 2 inclui uma revisão de literatura que integra a definição de conceitos fundamentais, tais como risco e risco de mercado; os tipos de riscos de mercado que podem existir; e trata os temas da medição do risco e divulgação obrigatória e voluntária de informação. E, ainda, uma abordagem a estudos empíricos anteriores sobre o mesmo tema. No ponto 3 é definida a metodologia, sendo colocadas as questões para o desenvolvimento do estudo, com recurso à análise de conteúdo dos relatórios e contas das empresas da amostra. Por último, no ponto 4, são analisados os dados recolhidos e apresentadas as conclusões, incluindo limitações do estudo e linhas de investigação futuras possíveis.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Os conceitos chave presentes neste artigo são “risco” e “risco de mercado”. Relativamente à definição do conceito de risco, parece não existir consenso. A FERMA (2003, p. 3) considera que o “risco pode ser definido como a combinação da probabilidade de um acontecimento e das suas consequências (ISO/IEC Guide 73). O simples facto de existir atividade, abre a possibilidade de ocorrência de eventos ou situações cujas consequências constituem oportunidades para obter vantagens (lado positivo) ou então ameaças ao sucesso (lado negativo)”. Para Linsley e Shrives (2006), o risco refere-se a qualquer oportunidade ou perspectiva, ou qualquer perigo, dano, ameaça ou exposição, que possa causar ou vir a causar impacto sobre a empresa ou da gestão de qualquer oportunidade, perspectiva, perigo, dano, ameaça ou exposição. Ou seja, também consideram o “risco” em sentido amplo, incluindo o sentido positivo e o sentido negativo. Porém, outros como *The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO, 2004) encaram o risco apenas na perspectiva negativa.

No que concerne ao conceito de risco de mercado, Ameer (2009) e Othman e Ameer (2009) identificam-no como o risco de perda decorrente das mudanças adversas nas taxas de mercado e preços, como as taxas de juros, de câmbio, preços de mercadorias, ou as cotações das ações. Trata-se de uma definição semelhante à apresentada no normativo contabilístico. De facto, segundo a IFRS 7 (Apêndice A) o risco de mercado consiste no “risco de que o justo

valor ou o fluxo de caixa futuro de um instrumento financeiro venha a flutuar devido a alterações nos preços de mercado.” Este tipo de risco engloba o risco cambial, o risco de taxa de juro e outros riscos de preços. A IFRS 7 (Apêndice A e B) apresenta as definições destes tipos de risco de mercado.

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).

Brealey et al (2007) definem o Beta ( $\beta$ ) como sendo a sensibilidade ao risco de mercado de um título de uma carteira de títulos diversificada. É o indicador de medição de risco de mercado utilizado no modelo de *Capital Asset Pricing Model* (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.

Segundo Jorion (1997, apud LIM, CHEE e TAN 2007, p. 354), o VaR fornece um resumo estatístico da ordem de grandeza das perdas potenciais devido ao risco de mercado. Esta medida capta o efeito combinado da volatilidade subjacente e exposição líquida ao risco de mercado. O VaR é predominantemente utilizado pelas instituições financeiras (LIM, CHEE e TAN, 2007), no entanto as empresas não financeiras também podem optar pela sua utilização para divulgar a exposição ao risco de mercado, conforme disposto na IFRS 7 (§41). Alguns dos objetivos do VaR são, de acordo com Hodgkinson et al (1998, apud ALVES 2005, p. 79-80), fazer divulgações sobre derivados e outros instrumentos financeiros; auxiliar as empresas na gestão do risco; medir o risco de mercado e outros tipos de risco; resumir em apenas uma medida de risco todos os fatores e interações; calcular o movimento negativo máximo da posição financeira de uma empresa num determinado período de tempo. No entanto, como defendem Lim, Chee e Tan (2007, p. 354), fazendo referência a diversos autores, esta medida pode apresentar alguns inconvenientes ou desvantagens:

- Os gestores que escolhem o VaR para as divulgações quantitativas podem basear as suas estimativas em suposições subjetivas e questionáveis sobre os acontecimentos futuros e ações, proporcionando-lhes a oportunidade para deturpar a exposição das empresas ao risco mercado (BECKETT, 1997; LOGAN e MONTGOMERY, 1997);
- Existem diferentes métodos para calcular o VaR que têm diferentes níveis de precisão e eficiência (HUANG e LIN, 2004; ANGELIDIS et al, 2007);
- Os investidores podem ter dificuldade em compreender as implicações de cada método e processar os números calculados quantitativa e probabilisticamente, o que fará com que as divulgações relacionadas com o VaR não contribuam para melhorar as avaliações dos investidores em relação à exposição ao risco de mercado a que as empresas podem estar sujeitas (HODDER et al., 2001).

Para além destas medidas, existem empresas que utilizam outro tipo de análise para medirem o risco a que se encontram expostas e em que medida os seus resultados podem ser afetados. Nomeadamente para o risco de taxa de juro, para o qual efetuam análises de sensibilidade utilizando técnicas de análise que medem os impactos estimados nos resultados e nos capitais de um aumento ou diminuição imediato das taxas de juro de mercado, face às

taxas aplicadas à data do relato para cada classe de instrumento financeiro, mantendo todas as outras variáveis constantes.

Conhecidos os conceitos e medidas de risco de mercado mais relevantes, importa entender as razões subjacentes à divulgação de informação sobre o risco de mercado. A divulgação de informação é efetuada porque existe legislação que a isso obriga mas, também, pode ser efetuada de forma voluntária. A divulgação voluntária diz respeito à qualidade das informações de carácter financeiro e económico sobre as operações, recursos e obrigações de uma empresa, que sejam úteis aos acionistas, e que são entendidas como sendo aquelas que de alguma forma influenciam a tomada de decisões, envolvendo a empresa e o acompanhamento da evolução patrimonial, possibilitando o conhecimento das ações passadas e a realização de inferências em relação ao futuro (NIYAMA e GOMES, 1996, apud CARVALHO et al, 2011, p. 2). Para Meek et al (1995) esta é a divulgação que excede o previsto na lei e representa uma escolha livre por parte dos gestores em divulgar informações adicionais para o processo de tomada de decisão dos investidores.

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

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

Hodgkinson et al. (1998, apud ALVES e MORAIS, 2005, p. 5) consideram que a divulgação dos riscos tem vários objetivos e identificam os seguintes: “reduzir o custo do capital; encorajar uma melhor gestão do risco; e relatar sobre o risco”.

Papa e Peters (2011, p. 48) referem a existência de vários estudos académicos que realçam o conteúdo informativo das divulgações sobre o risco de mercado: Jorion (2002) verificou, numa amostra de instituições financeiras, que a divulgação do VAR dos instrumentos financeiros ajuda a prever a variabilidade dos réditos e, por isso, é útil para os participantes do mercado de capitais; Linsmeier et al. (2002) evidenciaram o conteúdo informativo das divulgações sobre o risco de mercado e verificaram que quando as empresas divulgam a informação imposta pelo normativo contabilístico sobre a sua exposição a fatores de risco de mercado, a sensibilidade do volume de negócios a alterações nos fatores de risco de mercado diminui; e Rajgopal (1999), cujo estudo é, também, realçado por Linsley e Shrivies (2006), como referimos adiante.

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

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

No entanto, as divulgações sobre os riscos podem trazer inconvenientes para as empresas, sendo das mais relevantes a potencial desvantagem competitiva que pode resultar da divulgação dos riscos (ALVES e MORAIS, 2005). Segundo Healy e Palepu (2000, apud ALVES e MORAIS, 2005, p. 7) existem estudos que referem que mesmo que o custo do capital seja mais elevado, as empresas têm um incentivo para não divulgar informação que possa reduzir a sua posição competitiva. No mesmo sentido Othman e Ameer (2009) defendem que as empresas limitam a divulgação de informação sobre o risco potencial para o mercado devido à existência de custos de proprietário, o que é consistente com teoria dos custos de propriedade. No entanto há informação cuja divulgação é de carácter obrigatório. Em Portugal muitas das imposições resultam da introdução no direito interno de Diretivas ou de Regulamentos da União Europeia.

O Regulamento 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia “tem como objetivo a adoção e a utilização das normas internacionais de contabilidade na Comunidade, com vista a harmonizar as informações financeiras apresentadas pelas contas consolidadas das sociedades cujos títulos são negociados publicamente, de forma a assegurar um elevado grau de transparência e de comparabilidade das demonstrações financeiras e, deste modo, um funcionamento eficiente do mercado de capitais da Comunidade e do mercado interno.” Este Regulamento foi introduzido no direito interno através do DL35/2005 de 17 de Fevereiro e, além de impor a sua aplicação a partir de 2005 às sociedades referidas, estabelece a possibilidade de aplicação das normas do IASB na preparação e apresentação das demonstrações financeiras consolidadas de entidades não cotadas e das demonstrações financeiras individuais de entidades cotadas e não cotadas.

O DL35/2005 também introduziu algumas alterações ao Código das Sociedades Comerciais (CSC) que dão ênfase à obrigatoriedade de divulgação de informação sobre o risco. Este Código, no artigo 66º, refere que as sociedades devem incluir, no relatório de gestão, “uma exposição fiel e clara da evolução dos negócios, do desempenho e da posição da sociedade, bem como uma descrição dos principais riscos e incertezas com que a mesma se defronta.” Refere ainda, no nº 5 a) do mesmo artigo, que devem ser indicadas “a evolução da gestão nos diferentes setores em que a sociedade exerceu atividade, designadamente no que respeita a condições de mercado, ...”. Na alínea h) menciona que o relatório de gestão, sempre que seja relevante, deve referir quais são “os objetivos e as políticas da sociedade nas matérias de gestão dos riscos financeiros, incluindo as políticas de cobertura de cada uma das principais categorias de transações previstas para as quais seja utilizada a contabilização de cobertura, e a exposição por parte da sociedade aos riscos de preço, de crédito, de liquidez e de fluxos de caixa”. O CSC refere, também, que o Anexo (ou, segundo a IAS 1 do IASB, as “Notas compreendendo um resumo das políticas contabilísticas significativas e outras notas explicativas”), parte integrante do relatório e contas, deve ser divulgada informação “sobre a natureza e o objetivo comercial das operações não incluídas no balanço e o respetivo impacto financeiro, quando os riscos ou os benefícios resultantes de tais operações sejam relevantes e na medida em que a divulgação de tais riscos ou benefícios seja necessária para efeitos de avaliação da sociedade.”

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), entidade reguladora da bolsa em Portugal, exige a entrega, entre outros documentos, do relatório e contas anual, o

qual deve incluir uma Declaração dos responsáveis da empresa em que "afirmem que, tanto quanto é do seu conhecimento, a informação foi elaborada em conformidade com as normas contabilísticas aplicáveis, dando uma imagem verdadeira e apropriada do ativo e do passivo, da situação financeira e dos resultados do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação, quando for o caso, e que o relatório de gestão expõe fielmente a evolução dos negócios, do desempenho e da posição do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação, contém uma descrição dos principais riscos e incertezas com que se defrontam" (artigo 245º do Código dos Valores Mobiliários).

Quanto ao normativo contabilístico, a IFRS 7 é a norma que trata da divulgação da informação sobre o risco e tem como objetivo "exigir às entidades que forneçam divulgações nas suas demonstrações financeiras que permitam que os utentes avaliem: o significado dos instrumentos financeiros para a posição financeira e o desempenho da entidade; e a natureza e a extensão dos riscos decorrentes a instrumentos financeiros aos quais a entidade está exposta durante o período e na data de relato, assim como a forma como a entidade gere esses riscos" (IFRS7§1).

A Norma Internacional de Contabilidade (IAS) 32 – "Instrumentos Financeiros: Apresentação" (§11) define os instrumentos financeiros considerados na IFRS 7 como "qualquer contrato que dê origem a um ativo financeiro de uma entidade e a um passivo financeiro ou instrumento de capital próprio de uma outra entidade." De acordo com esta norma (IAS 32) ativo financeiro pode ser dinheiro; um instrumento de capital próprio de uma outra entidade; um direito contratual (de receber dinheiro ou outro ativo financeiro ou de trocar ativos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade em condições que sejam potencialmente favoráveis para a entidade); ou um contrato que será ou poderá ser liquidado nos instrumentos de capital próprio da própria entidade e que seja" um não derivado ou um derivado de acordo com as condições expressas na norma. Define passivo financeiro como "um passivo que seja uma obrigação contratual de entregar dinheiro ou outro ativo financeiro a outra entidade, ou de trocar ativos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade em condições que sejam potencialmente desfavoráveis para a entidade; um contrato que será ou poderá ser liquidado nos instrumentos do capital próprio da própria entidade e que seja" um não derivado ou um derivado, nas condições estipuladas na norma. Define, ainda, o instrumento de capital próprio como "um qualquer contrato que evidencie o interesse residual nos ativos de uma entidade após dedução de todos os seus passivos."

As principais divulgações relacionadas com risco de mercado previstas na IFRS 7 são as seguintes, no que concerne a rubricas da demonstração da posição financeira:

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

Outras divulgações muito relevantes neste contexto, exigidas pela IFRS 7 relativamente a cada classe de instrumentos financeiros:

- “... os métodos e, quando for usada uma técnica de valorização, os pressupostos aplicados na determinação dos justos valores de cada classe de ativos financeiros ou de passivos financeiro” (§ 27, como alterado pelo Regulamento (UE) Nº 1165/2009 da Comissão de 18 de Fevereiro de 2011).
- A diferença, caso exista, entre o “justo valor no momento do reconhecimento inicial” e a “quantia que seria determinada na data” de valorização do instrumento financeiro na situação em que não exista mercado ativo para esse instrumento (§ 28).

A norma (IFRS7, § 29) indica situações em que não exige “qualquer divulgação do justo valor. No que diz respeito a investimentos em instrumentos de capital próprio não cotados num mercado ativo ou a derivados associados a tais instrumentos de capital próprio que sejam mensurados pelo custo segundo a IAS 39, porque o seu justo valor não pode ser mensurado com fiabilidade.” Neste caso, de acordo com o parágrafo 30 c) da norma, a entidade deve proporcionar informação “para ajudar os utentes das demonstrações financeiras a efetuar os seus próprios julgamentos de valor acerca da extensão de possíveis diferenças entre a quantia escriturada desses ativos financeiros e passivos financeiros e o seu justo valor, designadamente informação acerca do mercado para os instrumentos.”

A IFRS7 exige a divulgação de informação de carácter qualitativo e de carácter quantitativo. Em relação às divulgações qualitativas dispõe que (§ 33) “para cada tipo de risco associado a instrumentos financeiros uma entidade deve divulgar a sua exposição ao risco e a origem dos riscos; os seus objetivos, políticas e procedimentos de gestão de risco e os métodos utilizados para mensurar o risco; e quaisquer alterações” relativas a estas situações e “ao período anterior.” Em relação às divulgações quantitativas dispõe que (§ 34, como alterado pelo Regulamento (UE) Nº 149/2011 da comissão de 18 de Fevereiro de 2011) a entidade deve divulgar “um resumo dos dados quantitativos relativos à sua exposição a esse risco no final do período de relato. ... as concentrações de risco se não forem evidentes a partir das” outras divulgações. Devem ainda ser divulgadas informações adicionais representativas caso, à data do relato, os dados quantitativos divulgados não sejam representativos dos riscos aos quais a entidade está sujeita durante esse período (§ 35).

Esta norma dispõe, ainda, que a entidade “deve divulgar uma análise de sensibilidade para cada tipo de risco de mercado ao qual está exposta à data de relato, que mostre a forma como os lucros ou prejuízos e o capital próprio teriam sido afetados por alterações na variável de risco relevante que fossem razoavelmente possíveis àquela data; os métodos e pressupostos utilizados na elaboração da análise de sensibilidade; e as alterações introduzidas nos métodos e pressupostos utilizados face ao período anterior, bem como as razões dessas alterações” (§ 40). No entanto estas divulgações ficam dispensadas caso a entidade elabore “uma análise de sensibilidade, tal como uma análise do valor-em-risco (*value-at-risk*), que reflita interdependências entre variáveis de risco (por exemplo, taxas de juro e taxas de câmbio) e utilize essa análise para gerir os riscos financeiros... A entidade deve igualmente divulgar: uma descrição do método utilizado na elaboração dessa análise de sensibilidade, assim como dos principais critérios e pressupostos subjacentes aos dados fornecidos; e uma explicação do objetivo do método utilizado e das limitações que podem resultar do facto da informação não refletir cabalmente o justo valor dos ativos e dos passivos envolvidos” (§ 41). Caso as análises de sensibilidade referidas anteriormente não representem o “risco inerente a um instrumento financeiro... a entidade deve divulgar esse facto, bem como a razão pela qual considera que a análise de sensibilidade não é representativa” (§ 42).

Finalmente, de acordo com a IFRS7 (Apêndice B, § 17) as entidades devem efetuar a divulgação de forma a “transmitir uma imagem global sem combinar informações com características diferentes acerca das exposições a riscos associados a ambientes económicos



consideravelmente diferentes. Por exemplo: uma entidade que negocia instrumentos financeiros pode divulgar esta informação separadamente para instrumentos financeiros detidos para negociação e não detidos para negociação; a entidade não deverá agregar a sua exposição a riscos de mercado em áreas de hiperinflação com a sua exposição aos mesmos riscos de mercado em áreas de inflação muito baixa. Se uma entidade estiver exposta a apenas um tipo de risco de mercado em apenas um ambiente económico, não deve apresentar essa informação de forma desagregada”.

O tema da divulgação de informação sobre o risco de mercado tem sido objeto de muitos estudos empíricos. Verificamos que entre estes, uns incidem sobre a generalidade da informação divulgada pelas empresas, seja ela voluntária ou obrigatória (RAJGOPAL, 1999; BERETTA e BOZZOLAN, 2004; LINSLEY e SHRIVES, 2006; KRETZSCHMARA et al, 2007; AMEER, 2009; AMRAN et al, 2009), enquanto outros focam, essencialmente, a análise da informação obrigatória (ABEDELGHANY, 2005; GROUT e ZALEWSK, 2005; COMBES-THUÉLIN et al, 2006; OTHMAN e AMEER, 2009). O presente estudo segue mais esta última corrente.

Rajgopal (1999, apud LINSLEY e SHRIVES, 2006) testou a relação entre a exposição dos preços de mercadorias ao risco e a sensibilidade do mercado em relação ao preço do petróleo e ao preço do gás. Como a relação foi confirmada, concluiu que as divulgações eram "úteis" no sentido de que eram indicadores fiáveis da sensibilidade ao preço. É importante notar que, embora, confirmando a veracidade das divulgações não ficou demonstrada a utilidade incremental para os investidores das medidas de risco utilizadas.

Beretta e Bozzolan (2004) apresentaram uma proposta de um quadro para a análise da comunicação de risco e um índice para medir a qualidade de divulgação de riscos. Referem que a literatura sobre a divulgação voluntária tem realçado que a quantidade pode ser usada como um indicador de qualidade. Os autores argumentam que, na análise da divulgação de riscos feita por empresas cotadas em bolsa, a atenção tem de ser não só para o quanto é divulgado, mas também para o que é divulgado e como. A amostra incluiu empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Valores italiana. A regressão utilizada demonstrou que a quantidade de divulgação não era influenciada quer pela dimensão quer pelo setor de atividade. Assim, os autores defendem que este método pode ser usado para avaliar a qualidade da divulgação de riscos.

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

Kretzschmara et al (2007) comprovaram o estudo de Rajgopal (1999) e propuseram melhorias para identificar os riscos de mercado nos relatórios financeiros. Argumentam que as exposições ao risco de mercado nos valores dos ativos são um problema de contabilidade cada vez mais importante. Principalmente para os setores com contratos e regras específicos, a

situação constitui um problema de contingência para os investidores, analistas financeiros, organismos normalizadores e agências governamentais. O estudo utiliza uma amostra ampla de campos de petróleo. Comprovaram que empresas com contratos de partilha de produção têm lucros maiores que em contratos de concessões, através da constatação das taxas de imposto efetivas. Verificaram que as informações divulgadas pelas empresas não eram de fácil interpretação. Sugerem que deveria haver divulgações separadas entre as informações de contratos de partilha de produção e os valores das concessões uma vez que os comportamentos são diferentes em relação a variações de preços do gás e do petróleo.

Ameer (2009) examinou o estado das práticas de gestão de risco entre as empresas da Malásia cotadas em bolsa e avaliou o valor de relevância do montante nocional dos derivados de taxa de câmbio e de taxa de juro usados por essas empresas ao longo do período de 2003-2007. Analisou os respetivos relatórios e contas e usou a opção “procurar” do PDF para encontrar as palavras-chave. Concluiu que poucas empresas efetuam cobertura de risco de mercado. As empresas de plantações, de produtos industriais, serviços comerciais e setores de matérias-primas são os principais utilizadores dos derivados na Malásia. Usou uma regressão linear e verificou a existência de uma correlação positiva entre o total de ganhos e o uso de derivados. Os resultados pareceram sugerir que embora na Malásia a divulgação ideal do montante de derivados tenha relevância de valor, o seu contributo para o valor de uma empresa é mínimo comparado com outros países.

Amran et al (2009) exploraram, igualmente, a divulgação do risco nos relatórios e contas das empresas da Malásia, tendo a análise incidido sobre a parte não financeira dos relatórios. Efetuaram um teste empírico das características das empresas da amostra e a comparação entre os níveis de risco que estas enfrentam e o nível de divulgação que apresentam. Usaram o método da análise de conteúdo dos relatórios e contas de uma amostra de cem empresas. Recorreram à teoria dos *stakeholders* para explicar as ligações entre as variáveis. Verificaram que a dimensão das empresas importa e tem um peso significativo. Utilizaram uma regressão para testar as hipóteses estando os resultados de acordo com o esperado sendo explicados pela teoria dos *stakeholders*. A análise foi focalizada na quantidade e extensão das divulgações de risco e não na qualidade do risco.

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

Grout e Zalewsk (2005) consideram que é crucial entender o impacto das mudanças reguladoras sobre o risco de mercado. Defendem que a literatura não mostra como o risco responde a alterações reguladoras esperadas que são especificamente concebidas para mudar o risco. Neste sentido procuraram preencher esta lacuna, fornecendo um estudo detalhado de um caso. Usaram uma amostra de quinze empresas do Reino Unido e dos Estados Unidos,

entre 1993 e 2000, e verificaram que as mudanças observadas no risco de mercado eram significativas e consistentes com a teoria.

Combes-Thuélin et al (2006) referem que a divulgação orientada do risco é uma questão fundamental para a comunicação das empresas e nesse sentido, foram muitas as medidas implementadas quer nos Estados Unidos da América quer na Europa para promover a transparência sobre os riscos que as empresas enfrentam, especialmente, as cotadas. O aumento dos requisitos de divulgação sobre o risco leva à necessidade de verificação da conformidade com esses requisitos. Ora, esta necessidade levanta questões como: “O que é necessário divulgar? O que é o risco?” Para responder a estas questões e tendo como base Huberman e Miles (1994), os autores usaram um método qualitativo e várias fontes para explorar os dados recolhidos: relatórios anuais das empresas, leis, normas de contabilidade, e fontes profissionais. Neste estudo estabeleceram um inventário das regras existentes relacionadas com a divulgação do risco que as empresas francesas enfrentavam e verificaram que não existia consenso entre as diferentes peças da legislação. Demonstraram, também, que a terminologia utilizada divergia de empresa para empresa.

Othman e Ameer (2009) procuraram investigar as práticas de divulgação de risco do mercado pelas empresas cotadas na Bolsa da Malásia. Examinaram o nível de conformidade com a FRS 132 para períodos financeiros após 2006. Usaram o método da análise de conteúdo e a codificação. Verificaram que apesar de um grande número de empresas mostrarem conformidade em relação à FRS 132 no que se relaciona com a divulgação da política de gestão de risco, existiam diferenças sistemáticas nas várias empresas ao nível do detalhe da divulgação, qualitativamente e quantitativamente. Em relação aos dois tipos de riscos que analisaram, o risco de mercado e o risco de crédito, verificaram que o risco de crédito foi menos mencionado que o risco de mercado e que, no âmbito dos tipos de risco de mercado o maior nível de divulgações foi efetuado em relação ao risco de taxa de juro. Verificaram, também, que a maioria das empresas não exercia qualquer tipo de cobertura de risco de mercado ao longo do período de relato (2006-2007).

### 3 METODOLOGIA

Conforme salientado anteriormente, o normativo contabilístico impõe a divulgação de informação sobre o risco de mercado. Assim, o objetivo deste estudo é analisar as práticas das empresas portuguesas que integram o PSI 20<sup>i</sup>, especificamente, se divulgam os riscos de mercado nos seus relatórios e contas, quantitativa e qualitativamente, em conformidade com o disposto na IFRS 7. Seguindo o estudo efetuado por Othman e Ameer (2009), colocamos as seguintes questões para as quais procuramos resposta:

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

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

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

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

**Q5:** As empresas divulgam análises de sensibilidade ao risco de taxa de juro?

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

O método de investigação adotado, tendo em conta os seus objetivos foi o método descritivo que visa descrever as características de determinado fenómeno ou identificação

entre variáveis e envolve o uso de técnicas padronizadas da recolha de dados (SILVA e MENEZES, 2001, p. 21).

De acordo com os procedimentos técnicos, o método utilizado foi a pesquisa documental seguindo as fases enunciadas por Gil (2010, p. 65): “formulação do problema; elaboração de um plano de trabalho; identificação das fontes; localização das fontes e obtenção do material; análise e interpretação dos dados; redação do relatório”. No presente estudo, estas fases da pesquisa podem ser descritas da seguinte forma:

- Problema: As empresas da amostra divulgam informações sobre o risco de mercado e os instrumentos usados para a sua gestão?
- Plano de trabalho: O trabalho foi planeado e estruturado temporalmente ao longo do período auto estabelecido.
- Fontes: os dados foram extraídos e preparados a partir dos relatórios e contas das empresas da amostra.
- Localização das fontes e obtenção do material: foi efetuada a consulta no *site* da *EURONEX* Lisboa para obter a lista das empresas que compunham a amostra e 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.

Com vista à realização do estudo, selecionamos uma amostra composta pelas dezasseis empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisboa que em 19 de Março 2012, integravam o PSI20. Recolhemos os respetivos relatórios e contas individuais referentes ao ano de 2010. Estas opções prenderam-se com o objetivo de tratar a informação o mais atual e comparável possível. Verificamos que três das empresas selecionadas não disponibilizavam os relatórios e contas individuais. Assim a amostra final passou a incluir apenas treze empresas. As empresas excluídas foram a EDP SGPS e a EDP energias renováveis que apenas disponibilizavam os relatórios em Inglês. Desta forma pretendeu-se evitar erros de tradução que desvirtuassem os resultados. A outra empresa foi a Cimpor SGPS que disponibilizou o relatório e contas consolidado incorporando as contas individuais sem separar as notas, pelo que consideramos que a informação a recolher poderia não ser comparável.

Tendo como objeto os relatórios e contas das empresas da amostra, procedemos à análise de conteúdo. Segundo Bardin (1977, p. 42) esta análise consiste num “conjunto de técnicas de análise das comunicações, visando obter, por procedimentos, sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens.” A análise de conteúdo envolve três fases: pré análise; a exploração do material; o tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação. Na primeira fase incluiu-se a escolha dos documentos a serem submetidos à análise, a formulação de hipóteses e objetivos. A fase de exploração de material envolve as operações de codificação, enumeração em função de regras previamente formuladas. Na terceira fase os dados devem ser tratados de forma a serem significativos e válidos. A “Codificação corresponde a uma transformação – 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)

De acordo com Alves (2011, p. 147) “A análise de conteúdo com as suas potencialidades e, sobretudo, com a facilidade que deriva de ser uma análise discreta, constitui um método de investigação de inegável interesse como forma de procurar aumentar, melhorar e diversificar a investigação. Embora conscientes de que a análise de conteúdo não

proporciona o mesmo tipo de respostas às questões de investigação que, nomeadamente, os questionários ou as entrevistas, considera-se que se trata de uma técnica que permite efetuar estudos relevantes e com elevado rigor científico.”

No presente estudo, a unidade de análise adotada foi a frase por considerarmos “que desta forma se pode inferir o significado de todas as palavras no seu conjunto” (BUHR, 1998, HACKSTON; MILNE, 1996, apud ALVES, 2005, p. 8).

A análise de conteúdo foi efetuada em diversas fases, seguindo os diversos estudos mencionados: primeira leitura dos relatórios e contas para a identificação das divulgações a analisar e fazer uma pré – codificação recorrendo a abreviaturas para fazer essas identificações (ex.: NM para identificar “Não monetário”; BN para identificar “Boas Notícias”). Foram criadas tabelas de apoio em Excel, quer para a criação de fichas de leitura para comparação de frases entre empresas quer para auxiliar a fase seguinte da contagem e verificação das respostas às questões colocadas no estudo. Esta última fase implicou uma segunda leitura dos relatórios e contas. Da primeira leitura dos diferentes relatórios surgiram diversas dúvidas na classificação e codificação pelo que foi necessário encontrar conformidade nos resultados. Sendo assim, foi necessário estabelecer previamente, com base em diversos estudos (ALVES, 2005; LINSLEY e SHRIVES, 2006; AMRAN et al, 2009), as regras de decisão para a classificação das frases. Depois de estabelecidas estas regras analisamos os relatórios e contas das empresas da amostra.

#### **4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS DADOS OBTIDOS**

A análise dos dados recolhidos, a classificação e o resumo das informações permitiu responder às questões colocadas inicialmente.

O número de frases divulgadas por cada uma das empresas da amostra, relativamente ao risco de mercado, foi o seguinte: Altri: 52; Zon Multimedia: 48; Semapa: 59; Mota Engil: 60; Jerónimo Martins: 106; Sonae Indústria: 71; Galp Energia: 85; Portugal Telecom: 62; Sonae SGPS: 83; Soanaecom: 88; Brisa: 32; Portucel: 73; Ren: 60. Verificamos que num total de oitocentas e setenta e nove frases relativas ao risco de mercado, as empresas da amostra apresentam, em média, cerca de sessenta e oito. A Jerónimo Martins é a empresa que divulga mais informação (106 frases) sobre este tema e a Brisa a que menos divulga (32 frases).

Relativamente às questões formuladas verificamos o seguinte:

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

Da análise efetuada constatamos que as empresas divulgam as suas políticas de risco de mercado, quer no Relatório de Gestão quer nas notas às demonstrações financeiras.

Verificamos que a informação divulgada por todas as empresas da amostra está em conformidade com a IFRS 7, no que diz respeito à divulgação das políticas e procedimentos relativos à gestão do risco de mercado. Este resultado é consistente com o obtido por Othman e Ameer (2009) que verificaram que a maioria das empresas cotadas da Malásia estava em conformidade com a norma respetiva. Constatamos, também, que o nível de detalhe das divulgações das políticas não é uniforme nas empresas, situação igualmente observada por Othman e Ameer (2009).

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

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

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

Verificamos, assim, que as empresas fazem as suas divulgações de forma diferente e que mesmo havendo divulgações obrigatórias nem sempre os *stakeholders* conseguem obter as informações que necessitam de forma clara e imediata. Estas situações são consistentes com as limitações encontradas por Othman e Ameer (2009) que defendem a necessidade de normalização na forma de divulgação do risco, com objetivo de uma maior transparência da informação financeira de forma a permitir que os investidores possam estar melhor informados.

De forma a perceber globalmente qual o nível de divulgações para cada tipo de risco, comparando por categoria, efetuamos duas análises, uma comparando empresa a empresa e outra de forma global. A maioria das empresas da amostra apresenta um maior número de divulgações relativamente ao risco de taxa de juro. Apenas, a Jerónimo Martins tem um maior número de divulgações para os outros riscos de preços e as divulgações de informação de riscos da Portucel incide mais nas divulgações sobre o risco cambial.

Quanto ao risco de taxa de juro, verificamos que todas as empresas da amostra divulgaram informações divergindo, também neste caso, do estudo de Othman e Ameer (2009) em que 37,06% das empresas não efetuaram qualquer divulgação correspondente a esta categoria de risco. Provavelmente isso deve-se à forma diferenciada como as empresas das amostras se financiam. As empresas portuguesas são, em geral, fortemente dependentes do capital alheio, especificamente do crédito bancário e por este motivo, podem estar significativamente expostas ao risco de taxa de juro do financiamento. 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. Mas podem estar, também, associadas a empréstimos que as empresas concedem a outras empresas do Grupo. A empresa que mais divulgações efetuou em relação ao risco de taxa de juro foi a Sonae SGPS (57) seguida da Sonae Indústria (46) e da Galp Energia (46). A Brisa foi a empresa que efetuou menos divulgações sobre risco de taxa de juro (13).

Relativamente ao risco cambial, verificamos que todas as empresas efetuaram divulgações o que diverge do estudo de Othman e Ameer (2009) que constataram que 35,89% das empresas não faziam qualquer divulgação sobre este tipo de risco. A empresa que mais divulgações efetua é a Portucel (33). Este facto está relacionado com a grande exposição desta empresa aos efeitos da variação da taxa de câmbio do euro face ao dólar que pode afetar o rendimento da empresa dado o volume de transações que efetua nesta moeda. No caso da Portugal Telecom que aparece de seguida em número de divulgações (20), a sua exposição ao risco cambial está relacionada, essencialmente, com os seus investimentos no Brasil e em

países africanos. A GALP Energia tem uma vasta carteira de projetos em várias áreas geográficas em que se destacam os ativos em Angola e no Brasil. A sua atividade chega a mais de sessenta e cinco países (como por exemplo: Nigéria, Argélia, Moçambique Venezuela, Brasil). Este cenário expõe a empresa ao risco cambial não só pelas transações que efetua (risco cambial de transação) mas também pela desvalorização de *stocks* e empréstimos devido às flutuações do euro contra o dólar (risco cambial económico). O risco cambial da Zon Multimédia está, essencialmente, relacionado com a exposição decorrente de pagamentos efetuados a fornecedores e a produtores de conteúdos de audiovisuais para os negócios de televisão por subscrição e audiovisuais.

No que concerne à terceira categoria de risco de mercado analisada, “Outros riscos de preço”, verificamos a existência de divulgações por parte de sete das empresas da amostra. A empresa que mais se destaca é a Jerónimo Martins, com quarenta e oito divulgações associadas a este tipo de risco. Estas divulgações são na sua maioria relacionadas com o justo valor pelo que não se enquadram nos riscos anteriores e foram encontradas seis divulgações relacionadas com o preço das ações. No caso da Galp Energia as suas divulgações relativas a “Outros riscos de preço”, estão essencialmente ligadas ao preço de matérias-primas como o crude ou o gás natural, que afetam diretamente o negócio da empresa. Neste caso concreto, foi vantajoso para a empresa porque houve um aumento dos preços que lhes foi favorável, uma vez que sendo a GALP distribuidora destas matérias vê assim os seus lucros aumentados.

Algumas empresas da amostra fazem divulgações de riscos de forma genérica. Por exemplo, a REN faz nove divulgações de risco cambial e risco de taxa de juro nas mesmas frases sem que seja possível identificar qual o que tem maior relevância (conforme mencionado nas regras) e, por isso, foram classificadas essas frases como “não especificado”. Nos relatórios e contas da Semapa e da Portucel foram encontradas, doze divulgações assim classificadas e a empresa com maior número de divulgações deste tipo foi a Jerónimo Martins com dezassete divulgações. Os 9% de riscos não especificados, referem-se a frases que foram classificados como risco de mercado mas que não são completamente explícitas a qual dos três tipos de risco de mercado se referem ou então a referência é feita de forma genérica para risco de mercado. Algumas empresas da amostra fazem divulgações de riscos mas sem identificar exatamente a que tipo de risco se refere, mas que se podiam considerar relacionadas com risco de mercado. Ou seja, ao fazerem as divulgações das políticas de risco, por exemplo, referem que fazem gestão dos riscos sem especificarem quais. Ou, então, englobam nas suas políticas e regras de gestão de risco de mercado dois tipos dos tipos de risco de mercado (risco cambial e o risco de taxa de juro).

Ainda, de forma global verificamos que 50% das divulgações de informações são sobre o risco de taxa de juro representando, tal como no estudo de Othman e Ameer (2009), a maioria das divulgações. Na categoria de “Outros riscos de preço” as divulgações representam 27% do total de frases divulgadas. Dentro destes riscos apenas a Jerónimo Martins, a Portucel e a REN fazem referência ao custo das mercadorias como um risco. As restantes divulgações referem-se a riscos como o do preço das ações entre outros.

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

Q3: a) Risco Monetário e Não Monetário

Para responder a esta questão procuramos evidências da existência ou não de fluxos de caixa nas operações a que as frases se referem. No primeiro caso, a frase foi classificada como “monetário” e no segundo caso como “não monetário”. Verificamos que a maior parte das referências são “não monetárias” (70%). As empresas optam por fazer as suas divulgações de uma forma mais informativa em relação à aplicação das normas contabilísticas e das políticas da empresa e daí resulta que a grande maioria das divulgações encontradas sejam

consideradas como “não monetárias”. Especificamente verificamos que apenas a Zon Multimédia efetua mais divulgações “monetárias” do que “não monetárias”. As restantes empresas divulgam mais frases classificadas como “não monetárias”.

#### Q3 b) Boas e Más Notícias ou Neutrais

O resultado obtido através da categorização das frases como “boas”, “más notícias” ou “neutral”, evidencia uma grande percentagem de divulgações classificadas como “neutral” (73%), o que se justifica pela mesma razão referida na questão anterior. As “más notícias” como seria de esperar são em menor número, apenas 10%, uma vez que as empresas procuram a confiança dos investidores e dos mercados. Apenas 17% são referências a “boas notícias”, as quais estão essencialmente ligadas a divulgações de informações sobre a utilização de medidas de cobertura para minimizar os riscos de mercado, tais como a utilização de instrumentos de cobertura ou à divulgação dos objetivos das políticas de gestão de risco. A distribuição por empresa desta categorização das frases evidencia que todas efetuam mais divulgações classificadas como “neutral” do que nas restantes categorias. As diferenças são em número muito significativo. A REN é a empresa que efetua menos divulgações classificadas como “más notícias” tem apenas uma. A Jerónimo Martins é a empresa que efetua mais divulgações incluídas nesta categoria e, também, a que tem o maior número de divulgações como “neutral”. A empresa que tem mais frases classificadas como “boas notícias” é a Sonae SGPS; e a Brisa e a REN são as empresas que apresentam menos frases incluídas nesta categoria.

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

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 mercado em todas as empresas da amostra, num total de cento e quarenta e seis frases. A REN é a empresa que efetua mais divulgações de informação sobre instrumentos de cobertura para fazer face ao risco de mercado, concretamente ao risco de taxa de juro. No ano em estudo o montante do financiamento obtido ronda os 94% do passivo. Desta forma, parece ser possível depreender que a empresa opta por uma política de gestão de risco prudente que se pauta por uma estratégia de cobertura do risco com recurso a instrumentos de cobertura.

Duas empresas referem que, apenas, em casos excecionais utilizam instrumentos de cobertura. A Sonae SGPS refere que utiliza este tipo de instrumento de forma a minimizar o risco de taxa de juro e utiliza geralmente *swaps* de taxa de juro e outros instrumentos derivados de cobertura de taxas de juros. A Sonae Indústria, por regra, não utiliza instrumentos derivados financeiros para cobrir as exposições às variações de taxa de juro. A Sonaecom utiliza instrumentos derivados de cobertura de riscos de taxas de juro, em relação às transações que a empresa considera significativas. Em concreto esta empresa, tal como a Mota Engil, declara utilizar *swaps* de taxas de juro.

Constatamos que a maioria das empresas utiliza instrumentos de cobertura para risco de mercado, essencialmente, para fazer face ao risco de taxa de juro. Os instrumentos de cobertura mais utilizados são os *swaps* de taxa de juro. No entanto, a grande maioria das divulgações não identificam especificamente qual o tipo de instrumento que utilizam (57), e por vezes nem referem especificamente para que tipo de risco de mercado os utilizam. Verificamos que, para fazer face ao risco de preço das ações, os “*equity swaps*” são o instrumento mais utilizado, por exemplo, a ZON e a Portugal Telecom declaram utilizá-lo. Para gerir ao risco cambial, um dos instrumentos mais utilizados são, igualmente, os *swaps* e, também, os futuros cambiais.

Como referimos anteriormente, em todas as empresas da amostra 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 mercado (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 mercado 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.

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

Sete das empresas analisadas não fazem referência à utilização de uma análise de sensibilidade em relação às variações das taxas de juros, como por exemplo a Sonae Indústria e a Galp Energia. Algumas empresas da amostra apenas mencionam a utilização de análise de sensibilidade às variações das taxas de juro. A Sonae SGPS é a que faz mais divulgações nesta matéria (12). A análise de sensibilidade efetuada por esta empresa em relação ao risco de taxa de juro é explicada de forma detalhada, sendo a empresa que apresenta o maior detalhe. A Sonae indústria SGPS é a única empresa da amostra a fazer referência à metodologia do CAPM para calcular as taxas de desconto, mas relativamente à sua utilização para efetuar as projeções dos fluxos de caixa operacionais, para permitir proceder aos testes de imparidade dos investimentos.

Sendo assim, verificamos que no âmbito da divulgação de uma análise de sensibilidade, para cada tipo de risco de mercado ao qual as empresas se encontrem expostas, apenas seis empresas da amostra cumprem o disposto na IFRS 7 (§§ 40 e 41).

Em suma, constatamos que as empresas tendem a cumprir os requisitos da IFRS 7 e procuram efetuar divulgações relativamente aos riscos de mercado 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 o estrito cumprimento dos requisitos obrigatórios. Com base no quadro teórico anteriormente exposto e, tal como Agamah (2013), assumimos que os “agentes” (responsáveis das empresas do PSI 20) desenvolvem esforços para que a conformidade com a regulamentação (de carácter contabilístico ou outro) possa ser garantida protegendo, desse modo, os interesses do “principal”.

## **5 CONCLUSÕES**

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

Neste artigo, após a revisão de literatura teórica e empírica sobre a divulgação da informação relativa ao risco de mercado, apresentamos o estudo empírico efetuado. Este estudo teve como objetivo geral a análise das práticas de divulgação de informação sobre o risco de mercado, efetuadas em conformidade com as normas contabilísticas, por empresas portuguesas que integravam o PSI20. Especificamente analisamos as práticas de divulgação de informação sobre risco de mercado, nomeadamente quanto às divulgações das políticas de

riscos de mercado, tipos de risco de mercado e à divulgação das medidas para fazer face a esses riscos. Efetuamos a análise de conteúdo dos relatórios e contas, do ano de 2010, das empresas da amostra e verificamos que, em geral, efetuaram as divulgações obrigatórias previstas na IFRS 7 no que concerne ao risco de mercado. 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. É bastante notório que, dentro do risco de mercado, o tipo de risco que é objeto de maior número de frases é o risco de taxa de juro (50%). Para fazer face a esse risco 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 da amostra efetuaram divulgações sobre a utilização ou não de instrumentos de cobertura para minimizar os riscos de mercado.

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

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.

Relativamente às limitações do presente estudo, salientamos o fato da amostra ter uma dimensão reduzida e de termos utilizado o método da análise de conteúdo que incorpora um elevado nível de subjetividade. Desta forma, uma linha de investigação futura possível consistiria no alargamento da amostra incluindo as empresas financeiras. Ou ainda, ampliar o objetivo do estudo nomeadamente, verificando se as exigências impostas por outros organismos e regulamentos, tais como “Basileia II” (Quadro prudencial desenvolvido pelo Comité de Supervisão Bancária de Basileia, e adotado pela legislação comunitária através das Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE) e “Basileia III” têm impacto nas práticas de divulgação. Também, seria interessante verificar, ao longo de um determinado período, a eventual consistência das práticas de divulgação de informação sobre o risco de mercado por parte das empresas e fazer a análise da sua evolução.

## REFERÊNCIAS

ABDELGHANY, K. E.. Disclosure of market risk or accounting measures of risk: an empirical study, **Managerial Auditing Journal**, v. 20, n. 8, p. 867-875. 2005. DOI: 10.1108/02686900510619692.

AGAMAH, M.. To What Extent do companies Listed on the Nigerian Stock Exchange Comply with corporate governance and Risk Management Principles, **International Journal of Business and Management**, v. 8, n. 14, p. 134 – 137. 2013. DOI: 10.5539/ijbm.v8n14p134.

ALTRI, SGPS, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

ALVES, M. T. e MORAIS, A. I.. Divulgação de informação sobre o risco financeiro. O caso das empresas do PSI 20 e do IBEX 35. In: Congreso AECA – Armonización y Gobierno de la Diversidad, 13., Oviedo, Espanha. 2005. **Anais...**, 2005.

ALVES, T.. **A importância da divulgação da informação sobre o risco do negócio** [Texto policopiado]. Lisboa: [s.n.], 634 p.. Tese de Doutoramento em Gestão, Especialidade em Contabilidade, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa – ISCTE, Lisboa, 2005.

ALVES, T. Análise de conteúdo: sua aplicação nas publicações de contabilidade, **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809-3337, FURB, Blumenau, v. 7, n.3, p.146-166. 2011. DOI: 10.4270/ruc.2011227.

AMRAN, A.; BIN, A. M.R.; e 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. 2009. DOI: 10.1108/02686900910919893.

AMEER, R.. Value-relevance of foreign-exchange and interest-rate derivatives disclosure, The case of Malaysian firms, **The Journal of Risk Finance**, v. I, n. 1, p.78-90. 2009. DOI: 10.1108/15265940910924517.

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

BERETTA, S., BOZZOLAN, S.. A framework for the analysis of firm risk communication, **The International Journal of Accounting**, v. 39, p. 265–288. 2004. DOI: 10.1016/j.intacc.2004.06.006.

BORIO, C.; TSATSARONIS, K.. Risk in financial reporting: status, challenges and suggested directions, **BIS Working Papers**, nº 213, Bank International Settlements. 2006.

BREALEY, R.A.; MYERS S.C; ALLEN, F.. **Princípios de Finanças Empresariais**. 8. ed. Madrid: MacGraw-Hill, 2007.

BRISA - Auto-Estradas de Portugal, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

CARVALHO, J.R.M.; ALBUQUERQUE, L.S.; ALMEIDA, K.K.N.; LIMEIRA, M.P.. Um estudo exploratório sobre a importância do *Disclosure* no âmbito do processo decisório. Disponível em:< [www.revistaacademia.ccjs.ufg.edu.br/artigo6.swf](http://www.revistaacademia.ccjs.ufg.edu.br/artigo6.swf)>. Acesso em: 5 Nov. 2011.

Código das Sociedades Comerciais. Diário da República, 1.<sup>a</sup> série- N.º 73 - 13 de Abril de 2011. Disponível em:

<<http://www.fd.ul.pt/LinkClick.aspx?fileticket=HU1hLaBF4zU%3D&tabid=515>>. Acesso em: 6 Nov. 2012.

COMISSÃO DE MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, CMVM. Código dos Valores Mobiliários. Disponível em: < <http://www.cmvm.pt>>.. Acesso em: 11 de Abril de 2012.

COMBES-THUÉLIN, E; HENNERON, S.; TOURON, P.. Risk regulations and financial disclosure, An investigation based on corporate communication in French traded companies, **Corporate Communications: An international Journal**, v.11, n. 3, p. 303-326. 2006. DOI: 10.1108/13563280610680876.

COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (COSO). Enterprise Risk Management —Integrated Framework. 2004. Disponível em: <[http://www.coso.org/documents/COSO\\_ERM\\_ExecutiveSummary.pdf](http://www.coso.org/documents/COSO_ERM_ExecutiveSummary.pdf)>. Acesso em: 26 Mar. 2011.

DECRETO-LEI nº 35/2005 de 17 de Fevereiro de 2005.

FEDERATION OF EUROPEAN RISK MANAGEMENT ASSOCIATIONS (FERMA). Norma de Gestão de Riscos. (2003, ISSO/IEC, Guide 73). Disponível em: <<http://www.ferma.eu/risk-management/standards/risk-management-standard/>>. Acesso em: 28 Out. 2011.

GALP Energia, SGPS, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

GIL, A.. **Como elaborar Projectos de Pesquisa**. 5. Ed. São Paulo: Atlas. 2010.

GROUT, P. A. e ZALEWSK, A.. The impact of regulation on Market risk, **Journal of Financial Economics**, n. 80, p. 149-184. 2005. DOI: 10.1016/j.jfineco.2005.02.006

INTERNATIONAL ACCOUTING STANDARDS BOARD (IASB). IAS 32 Instrumentos Financeiros: Apresentação. 2005. Disponível em: <[www.iasb.org](http://www.iasb.org) e [www.cnc.min-financas.pt](http://www.cnc.min-financas.pt)>. Acesso em: 29 Out. 2011.

INTERNATIONAL ACCOUTING STANDARDS BOARD (IASB). IAS 39 Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração. 2009. Disponível em: <[www.iasb.org](http://www.iasb.org) e [www.cnc.min-financas.pt](http://www.cnc.min-financas.pt)>. Acesso em: 29 Out. 2011.

INTERNATIONAL ACCOUTING STANDARDS BOARD (IASB). IFRS 7 Instrumentos Financeiros: Divulgações. 2011. Disponível em: <[www.iasb.org](http://www.iasb.org) e [www.cnc.min-financas.pt](http://www.cnc.min-financas.pt)>. Acesso em: 29 Out. 2011.

JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

JORION, P.. **Value at Risk- The New Benchmark for managing financial risk**. 3. Ed. New York: McGraw-Hill Companies. 2007.

KRETZSCHMARA, G.L.; MISUNDB, B.; HATHERLY D.. Market risks and oilfield ownership-Refining oil and gas disclosures. **Energy Policy**. n. 35, p. 5909–5917. 2007. DOI:10.1016/j.enpol.2007.06.007.

LIM, C. Y.; CHEE Y.; TAN, P.M.. Value relevance of value-at-risk disclosure. Springer Science-Business Media, **Review of Quantitative Financial Accounting**. n. 29, p. 353–370. 2007. DOI: 10.1007/s11156-007-0038-7.

LINSLEY, P.M. e SHRIVES, P. J.. Risk reporting: A study of risk disclosure in the annual reports of UK companies. **The British Accounting Review**. p. 387-404. 2006. DOI: 10.1016/j.bar.2006.05.002.

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

MEEK, G.; ROBERTS, C.; GRAY, S.. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations, **Journal of International Business Studies**. v.26 , n. 3, p. 555-572. 1995. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8490186.

MOTA ENGIL, SGPS, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

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

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.

PAPA, V. e PETERS, S. User Perspectives on Financial Instrument Risk Disclosures under IFRS. Chartered Financial Analysts (CFA) Institute. Disponível em: <[http://www.cfainstitute.org/ethics/documents/financial\\_instruments\\_risk\\_disclosure\\_report\\_volume\\_1.pdf](http://www.cfainstitute.org/ethics/documents/financial_instruments_risk_disclosure_report_volume_1.pdf)>. Acesso em: 15 de Setembro de 2013.

PORTUCEL - Empresa Prod.de Pasta de Papel, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

PORTUGAL TELECOM, SGPS, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

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

SEMAPA - Soc.Inv. E Gestão, SGS, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

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: 30 de Maio de 2012.

SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

SONAECOM, SGPS, S.A.. **Relatório e Contas**. 2010.

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

UNIÃO EUROPEIA (UE). Regulamento (CE) N° 1606 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho de 2002. Jornal Oficial da União Europeia de 11.09. 2002.

UNIÃO EUROPEIA (UE). Regulamento (CE) N° 1126/2008 da Comissão de 3 de Novembro de 2008. Jornal Oficial da União Europeia de 29.11.2008.

UNIÃO EUROPEIA (UE). Regulamento (CE) N° 1165/2009 da Comissão de 27 de Novembro de 2009. Jornal Oficial da União Europeia de 1.12.2009.

UNIÃO EUROPEIA (UE). Regulamento (UE) N° 149/2011 da Comissão de 18 de Fevereiro de 2011. Jornal Oficial da União Europeia de 19.2.2011.

**ZON MULTIMÉDIA – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.. Relatório e Contas. 2010.**

---

<sup>i</sup> Dado o PSI 20 ser um índice bolsista que integra as ações das 20 empresas com maior liquidez, cotadas na Euronext Lisboa, e cuja composição é revista periodicamente, verificamos a sua composição no 19 de Março de 2012 (apenas, por razão de conveniência) e estudamos os relatórios e contas acessíveis a essa data (ano de 2010).