



FACULDADE DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS - FATECS

CURSO: ADMINISTRAÇÃO

LINHA DE PESQUISA: FINANÇAS

ÁREA: RISCOS E REMUNERAÇÃO

AYKE CASTELO BRANCO SQUEFF

2120008/0

**A IMPORTÂNCIA DO FORMULÁRIO F-20 PARA O LEVANTAMENTO DE RISCO
E REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DA DIRETORIA
EXECUTIVA**

Brasília

2015

**A IMPORTÂNCIA DO FORMULÁRIO F-20 PARA O LEVANTAMENTO DE RISCO
E REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DA DIRETORIA
EXECUTIVA**

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado como um dos requisitos para
conclusão do curso de Administração do
UniCEUB – Centro Universitário de
Brasília.

Orientador: Prof.º. Sérgio Oliveira

Brasília

2015

**A IMPORTÂNCIA DO FORMULÁRIO F-20 PARA O LEVANTAMENTO DE RISCO
E REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DA DIRETORIA
EXECUTIVA**

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado como um dos requisitos para
conclusão do curso de Administração do
UniCEUB – Centro Universitário de
Brasília.

Orientadora: Prof.º. Sérgio Oliveira

Brasília/DF, 6 de outubro de 2015

Banca Examinadora

Prof.º. Sérgio Oliveira

Professor (a):

Examinador

Professor (a):

Examinador

**A IMPORTÂNCIA DO FORMULÁRIO F-20 PARA O LEVANTAMENTO DE RISCO
E REMUNERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DA DIRETORIA
EXECUTIVA**

Brasília – DF

2015

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo refletir sobre a relevância das informações constantes no Formulário F-20 em relação aos riscos sistemático e não sistemático para investidores que se utilizam do modelo de precificação CAPM (*Capital Asset Pricing Method*) para avaliação de ativos e da remuneração do Conselho de Administração e da diretoria executiva, a partir da análise de cinco empresas brasileiras, dentre as listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (AMBEV, GERDAU, VALE, EMBRAER e BRF). A importância da investigação reside no fato de que um dos propósitos da governança corporativa é facilitar e estimular o desempenho das organizações, criando e mantendo incentivos que motivem os dirigentes das empresas a maximizar a sua eficiência operacional, melhorem o retorno sobre ativos e incrementem o crescimento da produtividade a longo prazo. Além disso, ao conhecer os riscos sistemáticos e não sistemáticos a que uma empresa está sujeita antecipam-se estratégias, definem-se planejamentos e processos para o alcance de melhores resultados e, conseqüentemente, ocorre uma maior captação de investimento dos investidores e melhora da visibilidade no mercado de capitais. Para consecução do estudo utilizou-se a metodologia quali-quantitativa, a partir de levantamento bibliográfico e análise do Formulário F-20. Os resultados do estudo permitem clarificar o entendimento dos riscos sistemático e não sistemático como ferramenta de avaliação de uma empresa e qual a melhor forma de administração desses riscos.

Palavras-chave: Risco sistemático e não sistemático. Remuneração. Investidor. Formulário F-20.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
1.1 PROBLEMA	9
1.2 OBJETIVO GERAL	10
1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	11
2.1 NYSE E SEC.....	11
2.2 O FORMULÁRIO F-20	12
2.3 REMUNERAÇÃO.....	14
2.4 RISCOS	15
2.4.1 Risco sistemático	16
2.4.2 Risco não sistemático	17
2.5 AS AÇÕES E O ADR	17
3 METODOLOGIA	21
4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	23
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	29
REFERÊNCIAS.....	31
APÊNDICE A – TABELA DE RISCOS	33

1 INTRODUÇÃO

A velocidade do mundo atual desafia todos a adotarem uma postura que acompanhe a rapidez com que as mudanças ocorrem. No mundo dos negócios não é diferente. As empresas, independente do setor em que atuam, precisam também adaptar-se a elas para manterem sua competitividade.

O mercado de capitais é uma importante forma de capitalização e captação de fundos pelas empresas para financiar seus investimentos, já que sua proposta maior é a transação de títulos de valores mobiliários emitidos pelas organizações. O nível de compreensão do acionista, bem como a correta divulgação das informações pela empresa, impacta o investidor, influenciando, assim, no processo de tomada de decisão de investimento.

A fim de manter investidores e até mesmo atraí-los, a visibilidade da empresa no mercado é imprescindível, ainda que os dados apresentados estejam abaixo do esperado.

Martins (2004) frisa a importância do conceito de “*disclosure*”, cuja melhor tradução seria “transparência”. No fim dos anos 90, o comprometimento da credibilidade no mercado de ações norte-americano ocorreu de forma significativa em um período de crise de credibilidade no mercado, devido a graves adulterações de informações divulgadas pelas empresas. Com a quebra do grau de confiança dos investidores, foi preciso reformular a legislação do mercado de capitais. Assim, a transparência nos relatórios passou a ser de fundamental importância para os investidores, porque asseguraria segurança em suas decisões.

Para a autoridade reguladora, a decisão do investidor não é fator essencial de suas preocupações e sim, que ele tenha acesso a informações suficientes a respeito da empresa em que pretende investir. Por esse motivo, a *Securities and Exchange Commission* – SEC (agência reguladora dos Estados Unidos), para garantir a transparência das informações das empresas que possuem ações no mercado aberto dos Estados Unidos, criou, dentre outros atos, o Formulário F-20 com a finalidade de uniformizar as informações prestadas.

As companhias abertas brasileiras, ao listar suas ações nas bolsas norte-americanas, foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios da governança corporativa".

Para fins deste estudo, buscou-se fazer o levantamento no Formulário F-20 dos fatores relacionados ao risco e à remuneração da diretoria executiva e do Conselho de Administração, em cinco empresas brasileiras que possuem *American Depositary Receipt* (ADRs) na Bolsa de Valores de Nova Iorque.

Pesquisar, pois, a relação entre as questões que envolvem este assunto, evidencia o tema escolhido como objeto de estudos pela sua tripla relevância: científica, social e pessoal.

A partir do levantamento dos riscos sistemático ou não sistemático, o aspecto científico destaca-se, já que o artigo pretende refletir se esse levantamento auxilia os investidores que pretendem adotar o modelo de precificação CAPM (*Capital Asset Pricing Method*) para avaliação de ativos, pois é com base nesse modelo que se estabelece a taxa de retorno teórico apropriada de um determinado ativo em relação a uma carteira de mercado perfeitamente diversificada (DAMODARAN, 2007).

Outro aspecto a ser levantado no estudo diz respeito à remuneração dos diretores executivos e membros do Conselho da Administração, já que são eles os responsáveis mais diretos pelo processo decisório, o que impacta na valorização da empresa no mercado de capitais.

Em geral, a literatura sugere que companhias que melhor remuneram seus administradores tendem a apresentar valor e desempenho superiores. Porém, não há consenso entre os pesquisadores do assunto. Camargos e Helal (2005), ao investigarem empresas brasileiras com títulos emitidos nos EUA (ADRs), encontraram conexão positiva entre desempenho e remuneração. Por outro lado, Wood e Picarelli Filho (2004), após analisarem 199 empresas entre os anos 2003 e 2007, encontraram resultado diverso, apontando que as empresas com piores práticas de governança remuneram melhor seus executivos e apresentam pior desempenho no futuro.

Silva (2010), ao analisar 238 empresas brasileiras em 2008, mostrou que empresas brasileiras portadoras de ADR são mais transparentes no que se refere à remuneração de seus executivos, e que quanto maior o ativo de uma empresa, melhor a remuneração daqueles.

Portanto, este estudo contribui, diretamente, para o entendimento das informações constantes do Formulário F-20, no que diz respeito aos riscos e à remuneração dos diretores executivos e do Conselho de Administração. A análise também tem como objetivo apresentar as dificuldades encontradas em se

determinar, com precisão, a classificação dos riscos em sistemático e não sistemático.

Assim, a partir das análises das informações constantes no Formulário F-20, no que se refere à remuneração e ao total do ativo apresentado nos relatórios das empresas em questão, o estudo procurará verificar, ainda, se há relação entre o valor recebido pelos membros da diretoria executiva e do Conselho de Administração e o total do ativo da empresa.

Falar sobre o ativo da empresa, no contexto econômico mundial, e determinar seu preço real não é tarefa simples. Damodaran (2007) afirma que um investidor deve pagar por uma empresa ou ação apenas o valor que represente a real capacidade dessa empresa em gerar fluxos de caixa futuros para esse investidor.

Segundo a classificação de Damodaran (2007), as principais formas de avaliação de uma empresa são aquelas que se baseiam na precificação dos ativos, ou na utilização de múltiplos, ou na forma de rendimentos e benefícios futuros. Para ele, a dificuldade está em definir, dentre os modelos existentes, o que melhor atende ao ativo avaliado para a situação atual.

Por fim, cumpre apontar que, embora em um primeiro momento não fosse intenção deste estudo analisar as possibilidades do mercado de trabalho para o administrador de empresas, o interesse pessoal levou a considerar a área de finanças como alternativa de trabalho com grandes possibilidades de ganhos.

Metodologicamente, a pesquisa adotou o tipo de pesquisa de enfoque múltiplo, ou seja, quanti-qualitativa, do tipo descritivo-exploratória documental, destinando-se à produção de conhecimento a partir da análise dos dados descritos no Formulário F-20 e também bibliográficos, já que se apoia nos estudos de Gitman, Damodaran, Markowitz, Assaf Neto, Andrezo e Lima, Ross, Westerfield e Jordan, dentre outros, e abre oportunidade para novos questionamentos, pois cada vez mais se busca aperfeiçoar as formas de aplicação de investimentos.

1.1 PROBLEMA

O foco deste estudo é responder a dois questionamentos:

1. É possível classificar com precisão o risco em sistemático e não sistemático a partir de informações constantes no Formulário F-20?
2. Há relação entre a remuneração dos diretores executivos e membros do Conselho de Administração e o ativo total da empresa?

1.2 OBJETIVO GERAL

Identificar os riscos no Formulário F-20 de cinco empresas brasileiras escolhidas dentre as listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE) e classificá-los em riscos sistemático e não sistemático.

1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) definir o que é o Formulário F-20 e sua importância;
- b) contextualizar a *Securities and Exchange Commission* (SEC) na elaboração do Formulário F-20;
- c) relatar a importância da *American Depositary Receipts* (ADR) como requisito para fazer parte da NYSE; e
- d) apresentar a remuneração do Conselho de Administração e dos diretores executivos e sua relação com o ativo total da empresa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Os mercados mundiais de capitais estão tornando-se cada vez mais integrados, e os investidores estão buscando oportunidades de investimentos além de seus mercados locais, em mercados estrangeiros. As empresas, acompanhando essa tendência, também procuram ultrapassar as fronteiras nacionais com o intuito de aumentar o seu capital e/ou reduzir o seu custo.

2.1 NYSE E SEC

Os EUA possuem os maiores e mais desenvolvidos mercados de capitais do mundo, e por isso, tanto companhias americanas como estrangeiras, buscam captar ali seus recursos, sendo a Bolsa de Nova Iorque a mais importante no mercado de capitais.

Segundo informações da NYSE (2015), o início da Bolsa de Valores de Nova Iorque remete-se ao *Buttonwood Agreement*, de 17 de maio de 1792. No início, haviam cinco títulos negociados em Nova Iorque, sendo o Banco de Nova Iorque a primeira companhia a ser listada na NYSE.

Segundo o governo americano (2015), a primeira instituição financeira de Nova Iorque, equivalente a atual Bolsa de Nova Iorque, foi formada em 8 de março de 1817. O nome “Bolsa de Nova Iorque” (ou *The New York Stock Exchange – NYSE*) foi estabelecido em 1863, tendo sido registrada como bolsa de valores nacional dos Estados Unidos em 1º de outubro de 1934. Com as fraudes crescentes no mercado de ações, fez-se necessário criar mecanismos que tornassem mais transparentes as negociações na bolsa de valores e, portanto, foi estabelecida uma comissão específica para encontrar alternativas visando acabar com as fraudes. O Congresso dos Estados Unidos, então, em 1934, criou a SEC.

Segundo Astarita (2001), a necessidade da existência da SEC estava relacionada com a regulação do mercado de ações e a prevenção de abusos relativos à oferta e à venda de títulos e relatórios corporativos.

De acordo com a SEC, foram feitas várias tentativas de correções no mercado de ações com intenção de recuperar a confiança pública nos mercados de capitais, determinando a comunicação uniforme das informações sobre ofertas públicas de valores mobiliários. Pode-se citar, como exemplo, os *Act of 1933* e *Act of 1934*, dentre outros. Assim, fica a cargo da SEC divulgar informações relevantes,

fiscalizar o cumprimento das leis que regem os mercados e dar proteção aos investidores que interagem nesses mercados. Pode-se dizer que é o órgão regulador do mercado de capitais norte-americano.

A SEC faz relatórios que estão disponíveis por meio de sistema *online*, no qual investidores registram dicas e reclamações que a auxiliam a rastrear os infratores das leis de valores mobiliários. A fim de resguardar investidores e manter a plenitude dos mercados de valores mobiliários, a SEC elaborou o Formulário F-20, onde foram definidas as demais condições desses relatórios (SOUZA, 2012).

Esse formulário é um relatório anual que deve ser elaborado por qualquer empresa que possui ações no mercado aberto dos Estados Unidos. O documento fornece visão plena de uma empresa, incluindo estrutura organizacional, identificação dos executivos, atos constitutivos, comunicações quantitativas e qualitativas sobre risco de mercado, informações financeiras consolidadas, aspectos relacionados à governança, análise das viabilidades operacionais e financeiras e mais uma série de comunicações relevantes de uma entidade.

2.2 O FORMULÁRIO F-20

O formulário é imposto por lei para todos os emissores estrangeiros que operam no mercado norte-americano. Ele tem o objetivo de uniformizar as informações prestadas pelas empresas estrangeiras a fim de que se possa avaliar e verificar todas – domésticas e estrangeiras – a partir de um denominador comum, devendo ser arquivado pelas empresas por até 180 dias após o encerramento do seu exercício. Caso não cumpram esse prazo, devem comunicar à SEC e arquivá-lo por até 60 dias, estando sujeitas a multas e à perda do direito de possuir ações negociadas nas bolsas norte-americanas.

Fávero et al. (2009) apontam para o fato de que atualmente, as informações contábeis que não apresentam majoritariamente informações numéricas, que são os textos narrativos, vêm apresentando maior participação nas demonstrações contábeis. Como exemplo, pode-se destacar as notas explicativas, relatório da administração, parecer de auditoria, formulário de referência e outros.

De acordo com informações da SEC, a estrutura do Formulário F-20 apresenta-se conforme Quadro 1:

Quadro 1 - Estrutura do formulário F-20

PARTE I	Informações sobre o mercado, a companhia, projeções, riscos, conselheiros, políticas de governança corporativa e informações sobre acionistas.
PARTE II	Informações sobre controles internos, financial <i>expert</i> do comitê de auditoria, código de ética e honorários do auditor externo, certificação da administração sobre eficácia dos controles internos (SOX 404).
PARTE III	Demonstrações financeiras, notas explicativas e anexos, parecer dos auditores independentes, certificação CEO/CFO – divulgação e responsabilidade pelas informações (SOX 302 e 906).

Fonte: Elaborado pelo autor.

A parte inicial do Formulário F-20 determina que as empresas devam indicar sua classificação, conforme seu Valor Agregado de Mercado (*Aggregate Worldwide Market Value*), que se baseia no valor de mercado, exceto aquelas em poder de executivos da empresa e controladores.

De acordo com Borgerth (2006), o estabelecido pela Seção 404 da Lei Sarbanes-Oxley e pelas regras de implementação da SEC, determina que deve haver uma avaliação anual dos controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros. Além disso, o auditor independente da companhia deve emitir relatório distinto, que ateste a asserção da administração sobre a eficácia dos controles internos e dos procedimentos executados para a emissão dos relatórios financeiros.

De acordo com o Formulário F-20, a certificação dos controles internos deve ser arquivada anualmente, junto ao Formulário, devendo mencionar a responsabilidade da administração sobre o estabelecimento e manutenção de uma estrutura adequada de controles internos, com as respectivas demonstrações financeiras e informações adicionais e também a estrutura de controle interno utilizada para verificar a eficácia desses controles e a avaliação pela administração.

Dentre os diversos aspectos tratados no Formulário F-20, é importante para o estudo salientar aqueles referentes à governança corporativa, já que, hoje em dia, muito dificilmente uma empresa terá sucesso em oferecer suas ações ou outras

formas de títulos mobiliários ao mercado de capitais, ou mesmo obterá financiamentos com taxas de juros reduzidas ou investimentos de uma instituição financeira, sem demonstrar a sua aderência e aplicação a um mínimo de boas práticas de governança corporativa.

Segundo Andrade (2012), os quatro pilares das boas práticas de governança corporativa – equidade, prestação de contas, transparência e sustentabilidade corporativa – são assuntos obrigatórios e de grande atenção dos gestores de uma empresa. A adequada transparência com a disponibilização de informações importantes aos interessados resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros, sendo inaceitáveis quaisquer atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, para todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), obedecendo, assim, à política de equidade.

Conforme informações da própria SEC, as empresas estrangeiras com capital na NYSE devem divulgar para os investidores as principais diferenças entre suas práticas locais de governança corporativa e aquelas exigidas às empresas norte-americanas. A política de remuneração é uma delas.

2.3 REMUNERAÇÃO

Ao longo do século passado, as estratégias de remuneração vêm alterando-se de acordo com as necessidades percebidas pelas organizações e seus estudiosos. No início existia apenas a remuneração fixa, por tempo de trabalho ou por produtividade (ex.: peças produzidas), o que não estimulava a melhora da produção dos empregados, pois não havia ganho extra. Com isso, surgiu a remuneração pelo trabalho feito, que, na época, era um incentivo (HIPÓLITO, 2004).

A remuneração dos executivos é tema de grande interesse dos acionistas, os quais vislumbram o emprego correto do seu capital, buscando maximizar o retorno sobre o investimento. O esforço das autoridades norte-americanas foi no sentido de aumentar a transparência das empresas, definindo responsabilidades claras à alta administração e fomentando o desenvolvimento de ferramentas para melhorar a governança corporativa, com o objetivo de restabelecer a confiança e trazer maior conforto aos investidores, conforme Bebchuk e Fried (2003).

Silva (2008) afirma que o sistema de recompensas de uma organização deve assumir como objetivo, atrair, reter e motivar seus empregados de alto potencial,

para que se possa aproveitar o máximo de seus conhecimentos e habilidades. Segundo Barton (2006), as estratégias de recompensa contribuem para a imagem da organização, ou seja, para a cultura da organização. Diante disso, a remuneração deve manter-se alinhada à cultura organizacional, para que atraia colaboradores interessados nessas estratégias.

2.4 RISCOS

Damodaran (2007) afirma que a avaliação empresarial é de grande utilidade para os investidores que partem do valor de uma empresa para definir sua escolha de investimento.

Assaf Neto (2010) entende que ao se definir o valor de uma empresa fazem-se necessários coerência e rigor conceituais na definição do modelo avaliativo de precificação.

Os modelos de precificação de ativos são muito discutidos na área de finanças corporativas, tendo em vista que viabilizam projetos de investimento a partir da determinação da taxa de retorno. A teoria de precificação de ativos sugere que o retorno esperado de um ativo seja crescente com seu nível de risco (DAMODARAN, 2007). Daí a importância de se levar em consideração a determinação do risco do investimento.

Fávero et al. (2009) relatam que a escolha de um investimento depende, em primeira instância, do retorno que se tem dele, embora não haja consenso entre os estudiosos do assunto sob qual parâmetro esse retorno deve ser avaliado.

Markowitz (1952) foi o primeiro a abordar a questão e apresentou a teoria de carteira, que define dois parâmetros básicos para a seleção de um investimento: a média e a variância dos retornos históricos. A média seria a medida adequada do retorno esperado, que deve ser maximizado, enquanto a variância do retorno avaliaria adequadamente o risco a ser minimizado. Assim, as suposições básicas da teoria de carteira colocam o investidor entre duas possibilidades: a) quando duas carteiras de ativos tiverem o mesmo desvio-padrão, o investidor escolherá a que tiver melhor retorno; b) quando duas carteiras possuírem o mesmo retorno é preciso calcular qual o retorno esperado, assim como a variância desse retorno.

Baseado na teoria das carteiras de Markowitz, foram desenvolvidos modelos de precificação de ativos, sendo o mais utilizado o *Capital Asset Pricing Model* – CAPM. Esse modelo relaciona os riscos sistemáticos previstos com os retornos

esperados, partindo da suposição que existe relação estreita entre os retornos dos ativos individuais e os do mercado. Para medir o risco do investimento utiliza-se o índice beta (β), que é a parte do risco sistemático que o investidor recebe quando investe em uma ação.

O índice β , portanto, deve ser visto comparativamente ao se avaliar a rentabilidade de um investimento e é apenas uma estimativa da realidade a partir da avaliação de dados passados, que tem por objetivo prever o comportamento do preço de uma ação no futuro (DAMODARAN, 2007).

Duarte Júnior (2005) define risco como a possibilidade de que algum acontecimento desfavorável venha a ocorrer. Mais especificamente, é a possibilidade de perda financeira. Risco é uma das principais variáveis que afetam os resultados dos investimentos.

Segundo Gitman (2010), risco é a possibilidade de um prejuízo financeiro ou a variabilidade de retorno associado a um determinado ativo.

Nikbakht (2010) afirma que risco é definido como o grau de incerteza ligado ao resultado de um investimento, onde se pode perder capital, enquanto que Damodaran (2007) faz referência ao perigo e à oportunidade, tornando o risco uma junção dos dois, mostrando que as empresas e os investidores devem levar em consideração cada oportunidade que o mercado oferece.

Todo investimento carrega dois tipos distintos de risco: o sistemático e o não sistemático. Os conceitos desses riscos possuem importância na teoria financeira porque são determinantes do comportamento do mercado. Seus efeitos são visualizáveis tanto pelos gestores quanto pelos investidores/especuladores e, de acordo com a teoria de eficiência de mercado, os efeitos de ambos seriam precificados imediatamente (GITMAN, 2010).

2.4.1 Risco sistemático

Segundo Gitman (2010), risco sistemático, também conhecido como risco de mercado, é atribuível a fatores de mercado que afetam todas as empresas e não pode ser eliminado por meio de diversificação. Guerras, inflação, catástrofes internacionais são exemplos de riscos sistemáticos. Refere-se ao risco de colapso de todo um sistema financeiro ou mercado, com forte impacto sobre as taxas de juros, câmbio e preços dos ativos em geral, afetando amplamente a economia.

Gitman (2010) ainda postula que o risco sistemático é o nível mínimo de risco que pode ser obtido em uma carteira por meio da diversificação de um grande número de ativos dentro dela, desta forma, corresponde somente aos riscos que resultem do mercado em geral e das condições econômicas, e que conseqüentemente não podem ser eliminados.

Ross, Westerfield e Jordan (2000) definem risco sistemático como aquele que afeta grande número de ativos, tendo efeito amplo no mercado e pode ser denominado como risco de mercado. Como exemplo, pode-se citar o PIB do país e as taxas de juros, porque são condições que afetam as empresas de alguma forma.

2.4.2 Risco não sistemático

Gitman (2010) define risco não sistemático (diversificável) como a representação da parte do risco de um ativo associado a causas aleatórias e que pode ser eliminada com a diversificação da carteira de ativos. É atribuível a eventos relacionados especificamente à empresa, como greves, ações judiciais e decisões de agências de risco. Esse risco também é conhecido como diversificável, residual ou específico da companhia.

Ross, Westerfield e Jordan (2000) destacam que qualquer investidor pode criar uma carteira de ativos que eliminará todos, ou virtualmente, todos os riscos diversificáveis, o único risco relevante é o não diversificável. Os investidores devem, portanto, estar preocupados com esse tipo de risco, o qual reflete a contribuição de um ativo ao risco da carteira.

2.5 AS AÇÕES E O ADR

Com o processo de globalização, o intenso intercâmbio entre os países faz com que o mercado acionário adquira crescente importância no cenário financeiro internacional. No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas – as ações – ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas — debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição –, que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico.

Para Ross, Jordan e Westerfield (2000), ações são papéis que representam uma porcentagem do capital social de uma empresa. Ao se comprar uma ação, o

investidor torna-se sócio da empresa da qual adquiriu a ação. Para os autores, as ações podem classificar-se em dois tipos:

- **Ordinárias (ON):** o investidor tem direito a voto em assembleias gerais da empresa, além de lucros distribuídos, porém seus acionistas não têm preferência nos pagamentos de dividendos nem em caso de falência. Além disso, recebem uma taxa fixa de dividendos.
- **Preferenciais (PN):** o investidor não tem direito a voto em assembleias, mas recebe os lucros distribuídos primeiramente em maior porcentagem do que os que possuem ações ordinárias e também tem prioridade em relação a eles.

Conforme Murray (1995), o primeiro recibo de depósito lançado no mundo foi um ADR não patrocinado, emitido pelo predecessor do *Morgan Guaranty Trust Company of New York*, em 1927, para dar oportunidade aos norte-americanos de investirem em títulos estrangeiros sem sofrer os custos da falta de liquidez e de conversão de moedas decorrentes dos dividendos das propriedades estrangeiras.

Segundo Assaf Neto (2003), uma das formas das empresas brasileiras captarem recursos no mercado internacional seria por meio do lançamento de recibos de depósitos com lastro em ações ordinárias. Essa captação dar-se-ia via emissão de ADRs lançados no mercado norte-americano.

Andrezo e Lima (2002) classificam o ADR em níveis, em função do modo de negociação das exigências de divulgação e da adequação das normas da SEC, das exigências das bolsas norte-americanas e dos *United States Generally Accepted Accounting Principles (USGAAPS)*, que estabelece os princípios contábeis norte-americanos. Assim, existem diferentes tipos de ADRs, que podem envolver desde negociações privadas até oferta pública em bolsa de valores, conforme resumido no Quadro 2.

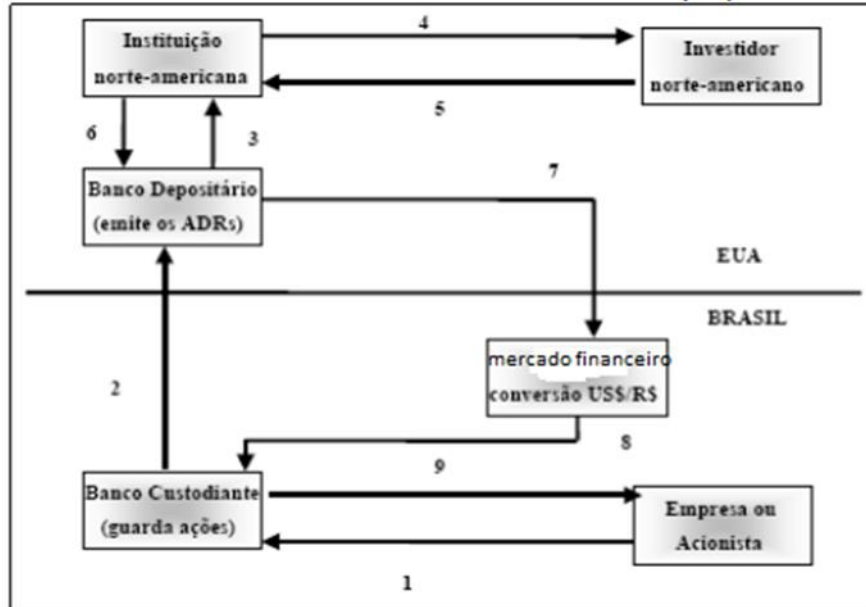
Quadro 2 - Mercado x Tipo de ADR

Mercado Primário	Mercado Secundário
Regra 144-A (colocação privada)	Nível I (mercado de balcão)
Nível III (bolsa de valores)	Nível II (bolsa de valores)

Fonte: Andrezo e Lima (2002).

As negociações de ADRs, conforme modelo de Andrezo e Lima (2002), são apresentadas na Figura 1 (nível III e 144-A) e na Figura 2 (nível I e II).

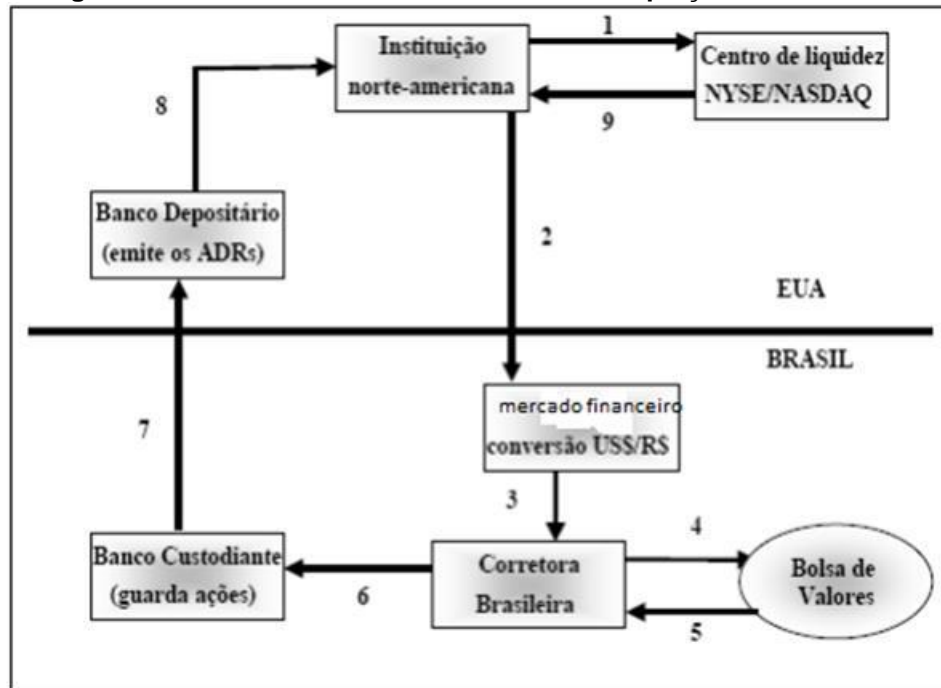
Figura 1 - Emissão dos ADRs Nível III e 144-A com captação de recursos



Fonte: Adaptado de Andrezo e Lima (2002).

- 1) Comunicação do programa de ADRs e entrega dos valores mobiliários ao banco custodiante, a serem colocados no exterior;
- 2) Comunicação ao banco depositário;
- 3) Emissão dos ADRs para instituição norte-americana;
- 4) Entrega dos ADRs ao investidor norte-americano;
- 5) Pagamento dos títulos pelo investidor;
- 6) Corretor repassa dinheiro ao banco depositário;
- 7) Conversão de moeda via mercado financeiro;
- 8) Repasse dos reais ao banco custodiante; e
- 9) Repasse dos reais à empresa.

Figura 2 - Emissão dos ADRs Nível I e II sem captação de recursos



Fonte: Adaptado de Andrezo e Lima (2002).

- 1) Emissão de ordem de compra;
- 2) Conversão de moeda via mercado financeiro;
- 3) Repasse dos reais ao corretor;
- 4) Aquisição de ações na bolsa ou mercado de balcão organizado;
- 5) Repasse de ações ao corretor;
- 6) Entrega de ações ao banco custodiante;
- 7) Notificação da custódia das ações ao banco depositário;
- 8) Entrega dos ADRs à instituição americana; e
- 9) Repasse dos ADRs à instituição americana.

3 METODOLOGIA

Para a classificação da pesquisa em questão será utilizada a proposta de Vergara (2014), que categoriza a pesquisa segundo dois critérios básicos: quanto aos fins e quanto aos meios. Quanto aos fins, pode ser: exploratória, descritiva, explicativa, metodológica, aplicada e intervencionista, e quanto aos meios, pesquisa de campo, de laboratório, documental, bibliográfica, experimental, *ex post facto*, participante, pesquisa-ação e estudo de caso.

Esta pesquisa é caracterizada como descritiva, de acordo com Vergara (2014), como aquela que expõe características de determinada população ou fenômeno. Ainda seguindo a taxonomia proposta por Vergara (2014), exploratória, quando há pouco conhecimento acumulado e sistematizado sobre o assunto.

De acordo com Gil (2010), a pesquisa documental assemelha-se muito à bibliográfica. A diferença entre ambas está na natureza das fontes, sendo aquela ligada diretamente ao estudo de documentos e essa a fontes bibliográficas. Assim, a pesquisa documental é realizada a partir de documentos, contemporâneos ou retrospectivos, considerados cientificamente autênticos. Os documentos são divididos de acordo com sua fonte, podendo ser provenientes de arquivos públicos, particulares ou fontes estatísticas (LAKATOS; MARCONI, 2010).

Lakatos e Marconi (2010) descrevem outro enfoque de classificação: a pesquisa quantitativa e a qualitativa. O método quantitativo de pesquisa afirma que a partir de resultados da coleta de dados em questionários, tabelas ou entrevistas são feitas as induções, que podem confirmar as suposições inicialmente levantadas pelo pesquisador, ou as refutar. Já sob o aspecto qualitativo, os resultados são norteados pelo paradigma interpretativo. Dessa forma, tem por objetivo traduzir e expressar o sentido dos fenômenos e não produzir dados numéricos apenas.

Este trabalho apresenta um recorte de análise em que se busca propiciar uma discussão com abordagem qualitativa, do tipo descritivo-exploratória, e que se destina à produção de conhecimento. Serão pesquisados documentos de fontes públicas, uma vez que o Formulário F-20 é disponibilizado nos *sites* das empresas, estando disponíveis a qualquer pessoa. Nesta pesquisa serão utilizadas fontes bibliográficas e publicações de *sites* para o auxílio no entendimento de termos, produtos das empresas estudadas e explicações complementares.

Esta pesquisa utilizará, como fim, a classificação exploratório-descritiva e, como meio, a investigação documental. Além disso, tem caráter quantitativo e qualitativo, pois serão investigados os campos do Formulário F-20 relativos ao risco e também à remuneração dos diretores executivos e do Conselho de Administração.

No caso deste trabalho, serão analisados os Formulários F-20 de cinco empresas brasileiras, dentre as listadas no NYSE, e são elas: Companhia de Bebidas das Américas (AMBEV), Grupo Gerdau, Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A (EMBRAER), Brasil Foods S/A (BRF) e a Vale S/A, disponíveis em seus *sites*, em relação aos fatores de risco e à remuneração do Conselho de Administração e da diretoria executiva.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A presente seção trata da apresentação das empresas, descrição dos dados e discussão dos resultados coletados a partir da pesquisa documental nos Formulários F-20 das empresas pesquisadas com base na teoria já extensamente discutida.

Em cada empresa serão descritos os resultados dos riscos sistemáticos e não sistemáticos, a remuneração do Conselho de Administração e dos diretores executivos e a relação com o ativo total da empresa.

Para a discussão deste estudo, foram escolhidas cinco empresas brasileiras listadas na Bolsa de Nova Iorque. Os dados apresentados a seguir baseiam-se em informações constantes do Formulário F-20 relativo ao ano de 2014.

VALE

A Vale é considerada a quarta maior mineradora do mundo, maior produtora de minério de ferro e segunda maior produtora de níquel. Brasileira, criada para a exploração das minas de ferro na região de Itabira, Minas Gerais, em 1942, pelo governo de Getúlio Vargas. Atualmente, é uma empresa de capital aberto, com ações nas bolsas de valores mais importantes do mundo, incluindo a de Nova Iorque.

AMBEV

A Companhia de Bebidas das Américas (Ambev) é uma empresa brasileira, do ramo de bebidas, considerada com o maior valor de mercado da América Latina. Nasceu da fusão entre a Cia Antarctica Paulista e a Companhia Cervejaria Brahma, em 1999. Atualmente, a Ambev é parte da Anheuser-Busch Inbev, maior grupo cervejeiro do mundo.

GERDAU

A Gerdau é uma empresa siderúrgica brasileira criada em 1901 em Porto Alegre. Atualmente, é considerada a maior recicladora de sucata de aço da América Latina. A Gerdau está listada nas bolsas de valores de São Paulo, Nova Iorque e Madri.

EMBRAER

A Embraer é um conglomerado brasileiro fabricante de aeronaves comerciais, executivas, agrícolas e militares. Nasceu de uma iniciativa do governo brasileiro, em 1969, para implementar a indústria aeronáutica no Brasil, como política de substituição de importações. Atualmente, é considerada a quarta maior empresa no ramo de aviação no mercado mundial.

BRF

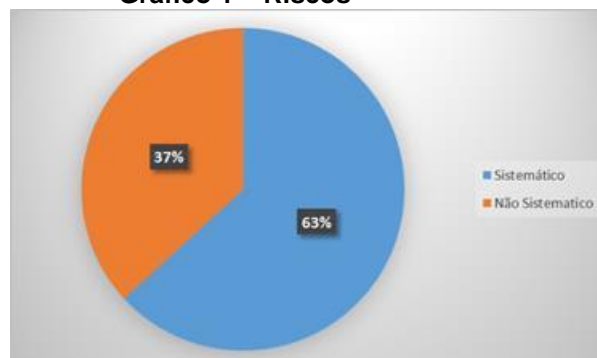
A antiga Brazilian Foods S/A – BRF é um conglomerado brasileiro do ramo alimentício, que surgiu da fusão da Sadia e da Perdigão, em 2009. Atualmente, é considerada uma das 100 empresas mais inovadoras do mundo, segundo a Revista Forbes (2014), e uma das 100 companhias mais sustentáveis do planeta, segundo a Corporate Knights (2014).

A partir do levantamento referente ao tema estudado, foram consultados livros, artigos científicos, anais de congressos, *sites* e revistas especializadas no assunto. De acordo com Gil (2008), a principal vantagem da pesquisa bibliográfica reside no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente.

Foram analisados os dados sobre risco constantes do item 3D “*Fatores de risco*”, do Formulário F-20 de cada empresa pesquisada e feita sua classificação em sistemático e não sistemático, baseada nas referências apresentadas por Gitman (2010), Assaf Neto (2010), Duarte Júnior (2005), Ross, Westerfield e Jordan (2000) e Nikbakht (2010), já descritos.

Analisando-se os riscos mencionados e a partir da definição estudada procurou-se classificá-los, obtendo-se o seguinte resultado: 63% classificados como riscos sistemáticos e 37% como não sistemáticos (conforme Gráfico 1).

Gráfico 1 – Riscos



Fonte: Elaborado pelo autor.

O resultado encontrado pode ser decorrente de os riscos sistemáticos não serem controlados pela empresa, diferentemente do que ocorre com os não sistemáticos, os quais podem ser eliminados por meio da diversificação dos produtos da empresa, como sugere Gitman (2010).

Levando-se em consideração apenas a teoria básica de riscos (sistemático e não sistemático), é possível identificá-los no formulário. Entretanto, após o aprofundamento do conhecimento na área e os 5 formulários diferentes, observa-se que alguns riscos citados não podem ser enquadrados, com rigor, em nenhuma das classificações, pois vão além da teoria proposta e levam em conta não só o que os determina mas a interpretação de quem os analisa.

A descrição dos fatores de risco no Formulário F-20, além de trazer transparência e ser exigência da SEC, tem sua relevância na teoria financeira, porque é determinante do comportamento do mercado. A partir da análise feita por gestores e investidores, pode-se precisar sua precificação. Ainda que discutir as teorias de precificação não fosse foco principal deste estudo, foi considerada sua importância para estimar o valor da empresa.

As informações constantes do Formulário F-20 são suficientes apenas para concluir que conhecer os riscos diversificáveis é necessário para o gestor, que se utiliza da precificação como metodologia de investimento. Seriam necessárias outras informações, talvez constantes do próprio Formulário, ou aprofundamento da teoria, para concluir com um grau maior de certeza, que apenas esse fator seria suficiente para a tomada de decisão. E isto não foi objeto deste estudo.

Em relação à remuneração, por ser ela de capital importância para a maximização do resultado da empresa, procurou-se investigar em que nível o valor remuneratório pago aos diretores executivos e ao Conselho de Administração estaria ou não relacionado ao ativo total da empresa. Segundo Barton (2006), as estratégias de recompensa contribuem para a imagem da organização, ou seja, faz parte da cultura da empresa. Para Silva (2010), quanto maior o ativo total de uma empresa, melhor a remuneração. Pode-se inferir, então, que esse seria um dos indicadores possíveis que determinariam a remuneração dos executivos.

VALE

Em relação à remuneração, os acionistas são responsáveis por estabelecer a remuneração agregada que se paga aos membros do Conselho de Administração e dos diretores executivos, levando em conta a experiência, competências e desempenhos recentes. No ano de 2014, a remuneração total do Conselho de Administração (composto por 11 membros) e dos diretores executivos (7 membros) foi de US\$ 1,9 milhões anualmente, aproximadamente, US\$ 14.400 mensalmente por conselheiro e US\$ 30,9 milhões anualmente, e aproximadamente, US\$ 367 mil mensalmente, por diretor respectivamente.

Ambev

O Conselho de Administração (11 membros efetivos e 1 suplente) é eleito pelos acionistas nas assembleias gerais para um mandato de três anos, sendo permitida a reeleição. Os diretores executivos (10 membros) são nomeados pelo Conselho de Administração, e também possuem mandato de três anos, sendo permitida a reeleição. A remuneração total do Conselho de Administração foi de R\$ 11,8 milhões anualmente, aproximadamente R\$ 82 mil mensalmente em média por conselheiro, e a dos diretores executivos, R\$ 49,7 milhões anualmente e, aproximadamente, R\$ 414 mil em média mensalmente por diretor.

Gerda

Os acionistas não definem os salários do Conselho de Administração e dos diretores executivos. O Conselho de Administração é composto por 13 membros (11 fixos e 2 suplentes) e a diretoria executiva é composta por 6 membros (o presidente e 5 diretores). A remuneração total de 2014 foi de R\$ 43,5 milhões anualmente e em média R\$ 191 mil por mês para cada um, não sendo informadas no formulário as remunerações em separado do Conselho de Administração e da diretoria executiva.

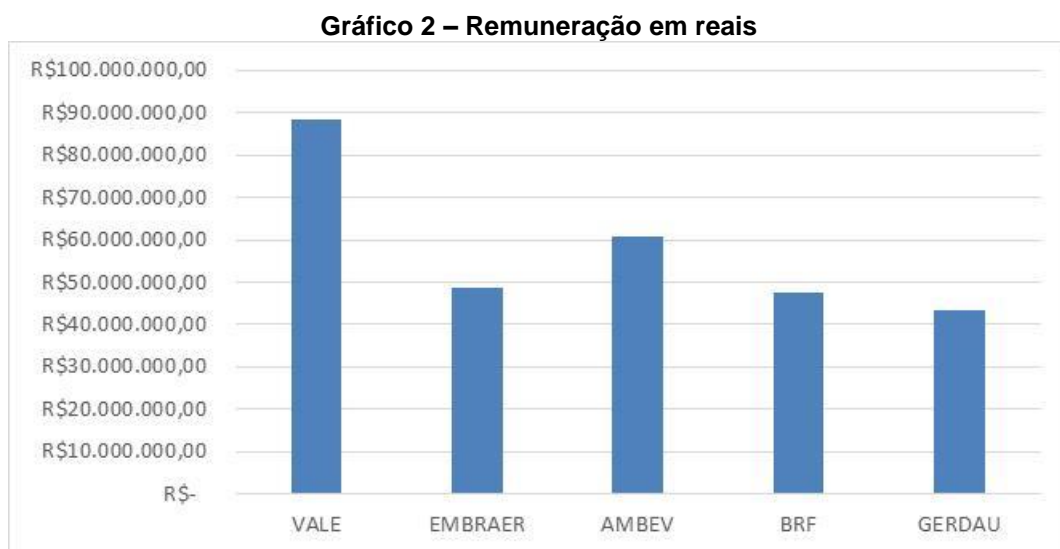
Embraer

O Conselho de Administração é nomeado pelos acionistas com um mandato de dois anos, sendo permitida a reeleição. Os diretores executivos são nomeados pelos conselheiros administrativos e também possuem mandato de dois anos, sendo permitida a reeleição. O Conselho de Administração é composto por 11 membros, com remuneração em 2014 de US\$ 3,8 milhões anualmente e em média US\$ 29 mil por conselheiro, e 8 diretores executivos com remuneração de US\$ 14,5 milhões anualmente e em média US\$ 151 mil mensalmente por diretor.

BRF

O Conselho de Administração é composto por 20 membros, entre suplentes e titulares, e 6 diretores executivos. O valor da remuneração paga aos conselheiros e diretores baseia-se na avaliação de desempenho dentro da empresa. A remuneração total do Conselho de Administração e dos diretores executivos em 2014 foi de R\$ 47,7 milhões anualmente e em média R\$ 152 mil mensalmente por conselho/diretor.

No Gráfico 2 encontra-se o resultado das remunerações em R\$ do ano de 2014 das 5 empresas estudadas.



Fonte: Elaborado pelo autor.

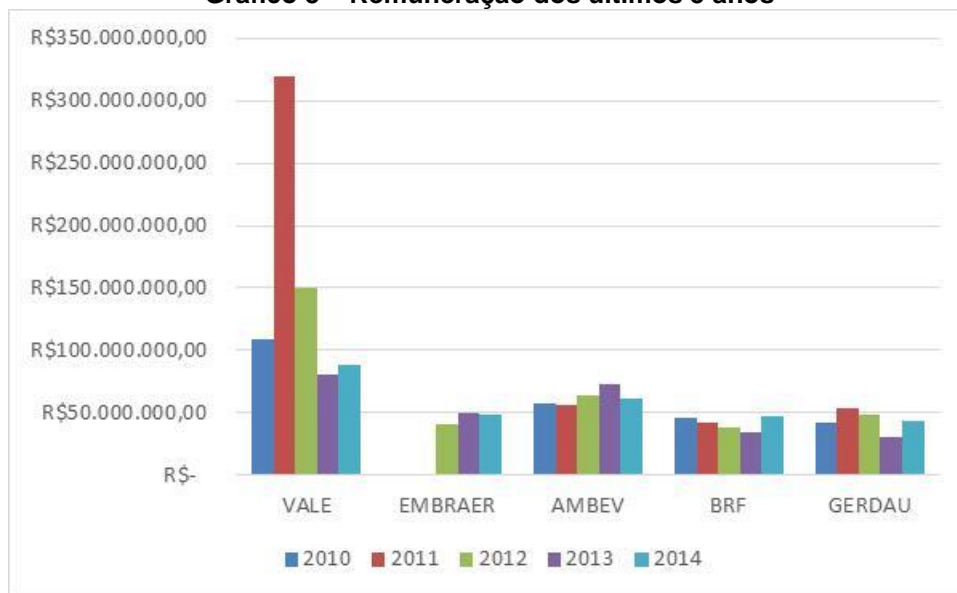
O Gráfico 2 apresenta a discrepância entre os salários pagos aos executivos das cinco empresas. Uma das justificativas dessa enorme diferença pode ser o valor do ativo total. Verificando o valor da maior discrepância, a saber, entre os valores pagos à VALE e à GERDAU, pode-se concluir que existem dois motivos para explicar essa diferença.

1º A moeda utilizada para pagamento. Enquanto a VALE paga seus executivos em dólar (US\$), a Gerdau paga em real (R\$).

2º O valor do total de ativos: VALE (2014) – R\$ 308.695.850 (US\$ 116.489.000,00, convertidos pela cotação de 31/01/2014, de R\$ 2,65); GERDAU – R\$ 63.042.330,00. Ou seja, a VALE possui um ativo quase 7 vezes maior que o da GERDAU, explicando, assim, alguns dos fatores de porquê a VALE paga tanto a mais do que a GERDAU.

Para fins deste estudo, comparou-se a remuneração dos últimos 5 anos de cada empresa, conforme Gráfico 3, e pôde-se concluir que o valor pago aos executivos pode estar associado ao desempenho no ano, pois quanto melhor é o resultado da empresa, maiores são os bônus pagos aos seus executivos, inferência feita a partir dos dados constantes dos formulários, no que se refere às políticas de remuneração em comum presentes nas cinco empresas por metas atingidas. No caso da Embraer, só foram encontrados os dados da remuneração dos anos de 2012, 2013 e 2014.

Gráfico 3 – Remuneração dos últimos 5 anos



Fonte: Elaborado pelo autor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo refletir sobre a relevância das informações constantes no Formulário F-20 em relação ao risco e à remuneração do Conselho de Administração e da diretoria executiva, a partir da análise de cinco empresas brasileiras escolhidas dentre as que estão listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque (AMBEV, GERDAU, VALE, EMBRAER e BRF).

A partir da análise do documento citado e do levantamento bibliográfico, buscou-se classificar o risco em sistemático e não sistemático e também verificar se haveria relação entre a remuneração dos diretores executivos e membros do Conselho de Administração e o ativo total. Em relação aos riscos, foi feita a classificação a partir dos modelos apresentados por Gitman (2010) e Ross, Westerfield e Jordan (2000).

Foram apresentadas as dificuldades em determinar com precisão essa classificação, uma vez que se observa que alguns riscos citados não podem ser enquadrados, com rigor, em uma das classificações, pois vão além da teoria proposta e levam em conta não só o que os determina, mas a interpretação de quem os analisa. Embora haja essa dificuldade, é importante salientar que a classificação dos riscos deve ser um dos fatores a ser considerado já que facilita a decisão de investidores e gestores na tomada de decisão.

Em relação à remuneração da diretoria executiva e do Conselho de Administração, pode-se inferir que um dos indicadores possíveis que a determinaria estaria relacionado aos valores pagos, já que podem estar associados ao desempenho no ano, pois quanto melhor for o resultado da empresa, maiores são os bônus pagos aos seus executivos, inferência feita a partir dos dados constantes no Formulário F-20 das cinco empresas estudadas.

As informações do Formulário F-20 não permitiram análises mais profundas sobre a relação existente entre elas e a teoria da precificação CAPM para avaliação de ativos, restando apenas assinalar que esse seria assunto para futuras pesquisas e que seu aprofundamento melhoraria a performance de gestores no momento de investir ou sugerir políticas de governança. Embora esse modelo seja muito criticado, ainda é o mais utilizado pelos investidores.

A exigência da SEC às empresas estrangeiras de preencherem os requisitos do Formulário F-20 em relação ao risco traz grande contribuição aos investidores.

Além de atender ao princípio da transparência, permite que o investidor precifique as ações. Para os administradores financeiros que se utilizam do CAPM, o estudo pode inferir que é possível, por intermédio do índice β , prever a volatilidade das ações e, assim, fazer sua escolha.

Devido à complexidade e abrangência do tema, sugere-se aprofundar os estudos sobre riscos para uma melhor mensuração dos componentes básicos da avaliação de uma empresa, pois, limitado pelo tempo e pelo foco do estudo, não foi possível apresentar todas as variáveis que envolvem a gestão de riscos.

Embora não fosse foco da pesquisa, cabe deixar aqui registrado que em função de sua ampla área de atuação, que abrange uma infinidade de segmentos, o mercado de capitais aponta-se como uma possibilidade promissora para o administrador de empresas. Pôde-se verificar, a partir das informações dos formulários, que os salários são promissores e há possibilidade de crescer dentro dessa esfera, já que é o mercado financeiro que interliga empresas, pessoas e governo. Quanto mais desenvolvido é o mercado de capitais, maior é a economia de um país. Com uma gestão acertada, as empresas podem aumentar sua produção, gerando empregos e colaborando para o progresso do país. Ou seja, o administrador cumpriria aqui também sua função social.

REFERÊNCIAS

- ALVAREZ, R. I.; ASTARITA, M. J. **Introduction to the Blue Sky Laws**. 2001.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2. ed. São Paulo: Pioneira, 2002.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BARTON, G. M. **Culture at work**. Scottsdale: WorldatWork Press, 2006.
- BEBCHUK, Lucian Arye; FRIED, Jesse M. **Executive compensation as an agency problem**. EUA: National Bureau of Economic Research, 2003.
- BORGERTH, Vânia Maria da Costa. **Sox – Entendendo a Lei Sabanes-Oxley: um caminho para a informação transparente**. Local: Cengage Learning, 2008.
- CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H.; BOAS, A. P. Análise empírica da relação entre a remuneração de executivos e o desempenho financeiro de empresas brasileiras. In: **Encontro Nacional de Engenharia de Produção**. v. 27. Foz do Iguaçu, PR, 2007.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2007.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Prentice Hall, 2007.
- DUARTE JÚNIOR, Antonio Marcos. **Gestão de riscos para fundos de investimento**. São Paulo: Prentice Hall Brasil, 2005.
- FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios da administração financeira** 12. ed. São Paulo: Pearson education, 2010.
- GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, E. **Administração financeira - Série essencial**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

HIPÓLITO, J. A. M. **Recompensas em empresas que atuam no terceiro setor: análise a partir de seus pressupostos orientadores.** 2004. [Tese de Doutorado – USP]. São Paulo, 2004.

JORDAN, Bradford D.; WESTERFIELD, Randolph W.; ROSS, Stephen A. **Princípios de administração financeira.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina. **Fundamentos de metodologia científica.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARKOWITZ, H. M. **Portfolio selection: efficient diversification of investments.** New York: Willey, 1959. Disponível em: <<http://garfield.library.upenn.edu/classics1992/A1992JK46000001.pdf>> Acesso em: 13 set. 2015.

MARKOWITZ, H. M. The Rand Corporation. **Journal of Finance.** v. 7, n. 1. New York, 1952. Disponível em: <https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf> Acesso em: 13 set. 2015.

MARTINS JÚNIOR, Wallace Paiva. **Transparência administrativa: publicidade, motivação e participação popular.** São Paulo: Saraiva, 2004.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN; Bradford D. **Princípios de administração financeira.** São Paulo: Atlas, 2000.

SILVA, M. M. P. S. A. **As práticas de recompensas: consequências na percepção de justiça e satisfação dos trabalhadores.** [Dissertação de Mestrado – Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, Departamento de Economia]. Lisboa, 2008.

SOUZA, I. G. M. **Controle interno e fraquezas materiais nos sistemas contábeis: uma análise dos relatórios das empresas latino-americanas listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque.** [Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis – Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Pernambuco, 111 f]. Recife, 2012.

THE INVESTOR'S ADVOCATE. **How the SEC protects investors, maintains market integrity, and facilitates capital formation.** 2013. Disponível em: <<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>> Acesso em: 20 jul. 2015.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 15. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

WOOD JR., T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

APÊNDICE A – TABELA DE RISCOS

VALE

Fatores de Risco

Risco sistemático	Risco não sistemático
<ul style="list-style-type: none"> • Sujeito à ciclicidade da atividade econômica global; • Desdobramentos econômicos adversos da China; • Redução na demanda e nos preços dos produtos dos clientes; • Preços das matérias-primas voláteis; • Condições políticas e econômicas, e leis dos países aonde se tem algum projeto ou se opera; • Mudanças políticas, nacionalização, novos impostos, <i>royalties</i>; • Concessões, autorizações, licenças e permissão estão sujeitas a vencimento ou renovação ou limitação; • Problemas operacionais (clima, doenças, acidentes, condições do mercado); • Incidentes ambientais, de saúde e segurança; • Regulamento ambiental e de saúde e segurança; • Desastres naturais; • Estimativas de reservas minerais, vida útil da mina, flutuação de preço; • Não recomposição das reservas minerais; • Aumento com custo ou escassez de energia; • Câmbio; • Ações judiciais que não deem ganho de caso para a empresa; 	<ul style="list-style-type: none"> • Volume da produção (não suprir a demanda); • Desentendimento com as comunidades locais; • Novos projetos, risco de aumento dos custos ou atrasos; • Deterioração do fluxo de caixa, <i>rating</i> de crédito, capacidade de aumento de capital; • Falha das contrapartes em cumprir suas obrigações; • Aumento de custos de extração ou exigências de investimentos, de acordo com a redução das reservas; • Ações trabalhistas podem interromper as operações de tempos em tempos; • Escassez de equipamentos, serviços e pessoas qualificadas; • Integração entre a Companhia e empresas adquiridas; • Falha do sistema de TI ou na integração de novo <i>software</i>; • Processos de governança e cumprimento de obrigações podem falhar.

<ul style="list-style-type: none">• Detentores de ADR ou HDR trocarem as ADS ou HDS por ações subjacentes, arriscando-se a perder a capacidade de remetê-los ao exterior em moeda estrangeira;• Os detentores de ADR e HDR podem não conseguir exercer seus direitos de preferência em relação às ações subjacentes as suas ADS ou HDS;• As proteções legais para detentores de valores mobiliários diferem de uma jurisdição para outra e podem ser inconsistentes, não familiares ou menos efetivos em relação às expectativas dos investidores.	
--	--

AMBEV

Fatores de Risco

Risco sistemático	Risco não sistemático
<ul style="list-style-type: none"> • Incertezas econômicas e volatilidade; • Depreciação do real frente ao dólar americano; • Preços das <i>commodities</i>; • Conjunturas política e econômica brasileira influenciam nos negócios; • Operações (instabilidade) na América Latina – riscos substanciais relacionados aos seus negócios; • Sujeito à legalização dos países aonde atua; • Regulamentação de bebidas alcoólicas e refrigerantes nos países em que operam; • Taxas de câmbio; • Demanda prejudicada pelas preferências dos consumidores; • Processos judiciais; • Mudanças climáticas, escassez ou má qualidade da água; • Regulamentações ambientais e de segurança; • Operações em Cuba podem prejudicar a reputação e a liquidez dos valores mobiliários por não ser bem vistas pelos EUA; • Desastres naturais; • Deterioração das condições econômicas de mercado em países emergentes; • Acionistas podem não receber quaisquer dividendos; • Regulamentos cambiais brasileiros poderiam restringir conversões para 	<ul style="list-style-type: none"> • Não cumprimento de leis e regulamentos para o combate à corrupção governamental nos países em que atuam, estarão sujeitos a multas, penalidades ou outras sanções administrativas, podendo afetar a reputação da empresa; • Concorrência poderá levar à redução das margens, aumentar custos e prejudicar a lucratividade; • Capacidade das subsidiárias estrangeiras de distribuir caixa na vertente ascendente da cadeia societária poderá ficar a condições limitadas; • Confiança na reputação das marcas; • Publicidade negativa focada nos produtos ou na forma de conduzir as operações; • Produtos contaminados, sujeito à <i>recall</i> ou responsabilidades; • Capacidade de proteger os direitos de propriedade intelectual; • Dependência de terceiros, podendo prejudicar os negócios; • Recrutar ou manter pessoas-chave; • Falhas na tecnologia da informação; • Cobertura de seguro insuficiente; • Acionistas controladores serão capazes de determinar resultado mais significativo; • Futuras emissões de ações poderão diminuir a participação dos atuais acionistas, podendo diminuir o preço das ações.

<p>o exterior dos pagamentos de dividendo e demais distribuições a acionistas efetuadas no Brasil;</p> <ul style="list-style-type: none">• Leis e regulamentos societários de outros países;• Direitos de acionistas diferentes nos EUA;• Sentenças serão pagas em reais, caso surja no Brasil.	
---	--

GERDAU

Fatores de Risco

Risco sistemático	Risco não sistemático
<ul style="list-style-type: none"> • A empresa pode não conseguir alavancar financeiramente, o que aumenta o custo de capital, afetando negativamente suas condições financeiras ou resultados operacionais; • As estimativas de recursos minerais podem ser diferentes das quantidades que realmente serão possíveis extrair; • Estimativas de matérias mineralizadas são baseadas em interpretações, sendo que as quantidades reais podem ser menores; • Aumento nos preços ou redução na oferta de sucata de aço; • Aumento nos preços de minério de ferro e carvão ou redução de sua oferta; • Escassez ou altos preços de energia; • Crises globais e desaceleração econômica podem afetar a demanda de aço; • Condições políticas e econômicas e políticas governamentais nos países aonde atua; • Inflação e ações dos governos para combatê-la; • Variações cambiais entre o dólar americano e as moedas aonde a Gerdau atua; • Demanda por aço é cíclica, logo, pode ocorrer uma redução nos 	<ul style="list-style-type: none"> • A companhia poderá não integrar com sucesso seus negócios, sua ordem, operações ou produtos ou mesmo não concretizar nenhum dos benefícios previstos em futuras aquisições; • Nível de endividamento pode afetar negativamente sua capacidade de captar recursos adicionais para financiar as operações, limitar sua capacidade de resposta a mudanças na economia ou na indústria e impedir o cumprimento de suas obrigações nos contratos de dívida; • Falhas inesperadas dos equipamentos; • A companhia não possui reservas de capital comprovadas ou prováveis; • Quaisquer recursos empreendidos na exploração ou desenvolvimento podem não ser recuperados; • Projetos estão sujeitos a riscos que podem aumentar os custos, gerar atraso ou ainda não serem devidamente implantados; • Riscos de perfuração e produção podem afetar adversamente o processo de mineração; • Os interesses dos acionistas podem conflitar com os interesses dos acionistas não controladores; • Os acionistas minoritários podem ter sua participação diluída em um eventual aumento de capital; • A participação em outras atividades

<p>preços mundiais;</p> <ul style="list-style-type: none">• Importações mais baratas de outros para o Brasil;• Novos entrantes no mercado;• Aumento na capacidade da China de produzir ou desaceleração de seu consumo de aço;• Medidas restritivas impostas por países importadores para conter o comércio de produtos de aço;• Custos relacionados ao cumprimento de regulamentações ambientais podem aumentar, se os requisitos tornarem-se mais severos;• Decisões desfavoráveis em processos judiciais.	<p>relacionadas à indústria de aço pode ser conflitante aos interesses de empresas controladoras coligadas;</p> <ul style="list-style-type: none">• Demissões de funcionários ou paralização das forças de trabalho.
---	--

BRF

Fatores de Risco

Risco sistemático	Risco não sistemático
<ul style="list-style-type: none"> • Resultados operacionais sujeitos a fatores sazonais e volatilidade que afetam tanto os preços de matéria-prima quanto os de venda; • A degradação das condições econômicas gerais; • Surtos ou medo de surto de quaisquer doenças podem levar ao cancelamento de pedidos por parte dos clientes; • Barreiras comerciais mais rígidas em mercados importantes de exportação; • Concorrência significativa de produtores brasileiros e estrangeiros; • Vendas de exportação sujeitas à ampla faixa de riscos associada às operações internacionais (ex.: câmbio, condições econômicas internacionais e etc.); • Riscos políticos e econômicos no Oriente Médio podem limitar a lucratividade das operações e a habilidade de executar estratégias na região; • Riscos políticos e econômicos na Argentina podem limitar habilidade de executar a estratégia; • Crescente regulamentação da segurança alimentar; ações trabalhistas favoráveis; • Leis e regulamentos ambientais; • Decisões desfavoráveis em processos judiciais; • Danos não cobertos pelo seguro; 	<ul style="list-style-type: none"> • Risco à saúde relativo ao setor alimentício pode prejudicar a capacidade de vender produtos; • Aquisições recentes e futuras ou <i>joint ventures</i> poderão desviar os recursos de gestão ou poderão ser comprovadas perturbadoras para a companhia; • Não serem capazes de executar plenamente estratégias comerciais; • Criação de animais e processamento de carnes envolvem riscos de controle de doenças e saúde animal; • Dependência de membros da alta administração e da capacidade de recrutar e reter profissionais qualificados para implementar as estratégias da empresa; • Imagem positiva e reputação no mercado; • Falhas em inovações e lançamentos de novos produtos; • Falhas no sistema de tecnologia da informação; • Endividamento substancial; • Dívidas substanciais que vencem em cada um dos próximos anos; • Os detentores de ADRs podem ter dificuldades para exercer seus direitos de voto.

<ul style="list-style-type: none">• Condições políticas, econômicas ou de outra natureza no Brasil;• Mudanças climáticas;• Inflação e medidas do governo brasileiro para coibi-la;• Variação nas taxas de câmbio;• Oscilações nas taxas de juros brasileiras;• Mudanças nas leis tributárias, podendo aumentar a carga tributária;• Os detentores de ADRs e ações ordinárias podem encontrar dificuldades para proteger seus interesses, uma vez que a empresa está sujeita a normas e regulamentos brasileiros.	
--	--

EMBRAER

Fatores de Risco

Risco sistemático	Risco não sistemático
<ul style="list-style-type: none"> • Desaceleração no segmento de aviação comercial e executiva; depende-se de clientes-chave; • Depende-se de fornecedores-chave; • Vendas de aeronaves estão sujeitas a disposições de cancelamento; • Algumas das receitas provenientes de vendas de aeronaves podem estar sujeitas a garantias financeiras e de valor residual, como a opção de <i>trade-in</i>; • Redução dos financiamentos disponibilizados pelo governo brasileiro aos clientes da empresa ou o aumento dos financiamentos disponibilizados por governos em benefício dos concorrentes; • Sujeitos a riscos ambientais, de saúde e segurança; • Investigações por autoridades dos EUA relativas à Lei de Práticas de Corrupção no Exterior e inquéritos relacionados podem resultar em multas substanciais; • Restrições impostas pela cláusula de limitação nos contratos dos pilotos das companhias aéreas podem limitar a procura por jatos no mercado americano; • Disponibilidade de pilotos para o setor de linhas aéreas; • Sujeitos à certificação rigorosa e requisitos normativos que podem afetar adversamente; • Qualquer acidente ou evento 	<ul style="list-style-type: none"> • Uma série de desafios em decorrência do desenvolvimento de novos produtos e possível busca de oportunidades de crescimento estratégico; • Falta de pessoal qualificado devido à concorrência; • Obrigação de reembolso de contribuições relacionadas à produção ou desenvolvimento dos aviões caso determinadas metas de produção não sejam alcançadas; • Sujeitos à intensa concorrência internacional, passível de provocar efeitos negativos; • Violação de propriedade intelectual; • Estatuto social contém disposições que podem desencorajar nossa aquisição, impedir ou atrasar operações.

<p>catastrófico envolvendo as aeronaves da empresa;</p> <ul style="list-style-type: none">• Situação política econômica do Brasil;• Inflação do governo para combatê-la;• Instabilidade da taxa de câmbio;• Desenvolvimento econômico e percepções de risco pelos investidores em outros países;• Se os portadores de ADSs trocarem esses depósitos por ações ordinárias, eles arriscam-se a perder a faculdade de remeter divisas ao exterior e as vantagens tributárias brasileiras;• O governo brasileiro tem poder de veto sobre mudanças de controle corporativo, marca comercial ou objeto social e sobre a criação ou alteração de programas de defesa e segurança, e seus interesses podem entrar em conflito com os interesses do titulares das ações ordinárias ou de ADSs.	
--	--