

Disponível em:  
<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>

Race, Joaçaba, v. 13, n. 3, p. 1089-1118, set./dez. 2014

## **QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES DO FORMU- LÁRIO DE REFERÊNCIA NAS EMPRESAS BRA- SILEIRAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA BM&FBOVESPA**

*The quality of the information of reference forms in brazilian compa-  
nies listed in the new market of the BM&FBovespa*

**Lindenberg Araújo Aragão**

E-mail: [lindenberg\\_aragao@hotmail.com](mailto:lindenberg_aragao@hotmail.com)

Mestre em Administração de Empresas pela Universidade de Fortaleza.  
Endereço para contato: Rua Vereador Otoni Lopes de Oliveira, n. 101, casa 25,  
Bairro Vila União, 60.410725, Fortaleza, Ceará, Brasil.

**Danival Sousa Cavalcante**

E-mail: [danivalsc@hotmail.com](mailto:danivalsc@hotmail.com)

Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará;  
Especialista em Contabilidade e Planejamento Tributário pela Universidade Feder-  
al do Ceará.  
Professor na Universidade Católica Rainha do Sertão.

Artigo recebido em 31 de julho de 2013. Aceito em 17 de junho de 2014.

## Resumo

O presente estudo investiga o comportamento das empresas brasileiras em relação ao preenchimento do Formulário de Referência (FR), referente à qualidade das informações, à transparência e às práticas na condução dos negócios, verificando sua adequação às exigências da ICVM n. 480/2009. De cunho exploratório-descritivo, o estudo foi realizado por meio de pesquisa documental, utilizando a análise de conteúdo no FR de 95 empresas. Foram objeto de análise as categorias fatores de risco, riscos de mercado, comentários dos administradores, assembleia geral e conselho de administração e remuneração dos administradores. Em tese, os resultados mostram uma baixa qualidade das informações analisadas. Foram registradas tentativas de omissão de informações acerca dos processos e práticas adotados na condução dos negócios, configurando não conformidade com as regras da ICVM n. 480/2009 e incoerência entre o indagado no FR e as respostas das empresas. Por outro lado, quase metade das respostas foi classificada como “Informações Completas”, indicando que muitas empresas cumpriram o dever de informar, atendendo tanto às expectativas do investidor, quanto às da CVM. Apesar das dificuldades e do grande número de erros cometidos por ocasião do preenchimento do FR, foi positivo o resultado do primeiro ano de informações requeridas pela ICVM n. 480/2009, demonstrando-se, contudo, que as empresas ainda carecem de um período de aprendizado e de adaptação às novas regras. Palavras-chave: Formulário de Referência. Qualidade das informações. Transparência.

### ***The quality of the information of reference forms in brazilian companies listed in the new market of the BM&FBovespa***

#### *Abstract*

*This study investigates how Brazilian companies behave in relation to filling in the Reference Form (RF), regarding the quality of the information, the transparency and the practices in the conduct of the business, checking its adequation to the requirements of CVM (Securities Commission of Brazil) Instruction n. 480/2009. This exploratory-descriptive study was conducted through desk research, using content analysis of 95 companies on their RFs. The categories analyzed were the risk factors, the market risks, the administrators' comments, the general assembly and council of administration and administrators' remuneration. In theory, the results show that the quality of the information analyzed is low. Attempts to omit information about the processes and practices adopted in the conduct of business were registered, which sets non-compliance with the rules of CVM Instruction n. 480/2009 and inconsistency between*

*the asked in the FR and the responses from companies. On the other hand, almost half of the responses were classified as “Complete Information”, indicating that many companies have done their duty to inform, serving both the investor’s and CVM’s expectations. Despite the drawbacks and the large number of errors made when filling in the RF, the balance of the first amount of information required by CVM Instruction n. 480/2009 was positive, showing, however, that companies still require a period of learning and adaptation to the new rules.*

*Keywords: Reference Form. Quality of information. Transparency.*

## 1 INTRODUÇÃO

A divulgação de informações corporativas é fundamental para embasar as decisões dos usuários, bem como para a sobrevivência da empresa. Quanto mais elevado é o nível de divulgação, maior é a credibilidade dos gestores junto ao mercado de capitais, por proporcionar igualdade de direitos entre os acionistas (GALLON; BEUREN; HEIN, 2007).

Entre as inúmeras funções da contabilidade, destaca-se a disponibilização de informações para as partes interessadas na avaliação da situação patrimonial e do desempenho organizacional, considerando-se o seu potencial para subsidiar decisões de administradores ou gestores, bem como de usuários, sejam eles internos ou externos. Além disso, a informação contábil desempenha papel relevante na administração dos conflitos de interesses e na redução da assimetria de informações entre gestores e investidores (CUNHA; RIBEIRO, 2008; SOUZA; BARBOSA, 2011).

Segundo Malacrida e Yamamoto (2006), a divulgação de informações pode ser voluntária (quando independe de imposição legal) ou obrigatória (quando obedece a normatizações, como leis, pareceres e instruções), como a divulgação de vários tipos de informação econômico-financeira, notadamente aquelas que as companhias abertas devem fornecer aos órgãos reguladores. Contudo, segundo Cunha e Ribeiro (2008), embora muitas divulgações financeiras sejam obrigatórias, é importante entender os incentivos para fornecer informações na ausência de regulamentação.

De fato, no cenário atual, constata-se nas empresas uma crescente busca por relatórios financeiros mais transparentes, que privilegiem não somente informações quantitativas, já que essa modalidade, por si só, não é suficiente para transmitir uma imagem institucional realista (IASB, 2005), razão pela qual, a cada dia, as empresas têm utilizado abordagens mais qualitativas, visando oferecer aos investidores melhores condições para análise comparativa das oportunidades de investimento disponíveis no mercado.

Exemplo disso pode ser observado em documento publicado pelo *International Accounting Standards Board* (IASB, 2005), no qual fica clara a ideia de que as empresas são encorajadas a apresentar, além das demonstrações financeiras, um relatório de gestão (*Management Commentary*) que descreva e explique, em forma de narrativa, as principais características do desempenho e da situação financeira, bem como as principais incertezas, desafios e riscos que vêm enfrentando, fortalecendo a ideia de que as organizações estão empenhadas em aumentar a qualidade da informação divulgada junto aos investidores e ao mercado.

Seguindo essa tendência, em 7 de dezembro de 2009, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Instrução n. 480, cujo Anexo n. 24 descreve o Formulário de Referência, criado para ser o novo modelo de divulgação de informações das companhias abertas, em substituição ao antigo Formulário de Informações Anuais (IAN). Segundo Dias (2009), diferentemente do IAN, o FR exige que as companhias divulguem de forma mais qualitativa suas políticas, regras internas e práticas em relação às matérias mais sensíveis na condução dos negócios.

Considerando a entrada em cena desse novo regime compulsório de divulgação de informações, por exigência da ICVM n. 480/2009, bem como a importância da qualidade do *disclosure* para as decisões de investimento dos usuários do mercado de capitais, este estudo procurou responder ao seguinte questionamento: Qual o comportamento das empresas brasileiras listadas no Novo Mercado, da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa), em relação ao preenchimento do Formulário de Referência, referente à qualidade das informações e à transparência das práticas corporativas, diante das exigências da ICVM n. 480/2009?

Assim, o presente estudo teve como objetivo geral analisar como se comportam as empresas brasileiras em relação ao preenchimento do FR, no que diz respeito à qualidade das informações e à transparência e às práticas na condução dos seus negócios, verificando sua adequação às exigências da ICVM n. 480/2009.

Para consecução do objetivo geral, o estudo elegeu os seguintes objetivos específicos: examinar se há coerência entre as respostas das empresas e o que foi perguntado pelo regulador no FR e mostrar a diferença entre informação completa e informação incompleta/genérica.

A pesquisa justifica-se pela escassez de estudos acerca da qualidade da divulgação de informações no FR, destacando-se apenas o Anuário de Governança Corporativa (CAPITAL ABERTO, 2011), que, embora não tenha por objetivo analisar a qualidade das informações do citado instrumento, utilizou-o como base para sua pesquisa; e a pesquisa de Souza e Barbosa (2011), que analisou a legibilidade

do FR em empresas participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa, da BM&FBovespa.

As contribuições do citado estudo não se resumem apenas à relevância dos resultados apresentados, destacando-se, sobretudo, pela oportunidade de que as empresas brasileiras de capital aberto agora dispõem para aprimorar suas práticas de governança, em especial aquelas relativas ao *disclosure*, à medida que, tendo se desviado com tamanha intensidade das respostas requeridas pelo regulador, possam aprender mais a partir dos erros cometidos, em particular com os exemplos das empresas que cumpriram o dever de bem informar os investidores e o mercado.

O presente estudo foi estruturado em cinco seções. Após esta introdução, segue o referencial teórico, dividido em três subseções. A terceira seção traz a metodologia, seguindo com a análise dos resultados na quarta seção e, por fim, é apresentada a conclusão.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 A TEORIA DA DIVULGAÇÃO

A pesquisa positiva internacional em Contabilidade ganhou notoriedade a partir da década de 1980, com a discussão da Teoria da Divulgação (*Theory of Disclosure*), por meio de diversos *papers* sobre esse tema publicados por autores como Ronald Dye e Robert Verrecchia, nos principais *journals* internacionais. Essa linha de pesquisa tem por objetivo explicar a ocorrência de alguns fenômenos em relação à divulgação de informações financeiras, como, por exemplo, o impacto da divulgação de demonstrações contábeis nos preços das ações, ou, ainda, explicar as razões econômicas para que determinadas informações sejam divulgadas de forma voluntária, etc. (SALOTTI; YAMAMATO, 2005).

Em decorrência da utilização dos termos “informação” e “divulgação” quase que concomitantemente nas pesquisas sobre a Teoria da Divulgação, Yamamoto e Salotti (2006) esclarecem que é preciso distinguir bem os significados desses termos. De acordo com esses autores, enquanto a informação está restrita ao conteúdo, a divulgação é considerada em sentido mais abrangente, envolvendo, além do conteúdo, a motivação, o veículo e a forma.

Conforme já referido, a informação pode apresentar-se de forma voluntária ou obrigatória. Entretanto, independentemente da forma pela qual seja divulgada, provoca grandes discussões entre os pesquisadores. Dye (2001) e Verrecchia

(2001), por exemplo, apresentam visões distintas em relação ao estágio da Teoria da Divulgação. Para Dye (2001), a linha de pesquisa da citada teoria já está consolidada. Já Verrrechia (2001) entende que não há uma teoria abrangente sobre *disclosure*, já que não existem indícios suficientes sobre a origem e a subsequência das pesquisas nessa área de forma integrada.

De todo modo, ambos os autores trabalham com a linha de pesquisa que aborda a Teoria da Divulgação desenvolvida por Verrecchia (2001). A visão de Dye (2001) sobre a Teoria da Divulgação Voluntária está relacionada com a Teoria dos Jogos, já que a companhia somente promoverá *disclosure* quando isso lhe for favorável, ao mesmo tempo em que não evidenciará informações desfavoráveis.

Em seguida, Dye (2001) cita vários exemplos de aplicação dessa teoria, como a divulgação do relatório anual, quando a companhia enfatiza seu sucesso nas ações de redução de custos, todavia, sem mencionar as receitas, o que leva o investidor a deduzir, mesmo sem examinar as demonstrações dos resultados, que o crescimento das receitas foi aquém do esperado.

Um exemplo importante desse tipo de pesquisa é relatado por Salotti e Yamamoto (2005, p. 59), sobre os achados de Verrecchia (2001), que é o problema da seleção adversa:

A lógica desse conceito pode ser percebida quando um comprador racional interpreta informação não divulgada como uma informação não favorável sobre o valor ou qualidade do ativo. Desse modo, a qualidade do ativo passa a ser adversa, ou seja, na falta de informação, os investidores descontam o valor dos seus ativos até o momento em que se torna interessante para a firma revelar a informação, mesmo desfavorável.

Como visto, a discussão sobre a forma da divulgação (se voluntária ou obrigatória) tem adeptos para ambas as modalidades, porquanto, se, de um lado, as empresas que praticam a divulgação voluntária assumem que os benefícios dessa modalidade superam os custos de sua produção (COOKE, 1989; VERRECCHIA, 2001), por outro, embora grande parte dos estudos considere a qualidade da divulgação de informações fator essencial para a redução do custo de capital (BOTOSAN, 1997; SENGUPTA, 1998; RICHARDSON; WELKER, 2001; HAIL, 2002), algumas empresas relutam em divulgar determinadas informações de forma plena (*full disclosure*), por considerá-las estratégicas ou confidenciais, podendo comprometer uma vantagem competitiva, ou, ainda, em virtude dos custos com a sistematização e com a publicação das informações;

por isso, limitam-se a divulgar apenas as informações exigidas por lei (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; BUENO; 1999; CARVALHO, 2002; MACAGNAN, 2009; GILL, 2009).

Vale destacar que a Teoria da Divulgação tem por objetivo o desenvolvimento de modelos analíticos, com pesquisas econômicas que procuram fornecer um arcabouço teórico para o desenvolvimento de pesquisas sobre a divulgação voluntária que apontem uma relação entre a divulgação contábil e suas consequências, já que na ausência de motivações econômicas o estudo do *disclosure* se restringe a opiniões (MURCIA; SANTOS, 2009).

Entre esses modelos, assume destaque especial na literatura contábil o estudo de Verrecchia (2001), o qual sugere três grandes categorias sobre *disclosure*: *association-based disclosure*, *discretionary-based disclosure* e *efficiency-based disclosure*. A primeira categoria estuda o efeito exógeno da divulgação sobre a alteração cumulativa ou da interrupção nas ações individuais dos investidores, em particular o comportamento dos preços em equilíbrio dos ativos e o volume de negócios. A segunda categoria tem o objetivo inverso do da primeira, ou seja, estuda o efeito endógeno, já que analisa como os gestores e/ou as empresas decidem divulgar determinadas informações, isto é, procura determinar os fatores motivacionais da divulgação. Já a terceira categoria discute quais são as formas de divulgação preferidas e mais eficazes, considerando que as informações ainda não foram divulgadas (VERRECCHIA, 2001).

## 2.2 A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL E A RELEVÂNCIA DO DISCLOSURE NO MERCADO DE CAPITAIS

Como fornecedora de informações para o mercado de capitais, a contabilidade desempenha papel extremamente importante para fins de avaliação por parte de uma gama de usuários, principalmente analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais e bancos de investimento (LOPES, 2002).

Conforme argumentam Bushman e Smith (2003), a informação contábil pode afetar os investimentos, a produtividade e o valor da empresa, por meio de três canais: prospecção de oportunidades e de projetos por parte de gestores e investidores; disciplina no monitoramento do mercado por parte dos gestores, na identificação e alocação de recursos em projetos com alta probabilidade de sucesso; uso da informação contábil como forma de redução da assimetria de informações. Diante disso, fica evidenciada a relevância da divulgação da informação contábil junto ao mercado, notadamente no que se refere ao seu aspecto conceitual, em

particular suas características qualitativas e seu impacto na redução da assimetria de informações.

De acordo com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2008), a informação contábil de qualidade deve apresentar quatro características:

- a) compreensibilidade (seja prontamente assimilada pelos usuários);
- b) relevância (possa influenciar as decisões econômicas dos usuários, ajudando-os a avaliar o impacto de eventos passados, presentes e/ou futuros ou corrigindo avaliações anteriores);
- c) materialidade (quando a sua omissão ou distorção puder influenciar decisões econômicas dos usuários, tomadas com base nas demonstrações contábeis);
- d) confiabilidade (seja livre de erros ou vieses relevantes e represente adequadamente aquilo que se propõe a representar).

O mercado de capitais compreende um conjunto de agentes e instrumentos financeiros envolvidos em operações de prazo médio, longo ou indeterminado (mercado de ações) e, como tal, constitui uma importante forma de captação de recursos para financiar as atividades das empresas (ANDREZO; LIMA, 2001).

Conforme argumenta Martins (2001), a utilização de dados do mercado de capitais para testar a importância das informações contábeis é um marco para a pesquisa em contabilidade. Alguns estudos comprovam essa interação, como em Pereira (2004), sobre a importância da informação contábil para o mercado de capitais, já que atua como mecanismo para evitar falha de mercado, notadamente na presença de regulamentação que introduz a noção de qualidade e quantidade da informação.

Segundo Rudge e Cavalcante (1998), *disclosure* é sinônimo de política de divulgação de informações de uma companhia junto ao público investidor, e sua relevância consiste no fato de que uma boa política de *disclosure* reduz o risco do investimento e ajuda a valorizar as ações da empresa.

O preço da ação de uma empresa é a medida mais clara das expectativas de mercado acerca de seu desempenho futuro. Essa medida faz parte de um processo de interação com o mercado, cujo primeiro passo é por parte da empresa, que oferece informações ao mercado por meio da publicação de relatórios, balanços anuais, fatos relevantes e outras formas de comunicação com o investidor. O mercado, por sua vez,



analisa as informações divulgadas e impõe sua visão acerca das perspectivas futuras da empresa, o que se traduz no preço de mercado (RAPPAPORT, 2001), levando a inferir que a qualidade das informações prestadas ao mercado reduz a assimetria de informações e influencia positivamente a formação do preço final da ação.

Por assimetria de informações entenda-se o fenômeno em que um agente ou grupo detém um pacote de informações sobre determinado tema, maior ou diferente daquele pertencente a um segundo agente ou grupo interessado nessas mesmas informações (AMORIM, 2001). Trata-se de fenômeno bastante recorrente, principalmente no mercado de capitais, caracterizando-se em uma oferta pública de ações, por exemplo, em que uma das partes envolvidas (investidor) não detém todas as informações necessárias para analisar se a oferta é vantajosa. A outra parte, por seu turno (ofertante e bancos coordenadores da oferta), por saber que o custo de monitoramento do órgão regulador é bastante elevado, fica propensa a fixar o preço da ação em nível acima do racional, não se descartando, assim, o risco de prejuízo para o investidor.

Esse fenômeno costuma ocorrer em datas próximas à da oferta pública inicial de ações (*Initial Public Offering – IPO*), ou de quaisquer outros títulos, em que, de um lado estão os administradores, que procuram captar o maior volume de recursos, e, do outro, os investidores, que procuram pagar o menor preço possível pelos títulos. Entretanto, há evidências empíricas de que os gestores atuam discricionariamente, no intuito de aumentar o preço das ações na captação de recursos para a empresa (PAULO; CAVALCANTE; MELO, 2012).

Desse modo, a falta de informações corretas e suficientes para orientar a decisão dos agentes econômicos e financeiros limita sua capacidade de agir de modo eficiente, interferindo de forma negativa no funcionamento dos mercados e na perda de bem-estar (SANTACRUZ, 2001), sobretudo em relação ao mercado de capitais, em que a falta de informações claras e tempestivas acarreta incerteza e assimetria de informações.

Nos últimos anos, esse fenômeno tem sido amenizado por uma gradual introdução de práticas de divulgação voluntária, cada dia mais utilizada por empresas em todo o mundo. Conforme argumentam Tian e Chen (2009), a divulgação voluntária tem efeitos positivos na comunicação corporativa, podendo detalhar, aprofundar e melhorar a credibilidade e a integridade da divulgação obrigatória. Além disso, a divulgação voluntária atua como uma forma eficaz de comunicação junto às partes interessadas das organizações, contribuindo para o aperfeiçoamento

das estruturas de governança das empresas e o reforço e proteção dos interesses dos investidores.

Há, no entanto, mecanismos que influenciam o aumento da qualidade da divulgação financeira por parte das empresas interessadas em mitigar os prejuízos decorrentes da assimetria de informações. Segundo Ronen e Yaari (2002), há duas formas de indução do *disclosure*: mecanismos autoinduzidos (quando a dinâmica entre empresa e investidores força a companhia a divulgar plenamente todas as informações disponíveis) e requisitos de divulgação obrigatória (prerrogativas legais utilizadas para levar os agentes a praticarem determinado nível de *disclosure*).

No segundo aspecto, a regulação dos mercados consiste na aplicação de um feixe de exigências, legais e regulamentares, que determinam a transparência de todas as informações das empresas, tanto quantitativas – documentos de prestação de contas detalhados com a devida anuência dos seus auditores independentes –, quanto qualitativas, que dizem respeito às decisões de investimento e desinvestimento, novos negócios, eventos de sucesso e insucesso, afóra outros temas relevantes para as decisões de investimento dos usuários do mercado de capitais (MILLER, 2004).

Nesse sentido, a ICVM n. 480/2009 apresenta-se como opção viável na busca pela consolidação da aplicação de uma política de divulgação de informações transparente e de qualidade, capaz de garantir ao País o padrão de governança corporativa vigente internacionalmente.

### 2.3 FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA

Após intensos estudos, debates e discussões internas, em dezembro de 2009 a CVM editou a ICVM n. 480, em substituição à ICVM n. 202/1993 (CVM, 1993), dispondo sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados. Em seu Anexo 24, a ICVM n. 480/2009 descreve o conteúdo do FR, criado para ser o novo modelo de divulgação de informações das companhias abertas, em substituição ao antigo Formulário de Informações Anuais (IAN).

De acordo com a CVM (2009), o FR foi inspirado no que a *International Organization of Securities Commissions* (Iosco) chama de *shelf registration system*, pois foi concebido para oferecer ao investidor as principais informações sobre o emissor, como atividades desenvolvidas, fatores de risco, grupo econômico, ativos relevantes, estrutura de capital, dados financeiros históricos e os comentários dos administradores sobre tais fatos, projeções e estimativas divulgadas, administração, recursos humanos, operações com partes relacionadas, plano de recompra das ações,

política de divulgação de informações e valores mobiliários emitidos. A CVM, portanto, acredita tratar-se do modelo desejável e compatível com a realidade do mercado brasileiro, haja vista que ele eleva a qualidade da informação, que, sendo permanentemente disponibilizada pelo emissor de valores mobiliários, fornece a base para uma avaliação segura por parte dos investidores.

Entre os objetivos da ICVM n. 480/2009, destaca-se a criação de duas categorias de emissor, conforme reza o seu artigo 2º: a categoria A, que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados; e a categoria B, que tem a mesma área de atuação da categoria A, excetuando ações e certificados de depósito de ações.

Adicionalmente, a ICVM n. 480/2009 cria regras especiais para emissores de valores mobiliários específicos, como as ações que lastreiam certificados de depósito de ações (BDR), de acordo com o disposto no Anexo 32 – I; as securitizadoras (Anexo 32 – II) e os emissores com grande exposição no mercado, os chamados “egems”, que, segundo o artigo 34 da ICVM n. 480/2009, são companhias abertas que, cumulativamente, tenham: ações negociadas há, pelo menos, três anos; cumprido tempestivamente suas obrigações periódicas nos últimos doze meses; e, valor de mercado das ações em circulação igual ou superior a R\$ 5 bilhões, de acordo com o fechamento no último dia do trimestre anterior à data de pedido da oferta.

Outra novidade trazida pela ICVM n. 480/2009 são os prazos estabelecidos para a divulgação de informações, com destaque para o de entrega do FR, que deve ocorrer em até cinco meses após o término do exercício social (art. 24, § 1º); e para sua atualização nos casos específicos, que, segundo os parágrafos 3º e 4º do artigo 24, deve acontecer em até sete dias a contar da data do evento.

Ainda, de acordo com a CVM, o FR veio a estabelecer um novo regime informacional, por meio da adoção de elevados padrões de *disclosure*, facilitando a análise das informações prestadas para comparação com outros emissores do mercado. Além disso, a CVM entende que o FR aumenta a qualidade e melhora a apresentação das informações, na medida em que procura não somente ampliar a quantidade de informações, mas também melhorá-las.

Dias (2009) corrobora o ponto de vista da CVM, observando que no antigo IAN, as informações periódicas não contábeis traziam incipiente descrição das estruturas organizacionais implementadas pela companhia. Com o novo instrumento, o emissor é levado a descrever suas políticas, regras internas e práticas mais utilizadas na gestão do negócio, havendo, desse modo, uma troca de dados majoritariamente quantitativos, por informações essencialmente qualitativas.

Nessa linha de raciocínio, cabe lembrar que o Edital de Audiência Pública CVM n. 07/2008 (COMITÊ DOS PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2008), em sua seção 7, sobre “a qualidade e a apresentação das informações”, já anunciava que era intenção da CVM não somente ampliar a quantidade de informações, mas também melhorá-las, principalmente por meio de medidas voltadas a: melhorar a apresentação das informações, de modo que elas sejam organizadas de uma maneira que facilite a comparação e o entendimento por parte do investidor; e assegurar que as informações prestadas pelos emissores sejam úteis à avaliação dos seus valores mobiliários, evitando a divulgação de textos padronizados ou excessivamente genéricos.

Há, assim, a expectativa de que o FR seja visto pelos emissores não apenas como mero instrumento de divulgação de textos padronizados (COMITÊ DOS PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2008), mas, também, como disposto no artigo 17 da ICVM n. 480/2009, isto é, como um elenco de informações úteis à avaliação dos seus valores mobiliários.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para alcançar o objetivo proposto, o estudo utilizou-se de pesquisa exploratório-descritiva. A pesquisa exploratória ocorreu nos principais meios de produção científica, com o objetivo de atualizar os conceitos e as discussões mais recentes acerca dessa temática. Essa escolha atende ao que ensina Vergara (2000), segundo o qual a pesquisa exploratória deve ser utilizada quando há pouco conhecimento científico acumulado ou sistematizado sobre o tema em análise. Já a pesquisa descritiva objetiva expor as características de determinada população ou fenômeno (VERGARA, 2000). Nesse sentido, o presente estudo expõe o comportamento das empresas brasileiras no tocante ao preenchimento do FR, em relação à qualidade das informações e à transparência de suas práticas corporativas, verificando sua adequação às exigências da ICVM n. 480/2009.

Adicionalmente, utilizou-se a pesquisa documental, aplicada em dados secundários oriundos dos FRs de 2010, divulgados em 2011 pelas empresas brasileiras de capital aberto e devidamente arquivados na CVM. Quanto à natureza, trata-se de pesquisa qualitativa, na medida em que submete os dados à análise de conteúdo (BARDIN, 1977).

Para a construção da amostra, classificada como não probabilística, optou-se pelas empresas listadas no Novo Mercado, da BM&FBovespa, por serem, em tese, dotadas de padrão de governança corporativa mais elevado, comparativamente

às empresas do Nível 1 e do Nível 2 de governança corporativa. Do universo de 125 empresas listadas no Novo Mercado, na posição de 7 de março de 2012, foram excluídas 18 empresas de serviços financeiros diversos e 12 cujos FRs não foram localizados, ficando a amostra do estudo definida em 95 empresas.

A seleção dos temas a serem investigados considerou o viés qualitativo da pesquisa, contemplando aqueles que os administradores devem “descrever” ou “comentar”. A partir desse critério, foram selecionados cinco temas e 15 itens, assim distribuídos: fatores de risco, reunindo cinco itens; riscos de mercado, com dois itens; comentários dos administradores, com dois itens; assembleia geral e conselho de administração, com dois itens; e remuneração dos administradores, com quatro itens.

Bardin (1977) define análise de conteúdo como um conjunto de técnicas que emprega procedimentos sistemáticos e objetivos para inferir os conteúdos de mensagens ou textos, isto é, possibilita classificar as informações similares em categorias, visando proporcionar melhores inferências. Ainda, segundo Bardin (1977), as categorias são rubricas ou classes, as quais reúnem vários elementos sob títulos genéricos, agrupados em função das características comuns desses elementos.

Quadro 1 – Categorias e subcategorias de análise

<b>Categoria</b>	<b>Subcategorias / Conteúdo</b>
<b>Fatores de risco</b>	<b>Seção 4, itens 4.1a / 4.1b / 4.1c / 4.1g / 4.2</b> Descrever fatores de risco, comentando sobre eventuais expectativas de redução ou aumento na exposição do emissor, seu controlador, direto ou indireto, ou grupo de controle, a seus acionistas e ao setor em que atua a companhia.
<b>Riscos de mercado</b>	<b>Seção 5, itens 5.2f / 5.2g</b> Descrever a política de gerenciamento de riscos adotada pelo emissor, seus objetivos, estratégias e instrumentos, indicando a estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos, bem como a adequação da estrutura operacional e controles internos para efetividade da política adotada.
<b>Comentários dos Administradores</b>	<b>Seção 10, itens 10.6a / 10.6b</b> Comentar sobre o grau de eficiência dos controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las, além de deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente.
<b>Assembleia Geral e Conselho de Administração</b>	<b>Seção 12, itens 12.2d / 12.4c</b> Descrever as regras, políticas e práticas relativas às assembleias gerais e ao conselho de administração, indicando a identificação e a administração de conflitos de interesses.
<b>Remuneração dos administradores</b>	<b>Seção 13, itens 13.1a / 13.1bi / 13.1bii / 13.c</b> Descrever a política ou prática de remuneração dos administradores, indicando seus objetivos. Descrever os elementos da remuneração, o objetivo de cada um deles e as respectivas proporções na remuneração total, bem como os principais indicadores de desempenho considerados na determinação de cada elemento da remuneração.

Fonte: adaptado do Anexo 24 da Instrução ICVM (2009).

A aplicação da análise de conteúdo compreendeu, basicamente, as três fases do método de Bardin (1977): pré-análise, exploração do material e tratamento dos resultados. Na pré-análise, buscou-se a organização geral do estudo. Essa fase envolve a escolha do objeto de estudo, bem como a constituição do *corpus* referente ao conjunto de documentos a serem analisados. Neste estudo, o *corpus* é formado pelos Formulários de Referência disponibilizados pelas 95 empresas estudadas.

A fase de exploração do material ocorreu em duas etapas: na primeira, foram identificadas as informações divulgadas pelos emissores em relação a cada tema selecionado. Na segunda, tratou-se, especificamente, da análise das informações prestadas por cada emissor no FR, de acordo com a indagação do regulador, no que diz respeito aos 15 itens relativos aos cinco temas selecionados. Segundo ensina Bardin (1977), essa fase é a mais fatigante, já que obedece a regras previamente formuladas, de acordo com os objetivos a serem alcançados pela pesquisa.

Na fase de tratamento dos resultados, as informações prestadas pelo emissor foram mapeadas e registradas no instrumento próprio de coleta, sendo, em seguida, avaliadas e mensuradas segundo a percepção dos pesquisadores no tocante à sua qualidade, consoante dois critérios, a saber:

- a) o conteúdo de cada resposta deveria guardar consonância com o que dispõe a ICVM n. 480/2009, Capítulo III – Obrigações do emissor, Seção I – Regras gerais, Subseção I – Conteúdo e forma das informações, artigos 14 a 17 (Quadro 2).

Quadro 2 – Critérios de qualidade de divulgação de informações definidos pela ICVM n. 480/2009

Artigo	Conteúdo e forma das informações
14	O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.
15	Todas as informações divulgadas pelo emissor devem ser enunciadas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.
16	O emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado.
17	As informações fornecidas pelo emissor devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos.

Fonte: adaptado da ICVM (2009).

- b) a percepção dos pesquisadores deveria basear-se nos critérios apresentados no Quadro 2, em relação à qualidade e à forma como a informação foi divulgada em cada item do FR, em consonância com o modelo proposto por Beuren, Boff e Hein (2008) (Quadro 3). Para identificação dos tipos de informação, utilizou-se a seguinte codificação numérica: Informação Completa – 1; Informação Incompleta – 2; Informação Genérica – 3; Informação Ausente – 4.

Quadro 3 – Tipos de informação e respectivos significados

<b>Código</b>	<b>Tipo</b>	<b>Significado</b>
<b>1</b>	Informação Completa	A informação prevista encontra-se presente e completa no FR.
<b>2</b>	Informação Incompleta	A informação prevista encontra-se no FR, porém de maneira incompleta.
<b>3</b>	Informação Genérica	A informação prevista encontra-se no FR, porém de maneira genérica, não específica.
<b>4</b>	Informação Ausente	A informação prevista não se encontra no FR.

Fonte: adaptado de Beuren, Boff e Hein (2008).

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para avaliação do conteúdo das informações, procedeu-se a uma análise mais específica, em que a unidade de análise passa a ser cada um dos cinco temas selecionados para a pesquisa, de acordo com os quatro tipos citados de informação (Tabela 1).

Tabela 1 – Distribuição quantitativa e proporcional das informações por tema e tipo

Tema	Total de obs.	Informação completa		Informação incompleta		Informação genética		Informação ausente		Proporção por tema
		Quant.	%	Quant.	%	Quant.	%	Quant.	%	
Fatores de risco	475	330	69,5	44	9,3	71	14,9	30	6,3	33,4
Riscos de mercado	190	33	17,4	51	26,8	81	42,6	25	13,2	13,3
Comentários dos administradores	190	54	28,4	89	46,9	43	22,6	4	2,1	13,3
Assembleia geral e conselho de administração	190	29	15,3	101	53,1	50	26,3	10	5,3	13,3
Remuneração dos administradores	380	258	67,8	74	19,5	36	9,5	12	3,2	26,7
Total geral e por tipo de informação	1.425	704	49,4	359	25,2	281	19,7	81	5,7	100

Fonte: os autores.

Nessa fase do estudo, procurou-se analisar qualitativamente os resultados apresentados na Tabela 1, com o propósito de mostrar como se comportam algumas das empresas analisadas em relação às perguntas feitas pelo regulador, no que concerne a cada item.

Em relação ao tema “fatores de risco” (itens 4.1a, 4.1b, 4.1c, 4.1g. e 4.2), verificou-se maior número de Informações Completas, totalizando 330 (69,5%). Se analisado separadamente, esse resultado confere um nível de qualidade compatível com as empresas do Novo Mercado e com o tema pesquisado. Considera-se, contudo, que a qualidade das informações divulgadas ficou comprometida, observando-se o elevado número de Informações Incompletas, Informações Genéricas e Informações Ausentes, totalizando 145 (30,5%), mais especificamente em relação ao item 4.2, em que as empresas devem comentar sobre suas expectativas de redução ou aumento da exposição de riscos. Inicialmente, apresentam-se trechos dos FRs das empresas Weg, Tecnisa e MMX Mineração, sobre fatores de risco, conforme Quadro 4.



Quadro 4 – Transcrição de trechos sobre o tema Fatores de Risco – item 4.2 do Formulário de Referência

“A companhia analisa constantemente os riscos aos *quais está exposta* e que possam *afetar seus negócios* [...] suas operações de forma adversa. *Estamos constantemente monitorando mudanças* no cenário político e setorial [...] *nossas atividades, através de acompanhamento dos principais indicadores de performance.*” (WEG S. A., p. 29, grifo nosso).

“A companhia analisa regularmente os riscos aos *quais está exposta* e que possam *afetar seus negócios* [...] suas operações de forma adversa. *A companhia monitora constantemente as mudanças* nos fatores macroeconômico e setorial [...] *monitorando também os indicadores de seu desempenho.*” (TECNISA S/A, p. 41, grifo nosso).

“A companhia tem como prática a análise e *monitoramento constante dos riscos aos quais está exposta* [...] incluindo eventuais mudanças *no cenário macroeconômico e setorial.*” (MMX MINERAÇÃO, p. 37, grifo nosso).

Fonte: os autores.

Como se observa no Quadro 4, o teor dos trechos transcritos é praticamente idêntico, isto é, os trechos apresentam apenas pequenas alterações na elaboração e nas sequências das frases. Considerando-se que essa prática afeta negativamente a qualidade da informação divulgada junto ao investidor, decidiu-se investigar esse fenômeno elegendo-se o item 4.2 como unidade de análise. O resultado revelou que 78,9% (56 em 71) das Informações Genéricas relativas ao tema provêm desse tipo de comportamento, com flagrantes repetições de textos e descrições de trechos inteiros já divulgados por outras empresas. Tais fatos revelam práticas danosas aos investidores e ao mercado, que ficam impedidos de realizar análise do valor futuro da empresa, como ensina Rappaport (2001), além de ferir frontalmente o disposto nos artigos 14, 15 e 17 da ICVM n. 480/2009 (Quadro 2).

No que se refere ao tema “riscos de mercado” (itens 5.2f e 5.2g), que solicita aos administradores uma descrição da estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos, os dados apresentados na Tabela 1 revelam uma baixa qualidade das informações divulgadas pelas empresas sobre as práticas de gerenciamento de riscos de mercado. Essa conclusão baseia-se no fato de que 82,6% (157 em 190) das observações são Informações Genéricas, Informações Incompletas e Informações Ausentes, enquanto apenas 17,4% (33 em 190) são Informações Completas. No Quadro 5, apresentam-se trechos dos FRs das empresas Renar, B2W Varejo, IdeiasNet, Estácio Part. e ALL América Latina Logística, em relação às respostas do item 5.2f.

Quadro 5 – Transcrição de trechos sobre o tema Riscos de Mercado – item 5.2f do Formulário de Referência

“[...] tratado em nível de diretoria juntamente com o departamento financeiro” (RENAR S/A, p. 27).  
“O emissor, por meio de sua diretoria e conselho de administração, monitora o cumprimento de toda a estrutura multidisciplinar da organização.” (B2W VAREJO, p. 34).  
“O Departamento de Inteligência de Mercado é composto por 2 (dois) analistas, sendo um sênior e um júnior.” (IDEIASNET, p. 39).  
“Não aplicável, uma vez que não possuímos uma estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos.” (ESTÁCIO PART., p. 61).  
“A companhia possui um sistema de controle interno realizado pelo *Back Office* de Tesouraria [...] a efetividade das políticas de proteção patrimonial adotadas pela companhia é testada mensalmente pelo sistema de controle interno, por meio do acompanhamento da exposição cambial e do teste de efetividade dos *hedges*, no qual o resultado da ponta ativa ou passiva do instrumento financeiro derivativo é comparado ao resultado do ativo objeto de *hedge*.” (ALL AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA, p. 42).

Fonte: os autores.

A análise dos trechos do Quadro 5 leva a perceber que os administradores fogem das respostas, ou seja, não dizem de forma clara como as empresas lidam com os processos e práticas de seus negócios. As empresas Renar e B2W fazem uma narração sumária de suas políticas de gerenciamento de riscos, esquivando-se de informar o que foi solicitado pela ICVM n. 480/2009. Em certa medida, os relatos preocupam, já que de acordo com a estrutura anunciada – precária na primeira, e inexistente na segunda – tais empresas estão expostas aos diversos tipos de risco inerentes à vida corporativa. Uma investigação específica confirma essa prática em algumas empresas pesquisadas e revelou que, das 81 Informações Genéricas desse tema (vide Tabela 1), 22% (18 em 81) afirmam não possuir estrutura formal de controle de riscos. Já a América Latina Logística (ALL), além de não indicar a estrutura organizacional e operacional de controles internos, conforme solicita o FR, descreve equivocadamente a política de administração de riscos financeiros, relacionados a instrumentos financeiros (derivativos, *hedge*). Notando-se que havia casos semelhantes entre as empresas analisadas, descobriu-se que, ao responder o item 5.2f, 13 das 95 empresas (15,8%) comentam apenas sobre estratégias, instrumentos financeiros e políticas de proteção cambial, quando cada uma deveria descrever como está organizada e estruturada para mitigar os riscos aos quais se vê exposta. Em vista disso, conclui-se que esses resultados estão em desacordo com o que dispõem os artigos 14, 15 e 17 da ICVM n. 480/2009, interferem na qualidade das informações e influenciam as decisões dos investidores, o que reduz a credibilidade dos gestores junto ao mercado de capitais (GALLON; BEUREN; HEIN, 2007).

No tocante aos “comentários dos administradores” sobre os controles internos (itens 10.6a e 10.6b), a análise dos dados da Tabela 1 também revela uma baixa qualidade das informações dos FRs em relação a esse tema. Isso decorre do alto número de Informações Incompletas, Informações Genéricas e Informações Ausentes, totalizando 71,6% (136 em 190) nesse tema, o que compromete a qualidade das informações divulgadas pelas empresas. No Quadro 6, apresentam-se trechos dos FRs das empresas Mills, BHG e Fibria:

Quadro 6 – Transcrição de trechos sobre o tema comentários dos administradores

“A companhia julga que os seus controles internos são adequados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis.” (MILLS, p. 130).  
 “A diretoria da companhia acredita que o grau de eficiência dos controles internos adotados para assegurar a elaboração das demonstrações financeiras é satisfatório.” (BHG, p. 105).  
 “De acordo com o parecer do auditor independente, os exames referentes aos controles internos adotados pela companhia [...] suas demonstrações financeiras foram conduzidos de acordo com as normas brasileiras de auditoria e compreenderam o planejamento dos trabalhos [...] bem como a apresentação das demonstrações contábeis individuais e consolidadas tomadas em conjunto.” (FIBRIA, p. 176).

Fonte: os autores.

Em relação ao tema do Quadro 6, a Mills e a BHG, por exemplo, de forma genérica, asseguram que os controles internos são adequados para a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis. Entretanto, não se manifestam sobre o grau de eficiência ou deficiência de tais controles, nem tampouco fazem menção aos comentários ou recomendações contidos nos relatórios dos auditores. Uma investigação específica sobre esse quesito (10.6, letra “b”) revelou que apenas 28,4% (27 de 95) das empresas relataram pontos críticos ou sugestões de melhoria nos controles internos apontados pelos auditores. A Fibria faz uma mera reprodução de modelo de parecer de auditoria sem ressalva, que geralmente é emitido pelo auditor independente. Diante desses fatos, observa-se que há desinteresse das empresas em divulgar as informações solicitadas (falta de transparência), além do descumprimento ao que dispõem os artigos 14, 15 e 17 da ICVM n. 480/2009 (Quadro 2). Desse modo, tais empresas não cumprem o dever de informar o público investidor, isto é, seguem em sentido contrário ao pensamento de Rudge e Cavalcante (1998), que enxergam o *disclosure* como vetor de redução de riscos e de valorização das ações das empresas no mercado.

Os resultados inerentes ao quarto tema, que requer a descrição das regras, políticas e práticas concernentes à “assembleia geral e conselho de administração”

na identificação de conflitos de interesses (itens 12.2d e 12.4c), são também inexpressivos em termos de qualidade das informações, a julgar pelo número de Informações Genéricas, Informações Incompletas e Informações Ausentes, totalizando 161, de 190 registros possíveis, o que corresponde a 84,7%, conforme Tabela 1. O Quadro 7 apresenta os trechos dos FRs das empresas Marisa Lojas S/A, Raiadrogasil, Fertilizantes Heringer e Portobello.

Quadro 7 – Transcrição de trechos sobre o tema assembleia geral e conselho de administração

“De acordo com as disposições da Lei das S.A., o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia, sendo considerado abusivo o voto [...] nesse sentido, o acionista não poderá votar em deliberações da assembleia geral em que tenha interesse conflitante.” (MARISA LOJAS S.A., p. 117).  
“Às hipóteses de conflitos de interesses aplicar-se-ão às regras constantes na legislação brasileira.” (RAIADROGASIL, p. 185).  
“Se identificado algum conflito de interesses, é dado o tratamento pertinente à lei n. 6.404, Lei das S.A.” (FERTILIZANTES HERINGER, p. 114).  
“Não se aplica, dado que a companhia não apresenta uma política para administração de conflitos de interesses.” (PORTOBELLO, p. 126).

Fonte: os autores.

A consequência do baixo número de Informações Completas, correspondente a 15,3% (29 em 190), reflete-se na baixa qualidade das informações divulgadas, como aquelas exemplificadas no Quadro 7. Observa-se que mais uma vez os respondentes se escusam de comentar o que foi inquirido pelo regulador. A Marisa Lojas S/A, por exemplo, apenas transcreve dispositivos da legislação brasileira (art. 115 e demais parágrafos da Lei n. 6.404/1976). A Raiadrogasil e a Fertilizantes Heringer, de forma sumária, citam a legislação brasileira para a resolução dos conflitos de interesses. Já a Portobello admite não possuir regras ou políticas formais para a identificação ou administração de conflitos de interesses. Ao que parece, praticamente todas as empresas da amostra mencionam ou transcrevem dispositivos legais referentes à administração de conflitos de interesses. A propósito disso, referente aos itens 12.2d (assembleia geral) e 12.4c (conselho de administração), apenas três (3,2%) e nove (9,5%) empresas, respectivamente, apresentaram regras formais para a identificação e administração de conflitos de interesses. Esses resultados despertam atenção pela ínfima minoria de empresas que se mostram preparadas para identificar e administrar os conflitos de interesses em áreas tão relevantes, notadamente por se tratar de empresas listadas no nível mais seletivo de governança corporativa da BM&FBovespa. Tais aspectos demonstram que as empresas deixam de atender ao que estabelecem os artigos 14, 15 e 17 da ICVM n. 480/2009 e, conforme observa

Rappaport (2001), contribuem para a assimetria de informações no mercado de capitais.

No quinto e último tema, “remuneração dos administradores” (itens 13.1a, 13.1bi, 13.1bii e 13c), a ICVM n. 480/2009 solicita que o emissor comente acerca dos objetivos da política de remuneração, descrição de sua composição (elementos, objetivos e proporção de cada um deles), além dos principais indicadores de desempenho considerados na determinação de cada elemento da remuneração.

A Tabela 1 mostra que a remuneração dos administradores apresentou o menor número de Informações Genéricas, com apenas 9,5% (36 em 380), e o segundo maior número de Informações Completas, com 67,9% (258 em 380), além de um baixo número de Informações Ausentes, com apenas 3,2% (12 em 380), o que a coloca em primeiro lugar entre os temas analisados. Por outro lado, verifica-se que o somatório de Informações Incompletas (74 em 380), Informações Genéricas (36 em 380) e Informações Ausentes (12 em 380) equivale a 32,2% (122 em 380) do total das informações divulgadas nos FRs relativos a esse tema, o que influencia negativamente a qualidade das informações divulgadas junto ao investidor. O Quadro 8 apresenta os trechos dos FRs das empresas Vanguarda Agro S/A, Profarma, Brasil Brokers Part. S/A e Duratex.

Quadro 8 – Transcrição de trechos sobre o tema Remuneração dos Administradores

“A política de remuneração da companhia para seus administradores, incluindo os membros do conselho de administração, diretores estatutários e não estatutários e membros do conselho fiscal, está alinhada às melhores práticas de mercado.” (VANGUARDÁ AGRO S.A., p. 187).  
 “Base nos resultados obtidos pela companhia.” (PROFARMA, p. 122).  
 “A remuneração dos administradores também é baseada na avaliação individual, que leva em conta iniciativa, proatividade, tomada de decisões, postura profissional, relacionamento interpessoal e trabalho em equipe.” (BRASIL BROKERS PART. S.A., p. 237).  
 “Os principais indicadores de desempenho estão atrelados aos resultados financeiros da companhia, a projetos e metas específicas de cada área de negócio e a um conjunto de metas individuais de cada administrador.” (DURATEX, p. 141).

Fonte: os autores.

Nos trechos apresentados no Quadro 8, verifica-se o mesmo padrão já citado em outro tema, como o uso de respostas genéricas e sem explicações claras. No item 13.1a, por exemplo, em que deveria se descrever os objetivos da política ou prática de remuneração, a Vanguarda Agro S/A informa genericamente que sua política de remuneração de administradores está alinhada “com as melhores práticas do mercado”. Em resposta ao item 13.1c, em que deveria descrever os principais

indicadores de desempenho considerados na determinação de cada elemento da remuneração, a Profarma informa: “base nos resultados obtidos pela companhia”. A resposta da Brasil Brokers Part. S/A limita-se a descrever critérios de avaliação individual, como iniciativa, postura profissional, proatividade, relacionamento interpessoal, competência, responsabilidade, etc. A Duratex alia resultados financeiros a um conjunto de projetos e metas específicas individuais de cada administrador, quando na verdade deveria comentar acerca dos indicadores de desempenho geralmente utilizados na determinação da remuneração variável dos administradores, como, por exemplo, Ebitda, EVA e Lucro Líquido, entre tantos utilizados pelo mercado. Nessa categoria, observa-se que, além do não cumprimento dos artigos 14, 15 e 17 da ICVM n. 480/2009, os administradores deixam de utilizar a informação contábil, sobretudo no tocante à sua característica qualitativa, como forma de redução de assimetria de informação (BUSHMAN; SMITH, 2003).

Por fim, em face dos resultados apresentados, e em resposta aos objetivos específicos, restou demonstrado que não há coerência entre o que foi indagado pelo FR e as respostas das empresas. Contudo, o estudo mostra que muitas empresas cumpriram o dever de bem informar. Afinal, das 1.425 observações, 704 (49,4%) foram consideradas Informações Completas. O Quadro 9 mostra algumas respostas de empresas que atendem tanto às expectativas do investidor quanto às da CVM.

Quadro 9 – Transcrição de trechos de respostas de acordo com as exigências da ICVM n. 480/2009

Para obter vantagens competitivas, [...] determina como principal objetivo do gerenciamento de riscos corporativos a identificação, análise, avaliação, tratamento e monitoramento contínuo dos processos. Esse procedimento é feito por intermédio de um grupo de trabalho multidisciplinar que analisa, avalia e identifica os possíveis riscos para saná-los ou gerenciá-los [...] Dessa forma, os setores da corporação podem coordená-lo junto à diretoria do grupo e ao conselho de administração [...] e se estendem ao gerenciamento e prevenção de riscos em diversos aspectos, entre os quais operacional, ambiental, social e financeiro (Eternit, p. 26). (Referente ao item 4.2). Os esforços iniciaram-se através da criação da Diretoria de Gestão de Riscos e Controles Internos, que tem como missão promover, de forma integrada, [...] garantindo a certificação dos processos e controles internos às normas nacionais e internacionais [...] Desde sua criação, [...] tem promovido o desenvolvimento do modelo [...] que abrange (i) composição e estruturação do Comitê Corporativo de Gestão de Riscos; (ii) desenvolvimento do melhor conjunto de indicadores-chave de risco a partir do dicionário de riscos adotado pela companhia; (iii) sustentação ao Plano Estratégico Empresarial pela ótica de riscos corporativos; (iv) definição de sua política corporativa de gestão de riscos; e (v) normatização do processo de avaliação dos controles internos (CPFL Energia, p. 41). (Referente ao item 5.2f).

Os controles internos sobre o processo de elaboração das demonstrações financeiras encerradas em 31 de dezembro de 2010 foram avaliados com base nos critérios estabelecidos no *Internal Control – Integrated Framework*, do *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (Coso), e no *Control Objectives for Information and Related Technology* (Cobit), do *IT Governance Institute*. A revisão realizada sobre a eficácia do ambiente de controles internos de 2010, em cumprimento à seção 404 da lei norte-americana Sarbanes Oxley (SOX), foi concluída em março de 2011, e não identificou qualquer incidência considerada material. [...] A metodologia adotada atende aos requisitos da ISO-31.000, e é a indicada pelo Coso, a qual estabelece procedimento contínuo de identificação, análise, avaliação, tratamento, monitoramento e comunicação dos riscos (Sabesp, p. 185). (Referente ao item 10.6).

A companhia estabeleceu mecanismos de proteção internos para serviços que envolvam as partes interessadas, de maneira a evitar eventuais conflitos em contratações envolvendo as concessionárias e os acionistas controladores. Todos os contratos estabelecidos que superem o valor de R\$ 1 milhão [...] têm de ser aprovados pelo conselho de administração. Qualquer membro do conselho de administração também pode solicitar, previamente, e em tempo hábil, a elaboração de uma avaliação independente [...] Em caso de dúvida, os contratos com as partes envolvidas poderão ser vetados por 25% dos membros do conselho de administração. Para fins do referido acordo de acionistas, um será considerado em “conflito de interesses” quando, tendo a assembleia geral ou reunião do conselho de administração por objetivo deliberar acerca da celebração de quaisquer contratos entre a companhia e/ou empresas controladas e a controladora em questão ou empresas pertencentes ao seu grupo econômico, os termos e condições de tais contratos não sejam considerados justos e razoáveis de acordo com a prática de mercado (*arms' length*) (CCR, p. 214/215). (Referente ao item 12.2d).

A remuneração variável (bônus, participação nos resultados) está diretamente atrelada a indicadores de desempenho financeiro, como, por exemplo, o Ebitda e o Lucro Líquido (Bematech, p. 137). (Referente ao item 13.1c).

Fonte: os autores.

Apesar dos cortes nos trechos das descrições (por falta de espaço para descrevê-los de forma integral), os textos apresentados no Quadro 9 mostram que os administradores comentam os temas com rigorosos critérios de transparência, indo além do que foi perguntado; ou seja, descrevem os processos e práticas de atuação de seus gestores, em uma clara distinção quanto à forma como foram descritas as informações contidas nos Quadros 4 a 8, aplicando corretamente a informação contábil com qualidade e de acordo com suas principais características definidas

pelo CPC (2008): compreensibilidade, relevância, materialidade e confiabilidade, provando que é possível melhorar o processo de respostas e de transparência no preenchimento do Formulário de Referência.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo central analisar o comportamento das empresas brasileiras listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, em relação ao preenchimento do FR, referente à qualidade das informações, transparência e práticas dessas empresas na condução dos seus negócios, verificando sua adequação às exigências da ICVM n. 480/2009.

Em resposta ao tema “fatores de risco”, observou-se que na maioria das empresas – 78,9% (56 em 71) das Informações Genéricas – há flagrantes repetições de texto, isto é, descrições de trechos inteiros já divulgados por outras empresas. Esse tipo de comportamento é adotado por grande número de empresas, o que afeta negativamente a qualidade da informação ao investidor e ao mercado.

No tocante ao item “riscos de mercado”, ficou claro que, por meio de informações sumárias, os respondentes fogem dos temas abordados, evitando comentar claramente como lidam com os processos e práticas na condução de seus negócios. Verificou-se, também, que em algumas empresas a estrutura de gerenciamento de riscos é incipiente, e que em outras tantas é inexistente, já que 22% das empresas (18 em 81 das Informações Genéricas) afirmam não possuir estrutura formal de controle de riscos. Outra falha observada em relação a esse tema é que 13 das 95 empresas (15,8%) comentam apenas sobre estratégias, instrumentos financeiros e políticas de proteção cambial, quando deveriam descrever como são organizadas e estruturadas para mitigar os riscos aos quais estão expostas, sugerindo haver equívoco na interpretação entre “estrutura de gerenciamento de riscos” e “administração de riscos financeiros”, relacionados a instrumentos financeiros, como derivativos e operações de proteção patrimonial (*hedge*). Esses fatos interferem na qualidade das informações, na qualidade das decisões dos investidores e na redução da credibilidade dos gestores junto ao mercado de capitais.

Em outra análise do tema “comentários dos administradores” sobre os controles internos (itens 10.6a e 10.6b), há evidências de que as empresas adotam o mesmo padrão de respostas, sob a forma de informações sumárias, não se manifestando sobre o grau de eficiência ou deficiência de tais controles. Nesse sentido, a pesquisa revelou que apenas 28,4% (27 de 95) das empresas relataram



pontos críticos ou sugestões de melhoria nos controles internos apontados pelos auditores, denotando desinteresse em divulgar as informações solicitadas (ausência de *disclosure*), o que interfere na valorização das ações respectivas.

Referente ao tema “assembleia geral e conselho de administração”, a pesquisa revelou que praticamente todas as empresas analisadas mencionam ou transcrevem dispositivos da legislação brasileira como mecanismo para resolução e administração dos conflitos de interesses. Descobriu-se também que, no âmbito da assembleia geral e no âmbito do conselho de administração, apenas três (3,2%) e nove (9,5%) empresas, respectivamente, adotam regras formais para a identificação e administração de conflitos de interesses. Esses resultados despertam atenção pela ínfima minoria de empresas que dispõem de mecanismos para a identificação e administração de conflitos de interesses em áreas tão relevantes da organização, notadamente por se tratar de empresas listadas no nível mais seletivo de governança corporativa da BM&FBovespa, bem como por contribuir negativamente para a assimetria de informações no mercado de capitais.

No que diz respeito à “remuneração dos administradores”, observou-se a clara intenção de alguns gestores em omitir as verdadeiras práticas remuneratórias adotadas por suas empresas. Esse entendimento deriva do fato de que, em vez de informar sobre indicadores de desempenho para a determinação da remuneração variável, a exemplo de Ebitda, EVA e Lucro Líquido, algumas empresas fornecem informações destoantes do que foi indagado, como, por exemplo, critérios de avaliação individual, como iniciativa, postura profissional, proatividade, relacionamento interpessoal, competência e responsabilidade.

Desse modo, em resposta aos objetivos específicos, restou demonstrado que não há coerência entre o que foi indagado pelo FR e as respostas das empresas. Adicionalmente, cabe destacar que a consolidação dos dados resultou em um total de 1.425 observações, e que 704 delas (49,4%), conforme Tabela 1, são Informações Completas. Esse resultado mostra que muitas empresas cumpriram o dever de informar, atendendo tanto às expectativas do investidor quanto às da CVM, conforme apresentado no Quadro 9.

Conclui-se que, apesar das dificuldades e do grande número de erros cometidos por ocasião do preenchimento do FR, foi positivo o resultado do primeiro ano de informações requeridas pela ICVM n. 480/2009, coletadas em 2010 e divulgadas em 2011, embora fique claro que as empresas ainda carecem de um período de aprendizado e de adaptação às novas regras.

Vale ressaltar que os resultados desta pesquisa devem ser vistos com alguma dose de prudência, observadas as limitações inerentes à metodologia empregada para determinar a qualidade das informações extraídas dos FRs, que envolvem aspectos subjetivos, já que foram obtidos por meio da percepção dos pesquisadores entre o que foi divulgado em cada item analisado e o que dispõem os artigos 14, 15 e 17 da ICVM n. 480/2009. Além disso, deve-se considerar que foram analisados apenas cinco dos 22 temas descritos no Anexo 24 da ICVM n. 480/2009, e que os 17 restantes podem não apresentar o mesmo padrão de respostas e os erros detectados nesta pesquisa.

Com vistas a estudos futuros, sugere-se ampliar o escopo da pesquisa nos seguintes aspectos: incluir na amostra as empresas participantes dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBovespa, bem como aquelas não participantes de nenhum dos três segmentos diferenciados; analisar as informações nos FR em dois importantes temas: projeções (divulgação de informações sobre desempenho futuro da empresa), relativo aos itens, 11.1d e 11.2b e transações com partes relacionadas, no que se refere aos itens 16.1 e 16.2a-k.

## REFERÊNCIAS

AMORIM, R. L. C. Assimetria de informações e racionamento de crédito: novo-keynesianos versus pós-keynesianos. **Teoria e Evidência Econômica**, v. 9, n. 17, p. 43-56, 2001.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro**: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Pioneira, 2001.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Setenta, 1977.

BEUREN, I. M.; BOFF, M. L.; HEIN, N. Informações recomendadas pelo Parecer de Orientação n. 15/1987, da CVM, nos relatórios da administração de empresas familiares de capital aberto. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8., 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2008.

BOTOSAN, C. Disclose level and cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.

BUENO, A. F. Problemas de disclosure no Brasil. O caso das empresas com ações no exterior. **Cadernos de Estudos**, São Paulo, n. 20, 1999.

- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **FRBNY Economic Policy Review**, 2003.
- CAPITAL ABERTO. **Anuário de governança corporativa das companhias abertas**. São Paulo, 2011.
- CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.
- COOKE, T. E. Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. **Accounting and Business Research**, v. 19, p. 113-124, 1989.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de audiência pública n. 07/2008**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 15 jan. 2012.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 202**, de 06 de dezembro de 1993. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 dez. 2011.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 480**, de 07 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 dez. 2011.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamentos técnicos contábeis**, 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 12 fev. 2012.
- CUNHA, J. V. da; RIBEIRO, M. S. de. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. **RAUSP-e**, v. 1, n. 1, p. 1-23, 2008.
- DIAS, L. Muito além dos números. **Revista Capital Aberto**, p. 54-56, 2009.
- DYE, R. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 181-235, 2001.
- GALLON, A. V.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Análise da relação entre evidenciação nos relatórios da administração e o nível de governança das empresas na Bovespa. **Revista de Informação Contábil**, São Paulo, v. 1, n. 2, p. 18-41, 2007.
- GILL, M. S.; VIJAY, T. S.; JAH, S. Corporate governance mechanisms and the performance: a survey of literature. **The Icfai University Journal of Corporate Governance**, v. 8, n. 1, p. 7-21, 2009.

HAIL, L. The impact of voluntarily corporate disclosure on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. **European Accounting Review**, v. 11, n. 4, 2002.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BRED, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Management commentary. Discussion Paper**. 2005. Disponível em: <<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g60221d07j.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012.

LOPES, A. B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

MACAGNAN, C. B. Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 46-61, 2009.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**, p. 65-79, 2006.

MARTINS, E. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MILLER, D. S. **Governança corporativa e full disclosure**: o direito à informação como direito subjetivo instrumental, implicitamente essencial e inderrogável do acionista. In: CANTIDIANO, L. L.; CORREA, R. (Org.). **Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais**. São Paulo: Lazuli, 2004.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Fatores determinantes no nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.

PAULO, E.; CAVALCANTE, P. R. N.; MELO, I. I. S. L. de. Qualidade das informações contábeis na oferta pública de ações e debêntures pelas companhias abertas brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 9, n. 1, p. 1-26, 2012.

PEREIRA, M. A. Estudo do nível de divulgação e sua relação com a estrutura de capital em empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba, 2004.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores**. São Paulo: Atlas, 2001.

RICHARDSON, A.; WELKER, M. Social disclosure, financial disclosure, and cost of equity capital. **Accounting, Organizations and Society**, v. 26, n. 7-8, p. 597-616, 2001.

RONEN, J.; YAARI, V. Incentives for voluntary disclosure. **Journal of Financial Markets**, v. 5, p. 349-390, 2002.

RUDGE, L.; CAVALVANTE, F. **Mercado de capitais**. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1998.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality, and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 74, n. 4, p. 459-474, 1998.

SANTACRUZ, R. A. L. de. Fundamentos da regulação pública dos mercados. **Arché Interdisciplinar**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 29, p. 81-101, 2001.

SOUZA, L. M. de; BARBOSA, F. R. Legibilidade dos formulários de referência das empresas participantes dos níveis de governança corporativa no Brasil. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 8., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2011.

TIAN, Y.; CHEN, J. Concept of voluntary information disclosure and a review of relevant studies. **International Journal of Economics and Finance**, v. 1, n. 2, p. 55-59, 2009.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2000.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, n. 32, v. n. 1-3, p. 97-180, 2001.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil**: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

### Como citar este artigo:

ARAGÃO, Lindenberg Araújo; CAVALCANTE, Danival Sousa. Qualidade das informações dos formulários de referência das empresas brasileiras listadas no novo mercado da BM&FBovespa. *RACE*, Revista de Administração, Contabilidade e Economia, Joaçaba: Ed. Unoesc, v. 13, n. 3, p. 1089-1118, set./dez. 2014. Disponível em: <<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>>. Acesso em: dia/mês/ano.

APA  
Aragão, L.A., & Cavalcante, D.S. (2004). Qualidade das informações dos formulários de referência das empresas brasileiras listadas no novo mercado da BM&FBovespa. *RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 13 (3), 1089-1118. Recuperado em dia/mês/ano, de <http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>