

## Índice

---

### 5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	5
5.3 - Descrição - Controles Internos	6
5.4 - Alterações significativas	7

### 10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	8
10.2 - Resultado operacional e financeiro	20
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	28
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	29
10.5 - Políticas contábeis críticas	30
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	32
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	33
10.8 - Plano de Negócios	34
10.9 - Outros fatores com influência relevante	35

## 5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

A BRADESPAR é uma companhia de investimentos e depende do resultado de seus investimentos e de sua capacidade de alienar tais investimentos em condições favoráveis.

A companhia investe em sociedades brasileiras. Sua capacidade de honrar suas obrigações financeiras depende do fluxo de caixa e dos ganhos de suas investidas, da distribuição destes ganhos na forma de dividendos e juros sobre capital próprio, e de sua capacidade de alienar parte de sua carteira de investimentos periodicamente.

Atualmente, os investimentos da BRADESPAR estão concentrados, indiretamente, na VALE e na CPFL Energia.

Como companhia de investimentos, a BRADESPAR tem sua receita operacional originada do resultado de equivalência patrimonial, que inclui dividendos e juros sobre o capital próprio recebidos da VALEPAR/VALE, juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR, dividendos e juros sobre o capital próprio recebidos da CPFL Energia e ganhos realizados na alienação de investimentos.

Qualquer mudança na capacidade da VALE de distribuir dividendos ou juros sobre o capital próprio pode causar um efeito material adverso no resultado das operações da Companhia, impactando, potencialmente sua capacidade de declarar dividendos.

Os principais riscos de mercado que afetam os resultados operacionais de suas investidas também afetam os resultados operacionais da BRADESPAR.

Cumprir destacar que, as informações citadas a seguir, referem-se à informações sobre produtos e serviços relativos aos segmentos operacionais da VALE, conforme descrito do Formulário de Referência da referida companhia, sendo o conteúdo, portanto, de responsabilidade da mesma.

### VALE

Considerando a natureza dos negócios e operações da VALE, os principais fatores de risco de mercado aos quais a empresa está exposta são:

- preços de produtos e insumos; e
- taxas de câmbio e taxas de juros.

### Risco de preço de produtos e insumos

A VALE está exposta a riscos de mercado relacionados à volatilidade dos preços de *commodities* e de insumos. Os principais produtos da Companhia são: minério de ferro e pelotas, níquel, produtos de cobre, fertilizantes e carvão. Os principais insumos da Companhia são materiais e equipamentos diversos, incluindo pneus, correias transportadoras, peças e componentes de equipamentos de mineração, ferroviários, de instalações industriais e de manutenção de oficinas, combustíveis e gases, e energia elétrica.

Para mais informações sobre riscos de preços dos produtos da VALE, vide item 4.1 deste Formulário de Referência.

### Risco de câmbio e de taxa de juros

O fluxo de caixa da VALE está sujeito à volatilidade de diversas moedas, uma vez que os preços de seus produtos são indexados predominantemente ao dólar norte-americano, enquanto parte significativa dos custos, despesas e investimentos são indexados em outras moedas, principalmente reais e dólares canadenses. Com frequência, são utilizados instrumentos derivativos, principalmente operações a termo e *swaps*, com o intuito de reduzir a volatilidade do fluxo de caixa potencial decorrente desta disparidade entre moedas. Também são usados *swaps* para converter em dólares americanos uma parte dos custos do serviço da dívida expressos em reais.

A VALE também tem exposição à taxa de juros sobre os empréstimos e financiamentos. As dívidas com taxas de juros flutuantes em dólares norte-americanos consistem principalmente em empréstimos que incluem operações de pré-pagamento de exportações e empréstimos em bancos comerciais e organizações multilaterais. Em geral, estas dívidas são indexadas com taxas sujeitas às variações da *Libor* (*London Interbank Offered Rate*). Ao considerar os efeitos da volatilidade das taxas de juros no fluxo de caixa, a VALE considera o possível efeito de *hedge* natural entre a flutuação

## 5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

das taxas de juros norte-americanas e os preços das commodities no processo de decisão de contratação de instrumentos financeiros para fins de *hedge*.

Em 31 de dezembro de 2014, 71,7% do endividamento da VALE era denominado em dólares norte-americanos (US\$), correspondentes a R\$ 54.014 milhões, dos quais R\$ 35.350 milhões a juros fixos e R\$ 18.664 milhões atrelados à Libor. Outros 21,9% da dívida eram denominados em reais (R\$), correspondentes a R\$ 16.495 milhões, sendo R\$ 5.150 milhões atrelados à Taxa DI, R\$ 7.437 milhões atrelados a TJLP e R\$ 3.907 milhões a juros fixos e outros. Os 6,4% restantes da dívida eram denominados predominantemente em euros (€), correspondentes a R\$ 4.848 milhões a juros fixos.

Para mais informações sobre riscos de taxas de câmbio e de juros, vide item 4.1 deste Formulário de Referência.

### CPFL Energia

As informações citadas a seguir, referem-se às informações sobre produtos e serviços relativos aos segmentos operacionais da CPFL, conforme descrito do Formulário de Referência da referida companhia, sendo o conteúdo, portanto, de responsabilidade da mesma.

Os principais fatores de risco de mercado que afetam os negócios são como seguem:

**Risco de taxa de câmbio:** Esse risco decorre da possibilidade de suas controladas virem a incorrer em perdas e em restrições de caixa por conta de flutuações nas taxas de câmbio, aumentando os saldos de passivo denominados em moeda estrangeira. A exposição relativa à captação de recursos em moeda estrangeira está substancialmente coberta por operações financeiras de *swap*, o que permitiu à Companhia e suas controladas trocarem os riscos originais da operação para o custo relativo à variação do CDI. A quantificação deste risco está apresentada na nota 35 das demonstrações financeiras de 2014. Adicionalmente as controladas estão expostas em suas atividades operacionais, à variação cambial na compra de energia elétrica de Itaipu. O mecanismo de compensação - CVA protege as empresas de eventuais perdas.

**Risco de taxa de juros:** Esse risco é oriundo da possibilidade da Companhia e suas controladas virem a incorrer em perdas por conta de flutuações nas taxas de juros que aumentem as despesas financeiras relativas a empréstimos, financiamentos e debêntures. As controladas têm buscado aumentar a participação de empréstimos pré indexados ou atrelados a indicadores com menores taxas e baixa flutuação no curto e longo prazo. A quantificação deste risco está apresentada na nota 35 das demonstrações financeiras de 2014.

**Risco de crédito:** O risco surge da possibilidade das controladas virem a incorrer em perdas resultantes da dificuldade de recebimento de valores faturados a seus clientes. Este risco é avaliado pelas controladas como baixo, tendo em vista a pulverização do número de clientes e da política de cobrança e de corte de fornecimento para consumidores inadimplentes.

**Risco quanto à escassez de energia:** A energia vendida pelas controladas é majoritariamente produzida por usinas hidrelétricas. Um período prolongado de escassez de chuva pode resultar na redução do volume de água dos reservatórios das usinas, comprometendo a recuperação de seu volume, podendo acarretar em perdas em função do aumento de custos na aquisição de energia ou redução de receitas com a implementação de programas abrangentes de conservação de energia elétrica ou adoção de um novo programa de racionamento, como o verificado em 2001. A condição hidrológica das regiões Sudeste/Centro-Oeste e Nordeste não está favorável no início de ano de 2015. Por esse motivo, o cenário energético atual do Sistema Interligado requer atenção e monitoramento, principalmente no período úmido dessas regiões, que finaliza-se em abril.

**Risco de aceleração de dívidas:** A Companhia possui contratos de empréstimos, financiamentos e debêntures, com cláusulas restritivas (*covenants*) normalmente aplicáveis a esses tipos de operação, relacionadas ao atendimento de índices econômico-financeiros. Essas cláusulas restritivas são monitoradas e não limitam a capacidade de condução do curso normal das operações, se atendidas nas periodicidades exigidas contratualmente ou se obtida a anuência prévia dos credores para o não atendimento.

**Risco regulatório:** As tarifas de fornecimento de energia elétrica cobradas pelas controladas de distribuição dos consumidores cativos são fixadas pela ANEEL, de acordo com a periodicidade prevista nos contratos de concessão celebrados com o Governo Federal e em conformidade com a metodologia de revisão tarifária periódica estabelecida para

## 5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

o ciclo tarifário. Uma vez homologada essa metodologia, a ANEEL determina as tarifas a serem cobradas pelas distribuidoras dos consumidores finais. As tarifas assim fixadas, conforme disposto na Lei nº 8.987/1995, devem assegurar o equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão no momento da revisão tarifária, o que pode gerar reajustes menores em relação ao esperado pelas controladas de distribuição, embora compensados em exercícios subsequentes por outros reajustes.

### **BRADESPAR**

#### **Riscos Relacionados à Emissão e às Debêntures da Companhia**

A ausência de liquidez para as Debêntures pode afetar a capacidade dos Debenturistas em vender as Debêntures no futuro e pode afetar o preço que receberiam se tal venda ocorresse.

O mercado secundário existente no Brasil para negociação de debêntures apresenta, historicamente, baixa liquidez e não há nenhuma garantia de que existirá no futuro um mercado para negociação desses valores mobiliários que possibilite aos subscritores desses títulos sua alienação caso estes assim decidam. Dessa forma, os titulares das Debêntures podem ter dificuldade para realizar a venda desses títulos no mercado secundário.

A validade da estipulação da Taxa DI, divulgada pela CETIP, pode vir a ser questionada judicialmente.

A Súmula n.º 176 editada pelo Superior Tribunal de Justiça enuncia que é nula a cláusula que sujeita o devedor ao pagamento de juros de acordo com a Taxa DI divulgada pela ANBIMA/CETIP. A referida súmula não vincula as decisões do Poder Judiciário e decorreu do julgamento de ações judiciais em que se discutia a validade da aplicação da Taxa DI divulgada pela ANBIMA/CETIP em contratos utilizados em operações bancárias ativas. Há a possibilidade de, numa eventual disputa judicial, a Súmula n.º 176 vir a ser aplicada pelo Poder Judiciário para considerar que a Taxa DI não é válida como fator de remuneração das Debêntures. Em se concretizando esta hipótese, o índice que vier a ser indicado pelo Poder Judiciário para substituir a Taxa DI poderá conceder aos titulares das Debêntures uma remuneração inferior à atual Remuneração das Debêntures.

Eventual rebaixamento na classificação de risco da Emissão poderá acarretar redução de liquidez das Debêntures para negociação no mercado secundário.

Para se realizar uma classificação de risco (rating), certos fatores relativos à Emissora são levados em consideração, tais como sua condição financeira, administração e desempenho. São analisadas, também, características da Emissão e das Debêntures, assim como as obrigações assumidas pela Emissora e os fatores político-econômicos que podem afetar a condição financeira da Emissora. Dessa forma, as avaliações representam uma opinião quanto às condições da Emissora de honrar seus compromissos financeiros, tais como pagamento do principal e juros no prazo estipulado. Um eventual rebaixamento em classificações de risco obtidas com relação à Emissão durante a vigência das Debêntures poderá afetar negativamente o preço desses valores mobiliários e sua negociação no mercado secundário.

Adicionalmente, alguns dos principais investidores que adquirem valores mobiliários por meio de ofertas públicas no Brasil (tais como entidades de previdência complementar) estão sujeitos a regulamentações específicas que condicionam seus investimentos em valores mobiliários a determinadas classificações de risco. Assim, o rebaixamento de classificações de risco obtidas com relação às Debêntures pode obrigar esses investidores a alienar suas Debêntures no mercado secundário, podendo vir a afetar negativamente o preço dessas Debêntures e sua negociação no mercado secundário.

As obrigações da Emissora, constantes da Escritura de Emissão, estão sujeitas a hipóteses de vencimento antecipado.

A Escritura de Emissão estabelece hipóteses que ensejam o vencimento antecipado (automático ou não) das obrigações da Emissora com relação às Debêntures. Caso ocorra a declaração do vencimento antecipado das Debêntures, todas as obrigações objeto da respectiva Escritura de Emissão deverão ser declaradas antecipadamente vencidas e deverá ocorrer o imediato pagamento do saldo do Valor Nominal pela Companhia, acrescido da Remuneração e demais encargos devidos. Não há garantias de que a Emissora disporá de recursos suficientes em caixa para fazer face ao pagamento das Debêntures da presente Emissão na hipótese de ocorrência de eventual vencimento antecipado de

**5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos**

suas obrigações, hipótese em que a Emissora poderá sofrer um impacto negativo relevante nos seus resultados e operações.

As Debêntures poderão ser objeto de resgate antecipado, a exclusivo critério da Emissora.

A Companhia reserva-se o direito de, a seu livre e exclusivo critério e nos termos da Escritura de Emissão, promover o resgate antecipado da totalidade das Debêntures, o que ocasionará a redução do horizonte de investimento dos Debenturistas. Nesse caso, os titulares de Debêntures poderão não obter o retorno financeiro esperado na aquisição das Debêntures em decorrência de tal resgate, não havendo qualquer garantia de que existirão, no momento do resgate, outros ativos no mercado de risco e retorno semelhantes às Debêntures. Além disso, a atual legislação tributária referente ao imposto de renda determina alíquotas diferenciadas em decorrência do prazo de aplicação, o que poderá implicar em uma alíquota superior à que seria aplicada caso as Debêntures fossem liquidadas apenas na data de seu vencimento.

As Debêntures poderão ser objeto de resgate antecipado em caso de extinção e não substituição da Taxa DI.

As Debêntures poderão ser objeto de resgate antecipado compulsório em caso de extinção e não substituição da Taxa DI, hipótese em que a totalidade das Debêntures poderá ser resgatada antecipadamente, sem multa ou prêmio de qualquer natureza. Nesse caso, os Debenturistas poderão não obter o retorno financeiro esperado na aquisição das Debêntures em decorrência de tal resgate, não havendo qualquer garantia de que existirão, no momento do resgate, outros ativos no mercado de risco e retorno semelhantes às Debêntures. Além disso, a atual legislação tributária referente ao imposto de renda determina alíquotas diferenciadas em decorrência do prazo de aplicação, o que poderá implicar em uma alíquota superior à que seria aplicada caso as Debêntures fossem liquidadas apenas na data de seu vencimento.

**5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado****a) *riscos para os quais se busca proteção***

Tendo em vista que a 5ª Emissão de Debêntures da BRADESPAR vence em julho de 2015, a Companhia entende que o risco de grandes elevações na taxa de juros é relativamente baixa, razão pela qual não adota nenhuma política de proteção para eventuais flutuações.

**b) *estratégia de proteção patrimonial (hedge)***

A Companhia não possui estratégia de proteção patrimonial.

**c) *instrumentos utilizados para proteção patrimonial (hedge)***

A Companhia não possui instrumentos para proteção patrimonial.

**d) *parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos***

A Companhia não possui parâmetros para o gerenciamento de riscos.

**e) *se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge) e quais são esses objetivos***

A Companhia não opera instrumentos financeiros.

**f) *estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos***

A Companhia não possui estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos.

**g) *adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada***

A Companhia não possui adequação da estrutura operacional.

## **5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos**

Não houve alteração significativa nos principais riscos de mercado no período.

## 5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.4 - Alterações significativas

O Governo Federal frequentemente intervém na economia do País e ocasionalmente realiza modificações significativas em suas políticas e normas. As medidas tomadas pelo Governo Federal para controlar a inflação, além de outras políticas e normas, frequentemente implicam o aumento das taxas de juros, mudança das políticas fiscais, controle de preços, desvalorização cambial, controle de capital e limitação às importações, entre outras medidas. As atividades, situação financeira e resultados operacionais da Companhia, assim como de suas investidas, poderão vir a ser prejudicados de maneira relevante por modificações nas políticas ou normas que envolvam ou afetem certos fatores, tais como:

- taxas de juros;
- política monetária;
- controles cambiais e restrições a remessas para o exterior;
- flutuações cambiais;
- inflação;
- liquidez dos mercados financeiros e de capitais domésticos;
- política fiscal e regime tributário; e
- outros acontecimentos políticos, sociais e econômicos que venham a ocorrer no Brasil ou que o afetem.

Embora a taxa anual de inflação medida pelo IGP-M tenha caído de 20,1% em 1999 para 3,7% em 2014, o Brasil, no passado, registrou índices de inflação extremamente altos. A inflação e algumas medidas tomadas pelo Governo Federal no intuito de controlá-la, combinada com a especulação sobre eventuais medidas governamentais a serem adotadas, tiveram efeito negativo significativo sobre a economia brasileira, contribuindo para a incerteza econômica existente no Brasil e para o aumento da volatilidade do mercado de valores mobiliários brasileiro. As medidas do Governo Federal para controle da inflação frequentemente têm incluído a manutenção de política monetária restritiva com altas taxas de juros, restringindo assim a disponibilidade de crédito e reduzindo o crescimento econômico. Como consequência, as taxas de juros têm flutuado de maneira significativa.

Futuras medidas do Governo Federal, inclusive de redução de taxas de juros, intervenção no mercado de câmbio e ações para ajustar ou fixar o valor do Real poderão desencadear aumento de inflação e levar a políticas antiinflacionárias que poderão afetar a companhia adversamente.

Historicamente, a moeda brasileira sofreu frequentes desvalorizações. O Governo Federal implementou diversos planos econômicos e utilizou diversas políticas cambiais, incluindo desvalorizações repentinas, minidesvalorizações periódicas durante as quais a frequência dos ajustes variou de diária a mensal, sistemas de mercado de câmbio flutuante, controles cambiais e mercado de câmbio paralelo.

Periodicamente, houve flutuações significativas da taxa de câmbio entre o Real e o Dólar e outras moedas. Por exemplo, o Real se desvalorizou frente ao Dólar 8,5% em 2000, 5,7% em 2001, 34,3% em 2002 e 32,0% em 2008, tendo se apreciado 9,0%, 11,8%, 8,7% e 17,2% em relação ao Dólar em 2004, 2005, 2006 e 2007, respectivamente. Não é possível assegurar que o Real irá se desvalorizar ou mesmo valorizar ainda mais em relação ao Dólar. Em 31 de dezembro de 2014, a taxa de câmbio entre o Real e o Dólar era de R\$ 2,6562 por US\$1,00.

As desvalorizações do Real em relação ao Dólar podem criar pressões inflacionárias adicionais no Brasil e acarretar aumentos das taxas de juros, podendo afetar de modo negativo a economia brasileira como um todo. As desvalorizações, em geral, restringem o acesso ao mercado financeiro no exterior e podem causar intervenções governamentais, incluindo políticas de recessão do governo. As desvalorizações também reduzem o valor em Dólares das ações e de distribuições de dividendos sobre as ações da Companhia. Em contrapartida, a valorização do Real em relação ao Dólar pode acarretar uma deterioração da conta corrente do Brasil e da balança de pagamentos, assim como uma diminuição do crescimento direcionado à exportação.



## 10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

### a) *Condições financeiras e patrimoniais gerais*

A BRADESPAR é uma companhia de investimentos, controlada pelo mesmo grupo controlador do Banco Bradesco, tendo sido constituída em 30 de março de 2000, por meio da cisão parcial do Banco Bradesco, para atender dois objetivos: (i) receber parcelas do patrimônio do Banco Bradesco, cindidas em conformidade com a regulamentação do Banco Central, correspondentes a participações societárias não financeiras em sociedades atuantes nos setores de mineração, siderurgia, energia, TV por assinatura e tecnologia de informação; e (ii) permitir a administração mais ativa de investimentos não financeiros.

Em 31 de dezembro de 2014, sua carteira de investimentos era composta por duas investidas: a VALE e a CPFL Energia. Sua receita operacional é proveniente basicamente: (i) do resultado da equivalência patrimonial na VALEPAR/VALE, que inclui juros sobre o capital próprio e/ou dividendos recebidos; (ii) dos juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR; (iii) dos juros sobre capital próprio e/ou dividendos recebidos da CPFL Energia; e (iv) dos ganhos realizados na alienação de investimentos. A receita operacional da BRADESPAR em 31 de dezembro de 2014 foi de R\$ 74,0 milhões, composta por R\$ 69,7 milhões de equivalência patrimonial negativa da VALEPAR/VALE, R\$ 91,7 milhões de juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR e R\$ 52,0 milhões de dividendos recebidos da CPFL Energia.

Variações no resultado da VALE e na distribuição do resultado da CPFL Energia poderão impactar, proporcionalmente, os resultados operacionais da BRADESPAR.

Presente em 27 países, a VALE atua nos negócios de mineração (produção e comercialização), operações de logística, geração de energia, fertilizantes e siderurgia. Maior produtora mundial de minério de ferro e pelotas, é também a segunda maior produtora mundial de níquel, insumo essencial para a indústria de aço inoxidável e ligas metálicas utilizadas na produção de equipamentos de mineração e energia, aeronaves, automóveis, baterias, entre outros.

Mesmo diante de um cenário de desaquecimento da economia mundial, a VALE, em 2014, estabeleceu recordes na produção de minério de ferro, cobre e ouro, e a melhor marca em níquel desde 2008. Além disso, lançou várias iniciativas bem-sucedidas para reduzir ainda mais suas despesas e investimentos, preservando uma estrutura de capital saudável. No ano, o EBITDA ajustado de R\$ 31,1 bilhões foi afetado, principalmente, pelos menores preços de *commodities*, que foram parcialmente compensados por variações positivas nas taxas de câmbio, pela redução de despesas com vendas, gerais e administrativas e pelo maior volume vendido.

O lucro líquido ajustado foi de R\$ 10,1 bilhões, excluindo os efeitos de itens não recorrentes. Com a inclusão dos ajustes contábeis, que não afetam o resultado financeiro da VALE, o lucro líquido foi de R\$ 954,0 milhões.

O controle compartilhado por meio da VALEPAR S.A. é o veículo de participação da BRADESPAR na VALE. Como parte do Acordo de Acionistas, ocupa três assentos no Conselho de Administração da VALEPAR, dois assentos no Conselho de Administração da VALE, além de representantes nos Comitês Estratégico, de Desenvolvimento Executivo, Governança e Sustentabilidade, Controladoria e Financeiro, proporcionando relevante nível de participação nas decisões da empresa.

A VALE é registrada na BM&FBOVESPA (VALE3 e VALE5), na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) (VALE e VALE.P), na NYSE Euronext Paris (VALE3 e VALE5), na Latibex (XVALO e XVALP) e Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEx) (6210 e 6230).

Os principais destaques do desempenho da VALE, em 2014, foram:

- Lucro líquido ajustado de R\$ 10,1 bilhões, excluindo os efeitos de itens não recorrentes;
- Geração de caixa medida pelo EBITDA ajustado de R\$ 31,1 bilhões;
- Redução de R\$ 1,9 bilhão de despesas em todos os seus negócios;
- Conclusão de oito projetos, sendo a maioria entregue dentro dos prazos e orçamentos estabelecidos (Tubarão VIII, Serra Leste, o centro de distribuição na Malásia, Vargem Grande, a 5ª linha de Brucutu, Salobo II, Nacala e Long Harbour); e
- Distribuição de dividendos no montante de US\$ 4,2 bilhões.

A BRADESPAR considera que as atuais condições financeiras e patrimoniais da VALE são saudáveis para o seu ramo de atividade.

A CPFL Energia é uma *holding* que, por intermédio de sociedades controladas e coligadas, atua no setor elétrico brasileiro.

## 10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

A empresa celebrou, no final de 2014, dez anos de sua abertura de capital na BM&FBOVESPA e na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) iniciativa que proporcionou um conjunto de resultados positivos.

A abertura de capital serviu de base para uma substancial expansão do grupo nesse período, com a aquisição de distribuidoras, a forte expansão nos segmentos de comercialização e de geração, bem como a entrada no promissor segmento de energias renováveis. A CPFL Energia obteve também, como resultado dessa operação, um conjunto significativo de benefícios, como acesso ao mercado de capitais, melhoria de sua eficiência, evolução de sua governança corporativa e criação de valor para seus acionistas.

Cabe registrar que a BRADESPAR participou ativamente desse processo, enquanto acionista da VBC, então controladora da CPFL Energia.

Atualmente, a estrutura acionária da CPFL Energia é composta pelo Fundo de Investimentos em Ações BB Carteira Livre (Previ), com 30,0% de participação, pela Camargo Corrêa, com 24,4%, e pelo Fundo de Investimentos em Participações Energia São Paulo (Funcesp, Petros, Sistel e Sabesprev), com 15,1%. O restante, 30,5%, são ações em circulação no mercado (*free float*), das quais 5,3% pertencem à BRADESPAR.

A BRADESPAR entende que as atuais condições financeiras e patrimoniais da CPFL Energia são suficientes para o desenvolvimento de seus negócios em todas suas áreas de atuação.

### 2014

Em 2014, o real teve uma desvalorização de 13,4% em relação ao dólar norte-americano, atingindo R\$ 2,6562 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2014 comparado com R\$ 2,3426 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2013. O Banco Central aumentou a taxa básica de juros, partindo de 10,0% em dezembro de 2013 para 11,75% em dezembro de 2014.

O Brasil vivenciou, em 2014, mais um momento de sua bem consolidada democracia, ao promover eleições de grande repercussão na opinião pública – envolvida pelo vigor das campanhas e acirrada disputa nas urnas. Cabe, agora, aos agentes econômicos revisar projeções e estratégias, emoldurando mudanças que possam conduzir o País a um salto de desenvolvimento.

Há razões de otimismo quanto ao Brasil de amanhã e, neste contexto, espera-se que as sinalizações sobre a política econômica doméstica e fatores externos, tais como a recuperação da economia norte-americana e os esforços de retomada das economias vinculadas ao Euro, possam criar oportunidades de crescimento no País.

Indicamos abaixo dados referentes aos resultados da BRADESPAR (Consolidado), no ano de 2014:

- receita operacional bruta de R\$ 74,0 milhões;
- resultado do exercício R\$ 101,5 milhões;
- patrimônio líquido de R\$ 8,9 bilhões;
- rentabilidade anualizada de 1,2% sobre o patrimônio líquido médio (\*); e
- valor contábil dos investimentos de R\$ 8,5 bilhões.

(\*) Não considera o efeito da marcação a mercado dos Títulos Disponíveis para Venda registrado no Patrimônio Líquido.

A seguir relacionamos o valor contábil e de mercado, do principal investimento detido pela BRADESPAR em 31 de dezembro de 2014:

R\$ milhões		
	Valor Contábil	Valor de Mercado
VALEPAR / VALE (1)	8.522,8	6.627,7

(1) O valor de mercado da VALEPAR / VALE considera a cotação de fechamento na BM&FBovespa das ações ordinárias e preferenciais da VALE (VALE3 e VALE5), no dia 31 de dezembro de 2014, multiplicada pelo número de ações da VALE detidas indiretamente pela Companhia.

## 10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

### 2013

Em 2013, o real teve uma desvalorização de 14,6% em relação ao dólar norte-americano, atingindo R\$ 2,3426 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2013 comparado com R\$ 2,0435 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2012. O Banco Central aumentou a taxa básica de juros, partindo de 7,25% em dezembro de 2012 para 10,0% em dezembro de 2013.

O ano de 2014 se apresentou desafiador diante do início da redução de estímulos monetários nos EUA e também da ligeira desaceleração do crescimento chinês. Um cenário a ser superado pelos países emergentes, que, por outro lado, constitui-se em uma oportunidade singular para que essas nações melhorem seus fundamentos macroeconômicos e institucionais.

O Brasil não está imune a esse contexto externo, mas está mais preparado para enfrentar os desafios. A retomada da atividade econômica no País nos últimos meses de 2013 tem sido suportada principalmente por investimentos produtivos, que tendem a se intensificar com o atual programa de concessões públicas na área de infraestrutura e pelos eventos esportivos de grande porte que ocorrerão entre 2014 e 2016.

Indicamos abaixo dados referentes aos resultados da BRADESPAR (Consolidado), no ano de 2013:

- receita operacional bruta de R\$ 68,0 milhões;
- resultado do exercício -R\$ 47,7 milhões;
- patrimônio líquido de R\$ 9,0 bilhões;
- rentabilidade anualizada de -0,6% sobre o patrimônio líquido médio (\*); e
- valor contábil dos investimentos de R\$ 8,3 bilhões.

(\*) Não considera o efeito da marcação a mercado dos Títulos Disponíveis para Venda registrado no Patrimônio Líquido.

A seguir relacionamos o valor contábil e de mercado, do principal investimento detido pela BRADESPAR em 31 de dezembro de 2013:

	R\$ milhões	
	Valor Contábil	Valor de Mercado
VALEPAR / VALE (1)	8.306,8	10.807,0

(1) O valor de mercado da VALEPAR / VALE considera a cotação de fechamento na BM&FBovespa das ações ordinárias e preferenciais da VALE (VALE3 e VALE5), no dia 31 de dezembro de 2013, multiplicada pelo número de ações da VALE detidas indiretamente pela Companhia.

### 2012

Em 2012, o real teve uma desvalorização de 8,9% em relação ao dólar norte-americano, atingindo R\$ 2,0435 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2012 comparado com R\$ 1,8758 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2011. O Banco Central reduziu a taxa básica de juros, partindo de 11,00% em dezembro de 2011 para 7,25% em dezembro de 2012.

Em meados de 2012, os principais bancos centrais do mundo, de maneira atípica e contundente, renovaram ou ampliaram o compromisso em prover liquidez aos mercados, o que contribuiu determinantemente para reduzir os riscos de eventos extremos no cenário internacional. Por outro lado, a necessidade de ajustes fiscais nos EUA e na Europa mantém um viés de baixa para o crescimento global em 2013.

O Brasil não está imune a esse contexto global, apesar dos avanços nos fundamentos macroeconômicos observados nos últimos anos. Contudo, o País começa a colher os frutos da maior margem de manobra anticíclica que tem comparativamente a outras nações. As várias medidas de estímulo adotadas nos últimos meses já estão surtindo efeitos visíveis em termos de retomada da atividade econômica, ao mesmo tempo em que alguns passos importantes estão sendo dados para melhorar a infraestrutura, ajustar distorções tributárias e elevar a eficiência do setor produtivo, temas relevantes para o aumento do crescimento da economia.

## 10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Apesar da inegável vocação exportadora do País, o principal motor do desempenho da atividade econômica tem sido e deverá continuar sendo a demanda doméstica, em especial o consumo das famílias e os investimentos, beneficiados pela proximidade de grandes eventos esportivos no próximo triênio e pelo processo contínuo de mobilidade social.

Indicamos abaixo dados referentes aos resultados da BRADESPAR (Consolidado), no ano de 2012:

- receita operacional bruta de R\$ 634,1 milhões;
- resultado do exercício R\$ 486,1 milhões;
- patrimônio líquido de R\$ 9,2 bilhões;
- rentabilidade anualizada de 6,0% sobre o patrimônio líquido médio (\*); e
- valor contábil dos investimentos de R\$ 8,0 bilhões.

(\*) Não considera o efeito da marcação a mercado dos Títulos Disponíveis para Venda registrado no Patrimônio Líquido.

A seguir relacionamos o valor contábil e de mercado, do principal investimento detido pela BRADESPAR em 31 de dezembro de 2012:

R\$ milhões		
	Valor Contábil	Valor de Mercado
VALEPAR / VALE (1)	7.963,7	12.802,8

(1) O valor de mercado da VALEPAR / VALE considera a cotação de fechamento na BM&FBovespa das ações ordinárias e preferenciais da VALE (VALE3 e VALE5), no dia 31 de dezembro de 2012, multiplicada pelo número de ações da VALE detidas indiretamente pela Companhia.

### Indicador de Liquidez

Para melhor entendimento da capacidade de pagamento da Emissora em Relação aos seus compromissos financeiros assumidos, informamos a seguir o índice de liquidez geral da Companhia.

Indicador	2014	2013	2012
Liquidez Geral (*)	1,2	1,4	1,7

(\*) Liquidez Geral = (Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo) / (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante)

Em linhas gerais, o índice de Liquidez Geral apresentou reduções nos últimos dois anos, em função, basicamente, da diminuição dos Ativos de Recebíveis de Ações Preferenciais Resgatáveis, mas vem mantendo uma margem de cobertura, se compararmos os ativos da companhia vis a vis os compromissos assumidos, que são representados, principalmente, por debêntures a pagar. Ao final de 2014 o índice atingiu 1,2, sendo que em 2013 o índice foi de 1,4 e em 2012 1,7.

O índice de liquidez geral foi obtido através da somatória do Caixa e Equivalentes de Caixa, Recebíveis de Ações Preferenciais Resgatáveis, Títulos Disponíveis para Venda, Tributos a Compensar ou a Recuperar, Depósitos Judiciais e Outros Valores a Receber, dividida pelo Total do Passivo.

Estes dados foram extraídos do Balanço Patrimonial Consolidado, na página 98 deste Formulário de Referência.

### **b) Estrutura de capital e possibilidade de resgate de ações ou quotas**

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**

Estrutura de Capital	Quantidade de Ações		
	Dez14	Dez13	Dez12
ON	122.523.049	122.523.049	122.523.049
PN	227.024.896	227.024.896	227.024.896
<b>Total</b>	<b>349.547.945</b>	<b>349.547.945</b>	<b>349.547.945</b>

Em 31 de dezembro de 2014, o capital social total da BRADESPAR era de R\$ 4,1 bilhões, composto por 349.547.945 ações, sendo 122.523.049 ações ordinárias e 227.024.896 ações preferenciais.

Em 31 de dezembro de 2013, o capital social total da BRADESPAR era de R\$ 4,1 bilhões, composto por 349.547.945 ações, sendo 122.523.049 ações ordinárias e 227.024.896 ações preferenciais.

Em 31 de dezembro de 2012, o capital social total da BRADESPAR era de R\$ 3,9 bilhões, composto por 349.547.945 ações, sendo 122.523.049 ações ordinárias e 227.024.896 ações preferenciais.

	R\$ milhões					
	Dez14	% em relação ao passivo total	Dez13	% em relação ao passivo total	Dez12	% em relação ao passivo total
Patrimônio Líquido dos acionistas Controladores	8.938	84,3%	9.034	83,2%	9.156	84,0%
Capital de Terceiros (1)	1.661	15,7%	1.825	16,8%	1.745	16,0%
<b>Passivo Total</b>	<b>10.599</b>	<b>100,0%</b>	<b>10.859</b>	<b>100,0%</b>	<b>10.901</b>	<b>100,0%</b>

(1) Passivo Total excluindo-se o Patrimônio Líquido.

A BRADESPAR, nos últimos 3 exercícios sociais, vem mantendo a média de representatividade do capital de terceiros ao redor de 16,0%.

**(i) hipóteses de resgate**

Não há hipóteses de resgate de ações ou quotas.

**(ii) fórmula de cálculo do valor de resgate**

Não há hipóteses de resgate de ações ou quotas.

**c) Capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos**

Os administradores da Companhia, com base em análise de seus indicadores de desempenho e de sua geração operacional de caixa, entendem que a Companhia tem plenas condições para honrar suas obrigações de curto, médio e longo prazos, bem como seus respectivos juros, com recursos provenientes da sua geração operacional de caixa. Não obstante o entendimento da Administração da Companhia, caso sejam necessários recursos à complementação de tal montante, estes serão obtidos por meio de empréstimos bancários ou outros financiamentos a serem avaliados e contratados pela Companhia, alienação de ativos, bem como por meio de outras distribuições públicas de valores mobiliários da Companhia.

Em 31 de dezembro de 2014, a Companhia estava em cumprimento de todas as obrigações financeiras estabelecidas nos instrumentos de dívida mencionados na alínea "f" abaixo e acredita que continuará a honrar tais compromissos sem que tal fato implique em qualquer impacto negativo relevante em seus negócios ou performance financeira.

**d) Fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes utilizadas**

As principais fontes de recursos da Companhia são:

- os dividendos e/ou juros sobre capital próprio distribuídos pelas investidas da Companhia;
- os juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR;

## 10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

- os recursos provenientes das vendas de participações societárias;
- as emissões de títulos de dívida no mercado de capitais brasileiro e internacional; e
- os aumentos de capital.

**As principais fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes da Companhia foram originadas, principalmente:**

- em 2014, por: (i) recebimento de R\$ 165,3 milhões referentes a juros sobre o capital próprio e dividendos da VALEPAR/VALE e juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR; (ii) recebimento de R\$ 52,0 milhões referentes a dividendos da CPFL Energia; e (iii) recebimento de R\$ 507,3 milhões referentes ao resgate de 8.746.256 ações preferenciais da VALEPAR;
- em 2013, por: (i) recebimento de R\$ 172,3 milhões referentes a juros sobre o capital próprio e dividendos da VALEPAR/VALE e juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR; (ii) recebimento de R\$ 43,0 milhões referentes a dividendos da CPFL Energia; e (iii) recebimento de R\$ 192,7 milhões referentes ao resgate de 3.321.672 ações preferenciais da VALEPAR; e
- em 2012, por: (i) recebimento de R\$ 338,0 milhões referentes a juros sobre o capital próprio e dividendos da VALEPAR/VALE e juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR; (ii) recebimento de R\$ 73,5 milhões referentes a dividendos da CPFL Energia; e (iii) recebimento de R\$ 166,8 milhões referentes ao resgate de 2.876.274 ações preferenciais da VALEPAR.

### **Recursos Provenientes das Atividades de Financiamento**

Os recursos provenientes de atividades de financiamento da Companhia foram originados, basicamente:

- durante o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2014, não houve captação de recursos provenientes de atividades de financiamento;
- durante o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2013, pela captação de recursos por meio da emissão de Debêntures da Quinta Emissão Pública no valor total de R\$ 1,0 bilhão, os quais foram utilizados para a quitação das obrigações relativas às Debêntures da Segunda Série da Terceira Emissão Pública e da 4ª Emissão Pública da Companhia; e
- durante o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2012, pela captação de recursos por meio da emissão de Debêntures da Quarta Emissão Pública no valor total de R\$ 350,0 milhões, os quais foram utilizados para a quitação das obrigações relativas às Debêntures da Primeira Série da Terceira Emissão Pública da Companhia.

### **e) Fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiências de liquidez**

As fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes citadas no item 10.1 “d” que foram utilizadas nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012 são adequadas, e continuarão a ser utilizadas em eventual deficiência de liquidez.

### **f) Níveis de endividamento e as características de tais dívidas, descrevendo ainda:**

A tabela a seguir apresenta informações financeiras selecionadas com relação ao endividamento, em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012:

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**

<b>Instrumento</b>	<b>Saldo (R\$ milhões)</b>			<b>Custo</b>	<b>Pagamento</b>	<b>Vencimento</b>	<b>Obrigações Principais (R\$ milhões)</b>
	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>				
Debêntures da Primeira Emissão	0	0	0	125% da variação do CDI	Semestral	Janeiro de 2012	Manutenção de endividamento líquido abaixo de R\$2.000,000
Notas Promissórias da Primeira Emissão	0	0	0	106% da variação do CDI	No vencimento	Janeiro de 2009	Manutenção de endividamento líquido abaixo de R\$2.000,000
Notas Promissórias da Segunda Emissão	0	0	0	110% da variação do CDI	No vencimento	Julho de 2009	Manutenção de endividamento líquido abaixo de R\$2.000,000
Debêntures da Segunda Emissão	0	0	0	105% na Primeira Série e 108% na Segunda Série, da variação do CDI	No vencimento	Julho de 2010 para a Primeira Série e Julho de 2011 para a Segunda Série	Manutenção de endividamento líquido abaixo de R\$2.000,000
Debêntures da Terceira Emissão	0	0	588,5 (1)	103,8% na Primeira Série e 105,5% na Segunda Série, da variação do CDI	No vencimento	Julho de 2012 para a Primeira Série e Julho de 2013 para a Segunda Série	Manutenção de endividamento líquido abaixo de R\$2.000,000
Debêntures da Quarta Emissão	0	0	362,7 (2)	103,5% da variação do CDI	No vencimento	Julho de 2013	Manutenção de endividamento líquido abaixo de R\$2.000,000
Debêntures da Quinta Emissão	1.165,1 (3)	1.045,7 (3)	0	105,3% da variação do CDI	No vencimento	Julho de 2015	Manutenção de endividamento líquido abaixo de R\$3.000,000
<b>Dívida Bruta</b>	<b>1.165,1</b>	<b>1.045,7</b>	<b>951,2</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Disponibilidades, títulos e valores mobiliários de curto e longo prazo	312,0	258,7	254,2	-	-	-	-
<b>Dívida Líquida</b>	<b>853,1</b>	<b>787,0</b>	<b>697,0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

(1) Sendo R\$ 588,5 milhões da Segunda Série, liquidada em Julho de 2013;

(2) Emitidas em 4 de julho de 2012 e liquidadas em julho de 2013; e

(3) Emitidas em 4 de julho de 2013.

Em 2014 não houve emissão de dívida.

Em 4 de julho de 2013, a BRADESPAR efetuou sua Quinta Emissão Pública de Debêntures em série única, sendo 100.000 Debêntures no valor unitário de R\$ 10 mil totalizando R\$ 1 bilhão com vencimento em 732 dias a contar da data de emissão.

Os juros foram correspondentes à variação acumulada de 105,3% das taxas médias dos DI's – Depósitos Interfinanceiros de um dia, base 252 dias, divulgada diariamente pela CETIP S.A., calculados *pro rata temporis* até o pagamento de cada Debênture e serão pagos junto com o principal.

As Debêntures não contam com garantia.

Em 4 de julho de 2013, a BRADESPAR efetuou o pagamento do principal e juros da Segunda Série das Debêntures da Terceira Emissão no montante de R\$ 610,8 milhões e da Quarta Emissão de Debêntures no montante de R\$ 376,2 milhões.

Em 4 de julho de 2012, a BRADESPAR efetuou sua Quarta Emissão Pública de Debêntures em série única, sendo 35.000 Debêntures no valor unitário de R\$ 10 mil totalizando R\$ 350 milhões com vencimento em 365 dias a contar da data de emissão.

Os juros foram correspondentes à variação acumulada de 103,5% das taxas médias dos DI's – Depósitos Interfinanceiros de um dia, base 252 dias, divulgada diariamente pela CETIP S.A., calculados *pro rata temporis* até o pagamento de cada Debênture e serão pagos junto com o principal.

## 10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

As Debêntures não contam com garantia.

Em 4 de julho de 2012, a BRADESPAR efetuou o pagamento do principal e juros da Primeira Série das Debêntures da Terceira Emissão no montante de R\$ 322,1 milhões.

Em 4 de julho de 2011, a BRADESPAR efetuou a emissão pública de Debêntures em duas séries, sendo a primeira de 29.000 Debêntures no valor unitário de R\$ 10 mil totalizando R\$ 290 milhões com vencimento em 366 dias a contar da data de emissão e a segunda de 51.000 Debêntures no valor unitário de R\$ 10 mil totalizando R\$ 510 milhões com vencimento de 731 dias a contar da data de emissão.

Os juros da primeira série foram correspondentes à variação acumulada de 103,8% das taxas médias dos DIs – Depósitos Interfinanceiros de um dia, base 252 dias, divulgada diariamente pela CETIP S.A. e de 105,5% para a segunda série, calculados pro rata temporis até o pagamento de cada Debênture e serão pagos junto com o principal.

As Debêntures contam com a seguinte garantia: alienação fiduciária de 15.581.955 (quinze milhões, quinhentas e oitenta e uma mil, novecentas e cinquenta e cinco) ações preferenciais da classe C emitidas pela VALEPAR subscritas e integralizadas pela Companhia.

Em 4 de julho de 2011, a BRADESPAR efetuou o pagamento do principal e juros da Segunda Série das Debêntures no montante de R\$ 807,5 milhões.

Em 9 de julho de 2010, a BRADESPAR efetuou o pagamento do principal e juros da Primeira Série das Debêntures no montante de R\$ 152,9 milhões.

Em 13 de julho de 2009, a BRADESPAR efetuou a emissão pública de Debêntures em duas séries, sendo a primeira de 140.000 Debêntures no valor unitário de R\$ 1 mil totalizando R\$ 140 milhões com vencimento em 361 dias a contar da data de emissão e a segunda de 660.000 Debêntures no valor unitário de R\$ 1 mil totalizando R\$ 660 milhões com vencimento de 721 dias a contar da data de emissão.

Os juros da primeira série foram correspondentes à variação acumulada de 105% das taxas médias dos DIs – Depósitos Interfinanceiros de um dia, base 252 dias, divulgada diariamente pela CETIP S.A. e de 108% para a segunda série, calculados pro rata temporis até o pagamento de cada Debênture e serão pagos junto com o principal.

As Debêntures contam com a seguinte garantia: alienação fiduciária de 100% das ações preferenciais da classe C emitidas pela VALEPAR subscritas e integralizadas pela Companhia.

Em 14 de janeiro de 2009, a BRADESPAR efetuou a emissão pública de 690 Notas Promissórias no valor unitário de R\$ 1 milhão totalizando R\$ 690 milhões com vencimento em 180 dias a contar da data de emissão.

Os juros foram correspondentes à variação acumulada de 110% das taxas médias dos DIs – Depósitos Interfinanceiros de um dia, base 252 dias, divulgada diariamente pela CETIP S.A. calculados pro rata temporis até o pagamento de cada Nota Promissória e foram pagos junto com o principal.

As Notas Promissórias contavam com as seguintes garantias: (i) alienação fiduciária de 53,1% das ações preferenciais da classe C emitidas pela VALEPAR, detidas diretamente pela BRADESPAR; e (ii) alienação fiduciária de 53,1% das ações ordinárias da CPFL Energia, detidas indiretamente pela BRADESPAR.

O pagamento do principal e juros ocorreu no dia 13 de julho de 2009, no montante de R\$ 729,5 milhões.

Em 14 de janeiro de 2009, a BRADESPAR efetuou a emissão pública de 610.000 Debêntures no valor unitário de R\$ 1 mil totalizando R\$ 610 milhões com vencimento em 36 meses a contar da data de emissão.

Os juros foram correspondentes à variação acumulada de 125% das taxas médias dos DIs – Depósitos Interfinanceiros de um dia, base 252 dias, divulgada diariamente pela CETIP S.A. calculados pro rata temporis até o pagamento de cada Debênture e foram pagos junto com o principal.



## 10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

As Debêntures contavam com as seguintes garantias: (i) alienação fiduciária de 46,9% das ações preferenciais da classe C emitidas pela VALEPAR, detidas diretamente pela BRADESPAR; e (ii) alienação fiduciária de 46,9% das ações ordinárias da CPFL Energia, detidas indiretamente pela BRADESPAR.

O pagamento antecipado de 99% do principal e juros ocorreu no dia 22 de maio de 2009, no montante de R\$ 633,4 milhões, e pagamento do saldo remanescente da totalidade das Debêntures ocorreu no dia 19 de junho de 2009, no montante de R\$ 6,4 milhões.

Em 18 de julho de 2008, a BRADESPAR efetuou a emissão pública de 1.400 Notas Promissórias no valor unitário de R\$ 1 milhão, totalizando R\$ 1,4 bilhão com vencimento em 180 dias a contar da data de emissão.

Os juros foram correspondentes à variação acumulada de 106,0% das taxas médias dos DI's – Depósitos Interfinanceiros de um dia, base 252 dias, divulgada diariamente pela CETIP S.A. calculados pro rata temporis até o pagamento de cada Nota Promissória e foram pagos junto com o principal.

As Notas Promissórias contavam com as seguintes garantias: (i) alienação fiduciária de 100% das ações preferenciais da classe C emitidas pela VALEPAR, detidas diretamente pela BRADESPAR; e (ii) alienação fiduciária de 100% das ações ordinárias da CPFL Energia, detidas indiretamente pela BRADESPAR.

O pagamento do principal e juros ocorreu nos dias 02 de janeiro de 2009 e 14 de janeiro de 2009, no montante de R\$ 1.495,539 milhões.

***(i) contratos de empréstimo e financiamento relevantes,***

Não há contratos de empréstimo e financiamento relevantes.

***(ii) outras relações de longo prazo com instituições financeiras,***

Não há outras relações de longo prazo com instituições financeiras.

***(iii) grau de subordinação entre as dívidas.***

Não há grau de subordinação contratual entre as dívidas.

Adicionalmente, considerando a totalidade das obrigações registradas no passivo circulante e não circulante do balanço patrimonial da Companhia e o respectivo grau de subordinação entre elas, informamos que: (i) as obrigações de natureza fiscais e legais correspondiam, em 2014 a 27,9%, em 2013 a 40,9% e em 2012 a 43,7%; (ii) as obrigações de natureza quirográfica (debêntures e notas promissórias) correspondiam, em 2014 a 70,1%, em 2013 a 57,3% e em 2012 a 54,5%; e (iii) os créditos com acionistas, representados, basicamente, pelos dividendos e jcp a pagar, correspondiam em 2014 a 2,0%, em 2013 a 1,8% e em 2012 a 1,8%.

***(iv) eventuais restrições impostas à Companhia, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário***

Não há restrições impostas à Companhia em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário.

Somente as Ações resgatáveis da VALEPAR estiveram sujeitas à restrição de negociação até 1º de agosto de 2010, de acordo com o disposto no Acordo de Acionistas Preferencialistas e Ordinaristas da VALEPAR, firmado em 10 de julho de 2008.

***g) limites de utilização dos financiamentos já contratados***

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**

Não há limites de utilização dos financiamentos já contratados.

**h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras**

Com relação às alterações significativas nos itens do balanço patrimonial Consolidado, apresentamos abaixo um comparativo entre os principais eventos significativos nos seguintes períodos:

<b>Balanço Patrimonial - Consolidado</b>										
R\$ mil	Dez14	Dez13	Dez12	Análise Vertical %			Análise Horizontal			
				Dez14	Dez13	Dez12	Dez14xDez13		Dez13xDez12	
							R\$	%	R\$	%
<b>Ativo</b>										
<b>Ativo Circulante</b>	<b>948.974</b>	<b>1.117.283</b>	<b>883.604</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>8,1</b>	<b>(168.309)</b>	<b>(15,1)</b>	<b>233.679</b>	<b>26,4</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	312.003	258.678	254.205	2,9	2,4	2,3	53.325	20,6	4.473	1,8
Recebíveis de Ações Preferenciais Resgatáveis	307.840	527.418	217.101	2,9	4,9	2,0	(219.578)	(41,6)	310.317	142,9
Outros Valores a Receber	329.131	331.187	412.298	3,1	3,0	3,8	(2.056)	(0,6)	(81.111)	(19,7)
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>9.649.945</b>	<b>9.741.485</b>	<b>10.017.110</b>	<b>91,0</b>	<b>89,7</b>	<b>91,9</b>	<b>(91.540)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(275.625)</b>	<b>(2,8)</b>
<b>Ativo Realizável a Longo Prazo</b>	<b>1.127.075</b>	<b>1.434.623</b>	<b>2.053.359</b>	<b>10,6</b>	<b>13,2</b>	<b>18,8</b>	<b>(307.548)</b>	<b>(21,4)</b>	<b>(618.736)</b>	<b>(30,1)</b>
Títulos Disponíveis para Venda	934.518	964.843	1.081.595	8,8	8,9	9,9	(30.325)	(3,1)	(116.752)	(10,8)
Recebíveis de Ações Preferenciais Resgatáveis	-	300.142	807.338	-	2,8	7,4	(300.142)	-	(507.196)	(62,8)
Tributos a Compensar ou a Recuperar	187.192	146.974	143.324	1,8	1,4	1,3	40.218	27,4	3.650	2,5
Depósitos Judiciais	5.365	22.664	21.102	0,1	0,2	0,2	(17.299)	(76,3)	1.562	7,4
<b>Investimentos</b>	<b>8.522.846</b>	<b>8.306.835</b>	<b>7.963.719</b>	<b>80,4</b>	<b>76,5</b>	<b>73,1</b>	<b>216.011</b>	<b>2,6</b>	<b>343.116</b>	<b>4,3</b>
<b>Imobilizado</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>(3)</b>	<b>(11,1)</b>	<b>(5)</b>	<b>(15,6)</b>
<b>Total</b>	<b>10.598.919</b>	<b>10.858.768</b>	<b>10.900.714</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>(259.849)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(41.946)</b>	<b>(0,4)</b>
<b>Passivo</b>										
<b>Passivo Circulante</b>	<b>1.214.912</b>	<b>33.460</b>	<b>1.012.084</b>	<b>11,5</b>	<b>0,3</b>	<b>9,3</b>	<b>1.181.452</b>	<b>3.530,9</b>	<b>(978.624)</b>	<b>(96,7)</b>
Obrigações Fiscais	17.909	1.125	29.334	0,2	0,0	0,3	16.784	1.491,9	(28.209)	(96,2)
Dividendos e JCP a Pagar	4.645	4.623	4.780	0,0	0,0	0,0	22	0,5	(157)	(3,3)
Debêntures	1.165.109	-	951.257	11,0	-	8,7	1.165.109	-	(951.257)	-
Outras Obrigações	27.249	27.712	26.713	0,3	0,3	0,2	(463)	(1,7)	999	3,7
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>446.012</b>	<b>1.791.083</b>	<b>732.396</b>	<b>4,2</b>	<b>16,5</b>	<b>6,7</b>	<b>(1.345.071)</b>	<b>(75,1)</b>	<b>1.058.687</b>	<b>144,6</b>
Debêntures	-	1.045.686	-	-	9,6	-	(1.045.686)	-	1.045.686	-
Imposto de Renda e Contribuição Social	407.422	417.733	457.428	3,8	3,8	4,2	(10.311)	(2,5)	(39.695)	(8,7)
Provisões e Obrigações Legais	38.590	327.664	274.968	0,4	3,0	2,5	(289.074)	(88,2)	52.696	19,2
<b>Patrimônio Líquido Consolidado</b>	<b>8.937.995</b>	<b>9.034.225</b>	<b>9.156.234</b>	<b>84,3</b>	<b>83,2</b>	<b>84,0</b>	<b>(96.230)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(122.009)</b>	<b>(1,3)</b>
Capital Social Realizado	4.100.000	4.100.000	3.900.000	38,7	37,8	35,8	-	-	200.000	5,1
Reserva de Lucros	2.958.737	3.437.804	4.145.248	27,9	31,7	38,0	(479.067)	(13,9)	(707.444)	(17,1)
Ajuste de Avaliação Patrimonial	1.879.258	1.496.421	1.109.942	17,7	13,8	10,2	382.837	25,6	386.479	34,8
Lucros/Prejuízos Acumulados	-	-	1.044	-	-	0,0	-	-	(1.044)	-
<b>Total</b>	<b>10.598.919</b>	<b>10.858.768</b>	<b>10.900.714</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>(259.849)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(41.946)</b>	<b>(0,4)</b>

**Recebíveis de Ações Resgatáveis**

Em 2014, a BRADESPAR e sua Controlada Indireta BRUMADO receberam da VALEPAR o montante de R\$ 507.283 mil, relativo ao resgate de 8.746.256 ações.

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo das ações resgatáveis classe C, corresponde a 5.174.863 ações equivalente a R\$ 300.142 mil, e o saldo atualizado dos juros a receber das ações preferenciais resgatáveis, correspondia a R\$ 7.698 mil.

Em 2013, a BRADESPAR recebeu da VALEPAR o montante de R\$ 192.656 mil, relativo ao resgate de 3.321.672 ações preferenciais. A BRADESPAR e sua controlada indireta BRUMADO possuíam 13.921.119 ações preferenciais resgatáveis classe "C".

Em 31 de dezembro de 2013, o saldo atualizado dos juros a receber das ações preferenciais resgatáveis da BRADESPAR e de sua controlada indireta BRUMADO, correspondia a R\$ 20.222 mil (31 de dezembro de 2012 – R\$ 24.444 mil).

## 10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Em 2012, a BRADESPAR recebeu da VALEPAR o montante de R\$ 166.824 mil, relativo ao resgate de 2.876.274 ações preferenciais. A BRADESPAR e sua controlada indireta BRUMADO possuíam 17.242.791 ações preferenciais resgatáveis classe “C”.

### Outros Valores a Receber

Em 2014, os valores a receber, no montante de R\$ 329.131 mil, referem-se, substancialmente, a juros sobre o capital próprio a receber da VALEPAR.

Em 2013, os valores a receber, no montante de R\$ 331.187 mil (2012 – R\$ 412.298 mil) referem-se, substancialmente, a juros sobre o capital próprio a receber da VALEPAR.

Em 2012, os valores a receber, no montante de R\$ 412.298 mil (2011 – R\$ 269.559 mil) referem-se, substancialmente, a juros sobre o capital próprio a receber da VALEPAR.

### Títulos Disponíveis para Venda

Os títulos disponíveis para venda referem-se às ações da CPFL Energia, detidas indiretamente pela BRADESPAR. As ações da CPFL são classificadas em títulos disponíveis para venda a valor de mercado, com contrapartida no patrimônio líquido.

Em 31 de dezembro 2014, a BRADESPAR detinha indiretamente 50.541.820 ações da CPFL Energia, com valor de mercado de R\$ 935 milhões, 3,1% inferior à mesma data do ano anterior. A cotação da ação da CPFL em 31 de dezembro de 2014 era de R\$ 18,49.

Em 31 de dezembro 2013, a BRADESPAR detinha indiretamente 50.541.820 ações da CPFL Energia, com valor de mercado de R\$ 965 milhões, 10,8% inferior à mesma data do ano anterior. A cotação da ação da CPFL em 31 de dezembro de 2013 era de R\$ 19,09.

Em 31 de dezembro 2012, a BRADESPAR detinha indiretamente 50.541.820 ações da CPFL Energia, com valor de mercado de R\$ 1.082 milhões, 17,8% inferior à mesma data do ano anterior. A cotação da ação da CPFL em 31 de dezembro de 2012 era de R\$ 21,40.

### Investimentos

A oscilação na conta de investimentos está relacionada, basicamente, à equivalência patrimonial e ao ajuste de avaliação patrimonial (ajuste reflexo) oriundos da VALEPAR/VALE, e está sendo comentada no item 10.10.

### Debêntures a Pagar

Em 2014, a BRADESPAR não efetuou emissão pública de debêntures. Em 31 de dezembro de 2014, o saldo atualizado correspondia a R\$ 1.165,1 milhões (31 de dezembro de 2013 – R\$ 1.045,7 milhões).

Em 2013, a BRADESPAR efetuou a quinta emissão pública de 100.000 debêntures não conversíveis em ações, com valor nominal unitário de R\$ 10.000 (dez mil reais), totalizando R\$ 1.000.000, com vencimento em 732 dias a contar da data de emissão, ou seja, no dia 6 de julho de 2015. As debêntures farão jus a juros remuneratórios correspondentes a 105,3% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI “over extra grupo” - Depósitos Interfinanceiros de um dia, calculadas e divulgadas pela CETIP, base 252 dias úteis, expressa na forma percentual ao ano (“Taxa DI”), incidentes sobre o valor nominal unitário das debêntures, calculadas desde a data de emissão até o final do período de capitalização, *pro rata temporis*. Em 31 de dezembro de 2013, o saldo atualizado correspondia a R\$ 1.045,7 milhões (31 de dezembro de 2012 – R\$ 951,3 milhões).

Em 4 de julho de 2012, a BRADESPAR efetuou a quarta emissão pública de 35.000 debêntures não conversíveis em ações, com valor nominal unitário de R\$ 10.000,00 (dez mil reais), totalizando R\$ 350,0 milhões, com vencimento em 365 dias a contar da data de emissão, ou seja, no dia 4 de julho de 2013. As debêntures farão jus a juros remuneratórios correspondentes a 103,5% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI “over extra grupo” - Depósitos Interfinanceiros de um dia, calculadas e divulgadas pela CETIP, base 252 dias úteis, expressa na forma percentual ao ano (“Taxa DI”), incidentes sobre o valor nominal unitário das debêntures, calculadas desde a data de emissão até o final do período de capitalização, *pro rata temporis*. Em 31 de dezembro de 2012, o saldo atualizado correspondia a R\$ 951,3 milhões (2011 – R\$ 846,9 milhões).

## **10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**

### **Demonstração do Resultado**

Com relação às alterações significativas nos itens da Demonstração do Resultado, estão sendo comentadas no item 10.2 a.

**10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro****a) Resultados das operações do emissor, em especial:****i. Descrição de quaisquer componentes importantes da receita****ii. Fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais**

<b>Demonstração do Resultado Consolidado</b>										
Em R\$ mil										
				Análise Vertical %			Análise Horizontal			
	2014	2013	2012	2014	2013	2012	2014x2013		2013x2012	
							R\$	%	R\$	%
Equivalência Patrimonial	(69.741)	(117.182)	392.134	(94,3)	(172,3)	61,8	47.441	(40,5)	(509.316)	-
Juros de Ações Resgatáveis	91.695	142.198	168.504	124,0	209,0	26,6	(50.503)	(35,5)	(26.306)	(15,6)
Dividendos de Investimentos	51.998	43.014	73.465	70,3	63,2	11,6	8.984	20,9	(30.451)	(41,4)
<b>Receita Operacional</b>	<b>73.952</b>	<b>68.030</b>	<b>634.103</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>5.922</b>	<b>8,7</b>	<b>(566.073)</b>	<b>(89,3)</b>
Despesas de Pessoal, Gerais e Administrativas	(7.453)	(12.230)	(12.551)	(10,1)	(18,0)	(2,0)	4.777	(39,1)	321	(2,6)
Despesas Tributárias	(37.495)	(36.206)	(45.491)	(50,7)	(53,2)	(7,2)	(1.289)	3,6	9.285	(20,4)
Resultado Financeiro	(86.909)	(65.826)	(61.499)	(117,5)	(96,8)	(9,7)	(21.083)	32,0	(4.327)	7,0
Outras Receitas Operacionais	28.591	-	3.704	38,7	0,0	0,6	28.591	-	(3.704)	-
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(29.314)</b>	<b>(46.232)</b>	<b>518.266</b>	<b>(39,6)</b>	<b>(68,0)</b>	<b>81,7</b>	<b>16.918</b>	<b>(36,6)</b>	<b>(564.498)</b>	<b>-</b>
<b>Resultado antes da Tributação</b>	<b>(29.314)</b>	<b>(46.232)</b>	<b>518.266</b>	<b>(39,6)</b>	<b>(68,0)</b>	<b>81,7</b>	<b>16.918</b>	<b>(36,6)</b>	<b>(564.498)</b>	<b>-</b>
IR / CS	130.797	(1.477)	(32.200)	176,9	(2,2)	(5,1)	132.274	-	30.723	(95,4)
<b>Resultado do Exercício</b>	<b>101.483</b>	<b>(47.709)</b>	<b>486.066</b>	<b>137,2</b>	<b>(70,1)</b>	<b>76,7</b>	<b>149.192</b>	<b>-</b>	<b>(533.775)</b>	<b>-</b>

**Receita Operacional**

Como Companhia de investimentos, a BRADESPAR tem sua receita operacional originada do resultado de equivalência patrimonial da VALEPAR/VALE, que inclui dividendos e juros sobre o capital próprio, juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR e dividendos e juros sobre o capital próprio recebidos da CPFL Energia.

Cumprir destacar que, em 2014, a VALE foi afetada por ajustes contábeis não recorrentes, contribuindo desfavoravelmente para seus resultados, que incluem, principalmente, perdas com variações monetárias e cambiais, *impairment* de ativos e perdas nos *swaps* de moedas e taxas de juros, entre outros. No entanto, foi um período em que a empresa apresentou forte desempenho operacional, com recordes anuais de produção de minério de ferro, cobre, ouro, e a melhor marca em níquel desde 2008. Ressalte-se ainda o esforço de corte de custos, disciplina nos investimentos e foco no *core business*. O resultado de equivalência patrimonial na BRADESPAR, excluindo os efeitos contábeis não recorrentes, foi de R\$ 467,6 milhões, totalizando uma receita operacional ajustada de R\$ 611,3 milhões.

Com a inclusão dos ajustes contábeis não recorrentes, que não afetaram o resultado financeiro, a BRADESPAR apresentou, em 2014, receita operacional de R\$ 74,0 milhões, composta por R\$ 69,7 milhões de equivalência patrimonial negativa da VALEPAR/VALE, R\$ 91,7 milhões de juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR e R\$ 52,0 milhões de dividendos recebidos da CPFL Energia.

Cumprir destacar que, em 2013, a VALE foi afetada por ajustes contábeis não recorrentes, na sua maioria não caixa, contribuindo desfavoravelmente para seus resultados, que incluem, principalmente, a adesão ao acordo de refinanciamento de tributos federais (REFIS), *impairment* de ativos e perdas com variações monetárias e cambiais. No entanto, foi um período em que a empresa obteve sólidos resultados em todos os seus negócios, além dos benefícios obtidos com o esforço de corte de custos, disciplina nos investimentos e foco no *core business*. O resultado de equivalência patrimonial na BRADESPAR, excluindo esses efeitos contábeis não recorrentes, foi de R\$ 1,4 bilhão, totalizando uma receita operacional ajustada de R\$ 1,6 bilhão.

## 10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

Com a inclusão dos ajustes contábeis não recorrentes, que não afetaram o resultado financeiro, a BRADESPAR apresentou, em 2013, receita operacional de R\$ 68,0 milhões, composta por R\$ 117,2 milhões de equivalência patrimonial negativa da VALEPAR/VALE, R\$ 142,2 milhões de juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR e R\$ 43,0 milhões de dividendos recebidos da CPFL Energia.

Em 2012, a BRADESPAR apresentou receita operacional de R\$ 634,1 milhões, inferior ao mesmo período de 2011, retratando a seguinte contribuição das empresas investidas:

- Resultado de R\$ 392,1 milhões relacionado à equivalência patrimonial da VALEPAR/VALE, em linha com a redução do lucro líquido da VALE no mesmo período;
- R\$ 168,5 milhões referentes aos juros das ações resgatáveis da VALEPAR, inferior a 2011, devido à menor quantidade de ações após os resgates realizados; e
- R\$ 73,5 milhões de dividendos recebidos da CPFL Energia, com crescimento em relação ao mesmo período de 2011.

Cumprir destacar que, em 2012, em meio a um cenário macroeconômico adverso, a VALE foi afetada pela queda generalizada dos preços de minérios e metais. Os preços de minério de ferro demonstraram grande volatilidade, afetando significativamente os indicadores financeiros da empresa.

Da mesma forma, em 2012, foram realizados ajustes contábeis não recorrentes, que não afetaram o seu resultado financeiro, contribuindo desfavoravelmente para os resultados da VALE.

### Resultado Financeiro

As despesas/receitas financeiras da BRADESPAR, em 2014, atingiram R\$ 86,9 milhões, devido, principalmente, aos juros das debêntures da BRADESPAR, calculados com base no CDI, que foi, na média, de 8,06% em 2013 para 10,81% em 2014, impactado pelo aumento da taxa básica de juros (SELIC) no período.

As despesas/receitas financeiras da BRADESPAR, em 2013, atingiram R\$ 65,8 milhões, devido, principalmente, aos juros das debêntures da BRADESPAR, calculados com base no CDI.

Já em 2012, a despesa financeira líquida da BRADESPAR, foi de R\$ 61,5 milhões, 23,8% inferior ao mesmo período de 2011, devido, principalmente, aos juros das debêntures da BRADESPAR, calculados com base no CDI, que teve queda no valor médio anual de 11,6% em 2011 para 8,4% em 2012, impactado pela redução da taxa básica de juros (SELIC) no período.

### Despesas de Pessoal, Gerais e Administrativas

Em 2014, as despesas de pessoal totalizaram R\$ 4,2 milhões, com redução de 37,8% em relação ao ano anterior. As despesas gerais e administrativas somaram R\$ 3,2 milhões em 2014, inferiores em 40,6% comparadas ao mesmo período do ano anterior. As despesas são compostas basicamente por serviços advocatícios e consultorias para gestão dos negócios da companhia, bem como gastos com editais e publicações em jornais e taxas da Bovespa. Vale ressaltar que a Diretoria Executiva da companhia está constantemente reavaliando todas as despesas e sempre buscando as melhores alternativas para reduzi-las, com a adoção de medidas que melhorem sua gestão, tais como renegociação de contratos com fornecedores, abertura de concorrência para contratação de escritórios de advocacia e consultorias, buscando constantemente melhores condições de preços e custo benefício, preservando a sua estrutura de capital saudável.

Em 2013, as despesas de pessoal, gerais e administrativas somaram R\$ 12,2 milhões, com redução de 2,6% em relação ao ano anterior. As despesas são compostas basicamente por serviços advocatícios e consultorias para gestão

## 10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

dos negócios da companhia, bem como gastos com editais e publicações em jornais e taxas da Bovespa. Vale ressaltar que a Diretoria Executiva da companhia está constantemente reavaliando todas as despesas e sempre buscando as melhores alternativas para reduzi-las, com a adoção de medidas que melhorem sua gestão, tais como renegociação de contratos com fornecedores, editais e publicações em jornais, abertura de concorrência para contratação de consultorias, buscando constantemente melhores condições de preços e custo benefício, preservando a sua estrutura de capital saudável.

Em 2012, as despesas de pessoal, gerais e administrativas somaram R\$ 12,6 milhões, representando queda de 22,3% em relação ao mesmo período de 2011. As despesas são compostas basicamente por serviços advocatícios e consultorias para gestão dos negócios da companhia, bem como gastos com editais e publicações em jornais e taxas da Bovespa. Vale ressaltar que a Diretoria Executiva da companhia está constantemente reavaliando todas as despesas e sempre buscando as melhores alternativas para reduzi-las, com a adoção de medidas que melhorem sua gestão, tais como renegociação de contratos com fornecedores, editais e publicações em jornais, abertura de concorrência para contratação de escritórios de advocacia e consultorias, buscando constantemente melhores condições de preços e custo benefício, preservando a sua estrutura de capital saudável.

### Resultado do Exercício

O lucro líquido ajustado da BRADESPAR, em 2014, excluindo os efeitos contábeis não recorrentes, foi de R\$ 474,4 milhões.

Na VALE, esses ajustes contábeis referem-se, principalmente, a perdas com variações monetárias e cambiais, *impairment* de ativos e perdas nos *swaps* de moedas e taxas de juros, entre outros, totalizando R\$ 9,1 bilhões, impactando negativamente em R\$ 537,3 milhões o resultado de equivalência patrimonial na BRADESPAR.

Cumprir destacar que a BRADESPAR, com a adesão ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) ocorrida em agosto de 2014, referente a não inclusão nas bases de cálculo do PIS e da COFINS, dos juros sobre o capital próprio recebidos das sociedades investidas, registrou impacto positivo de R\$ 164,3 milhões no seu resultado contábil.

Com a inclusão dos ajustes contábeis não recorrentes, que não afetaram o resultado financeiro, a BRADESPAR apresentou lucro líquido de R\$ 101,5 milhões no ano.

Em 2013, o lucro líquido ajustado da BRADESPAR, excluindo os efeitos contábeis não recorrentes, foi de R\$ 1,5 bilhão.

Na VALE, esses ajustes contábeis referem-se, entre outros, às despesas financeiras líquidas e efeitos tributários relacionados ao REFIS, bem como *impairment* de ativos, principalmente ao projeto de potássio Rio Colorado, e perdas com variações monetárias e cambiais, totalizando R\$ 26,6 bilhões, impactando negativamente em R\$ 1,6 bilhão o resultado de equivalência patrimonial na BRADESPAR.

Com a inclusão dos ajustes contábeis não recorrentes, que não afetaram o resultado financeiro, a BRADESPAR apresentou um prejuízo de R\$ 47,7 milhões no ano.

Em 2012, o lucro líquido ajustado da BRADESPAR, excluindo os efeitos contábeis não recorrentes, foi de R\$ 1,2 bilhão em 2012.

Na VALE, em 2012, esses ajustes contábeis não recorrentes referem-se à *impairment* de ativos e de investimentos, entre outros, totalizando R\$ 12,4 bilhões, impactando negativamente em R\$ 731,9 milhões o resultado de equivalência na BRADESPAR.

Com a inclusão dos ajustes contábeis não recorrentes, que não afetaram o resultado financeiro, o lucro líquido da BRADESPAR foi de R\$ 486,1 milhões no ano.

## 10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

### **b) *Variações das receitas atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços***

A BRADESPAR, como companhia de investimentos, não tem variações das receitas diretamente atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços. Porém pode ser afetada pelos efeitos destas variações nos resultados de suas controladas indiretas, a VALE e a CPFL Energia.

Variações das receitas da VALE e da CPFL Energia poderão impactar de forma relevante os resultados operacionais da BRADESPAR e os principais fatores que afetam seus respectivos resultados operacionais também afetam os da Companhia.

#### **Com relação à VALE:**

- a redução na demanda de aço pode afetar desfavoravelmente a procura por minério de ferro, pelotas e níquel;
- um desenvolvimento econômico negativo nos principais mercados da VALE, especialmente na China, pode reduzir a demanda dos produtos da VALE, resultando em receitas mais baixas e menor lucratividade;
- os preços do níquel, alumínio e cobre, os quais são negociados ativamente nas bolsas mundiais de commodities, estão sujeitos a volatilidade significativas;
- uma maior substituição da utilização de níquel primário pode afetar negativamente os negócios de níquel;
- a redução da demanda global de aço ou dos produtos agrícolas brasileiros poderá diminuir a demanda pelos serviços de logística da VALE;
- a VALE pode não ser bem sucedida na integração de negócios que venham a ser adquiridos;
- o setor de mineração é altamente competitivo e a VALE poderá ter dificuldades em competir de maneira eficaz com outras mineradoras no futuro;
- a demanda pelos produtos em períodos de pico pode ultrapassar a capacidade de produção da companhia, o que não permitirá atender à demanda dos clientes;
- as condições políticas, econômicas, regulatórias e sociais nos países em que a VALE opera ou nos quais tem projetos podem afetar desfavoravelmente suas operações;
- atos de protesto podem dificultar operações e projetos de mineração e logística da VALE;
- os projetos estão sujeitos a riscos que podem resultar em aumento de custos, atrasos ou impedir o sucesso de sua implementação;
- muitas das operações da VALE dependem de joint ventures ou consórcios, e os negócios da VALE podem ser adversamente afetados se os seus parceiros falharem no cumprimento de seus compromissos;
- as operações dependem de autorizações de agências reguladoras em várias jurisdições, e as mudanças nas regulamentações podem afetar adversamente os negócios da VALE;
- as regulamentações ambientais, de saúde e segurança podem afetar adversamente os negócios da VALE;
- as estimativas de reservas podem divergir consideravelmente da quantidade de minerais que venham a ser extraídas e as estimativas da vida útil de uma mina podem revelar-se inexatas. Da mesma forma, as flutuações do preço de mercado assim como as mudanças nos custos operacionais e de capital podem tornar economicamente inviáveis algumas das reservas de minério;
- a VALE pode não conseguir reabastecer as reservas, o que causaria efeitos adversos para as perspectivas de mineração;
- mesmo se descobertos depósitos minerais, a VALE continuará sujeita aos riscos de exploração e de produção, que podem afetar de maneira negativa o processo de mineração;
- os custos de extração podem aumentar à medida que as reservas se esgotam;
- a VALE enfrenta dificuldades com eventuais falta de equipamentos, serviços e mão de obra especializada;
- aumento nos custos ou escassez de energia podem afetar adversamente os negócios da VALE; e
- as flutuações das taxas de câmbio e inflação.

#### **Com relação à CPFL Energia:**

- as variações das tarifas de eletricidade;
- a migração dos consumidores do ambiente regulado para tornarem-se consumidores livres;
- custo de aquisição de energia elétrica;
- perdas de energia elétrica;
- condições hidrológicas no Brasil;



## 10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

- uma crise de energia (como ocorreu em 2001-2002) e racionamento relacionado a tal crise;
- nível de alavancagem financeira;
- flutuações de taxas de câmbio e inflação; e
- mudanças no ambiente regulatório, incluindo critérios de reavaliação de tarifas.

A seguir, apresentamos os comentários dos próprios diretores das nossas controladas sobre estas variações:

### **VALE**

#### **Variações nas taxas cambiais**

A maior parte da receita da VALE é expressa em dólares americanos, enquanto a maior parte dos custos de bens vendidos é expressa em diferentes moedas, sobretudo o real (54% em 31 de dezembro de 2014), além do dólar americano (30% em 31 de dezembro de 2014), dólares canadenses (13% em 31 de dezembro de 2014), rupias indonésias, dólares australianos, euros e outras. Assim, as mudanças nas taxas cambiais afetam a margem operacional da VALE.

A maior parte da dívida de longo prazo está expressa em outras moedas além do real, principalmente o dólar americano (cerca de 70% em 31 de dezembro de 2014). Como a moeda funcional da VALE é o real, as mudanças no valor do dólar americano, em relação ao real, provocam variações no passivo líquido, que resultam em ganhos ou perdas cambiais nos resultados financeiros.

Em 31 de dezembro de 2014, a dívida expressa em reais era de R\$ 20,952 bilhões. Como a maior parte da receita está vinculada a dólares americanos, a VALE utiliza derivativos para converter dívida de reais para dólares americanos. Como consequência da depreciação do real em relação ao dólar americano em 2014 e da inflação, a variação monetária e cambial líquida causou um impacto negativo no lucro líquido de R\$ 5,445 bilhões no exercício. O resultado líquido dos swaps de moedas e taxas de juros, estruturados principalmente para converter a dívida em reais para dólares americanos para proteção do fluxo de caixa contra a volatilidade cambial, produziu efeito contábil negativo de R\$ 1,8 bilhão em 2014, dos quais R\$ 11 milhões geraram efeito de caixa negativo.

#### **Variações nas taxas de inflação**

As receitas da Companhia não são significativamente afetadas por taxas de inflação.

#### **Variações atribuíveis a modificações de preços, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços**

A receita operacional da VALE é diretamente impactada por modificações de preços de seus produtos e serviços, bem como por alterações de volumes vendidos.

### **CPFL**

#### **Tarifas Reguladas de Distribuição**

O resultado das operações é afetado significativamente por mudanças nas tarifas reguladas de energia elétrica. Mais especificamente, a maior parte da receita é derivada da venda de energia elétrica para Consumidores Finais cativos com base em tarifas reguladas. Em 2014, as vendas para consumidores cativos representaram 69,8% da quantidade de energia elétrica vendida e 67,3% da receita operacional, em comparação com 68,6% e 66,7%, respectivamente, em 2013. Essas proporções podem diminuir se os clientes migrarem da situação de Consumidores Finais cativos para Consumidores Livres.

As receitas operacionais e margens dependem substancialmente do processo de revisão das tarifas, e a CPFL empenha-se em manter um relacionamento construtivo com a ANEEL, com o governo e com os demais participantes do mercado, para que o processo de revisão de tarifas reflita adequadamente os interesses dos consumidores e acionistas.

## 10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

### Vendas a Consumidores Potencialmente Livres

Com o intuito de promover transações mais competitivas de energia elétrica, o governo modificou a regulamentação do setor permitindo que determinados consumidores possam deixar o ambiente de tarifas reguladas e se tornar consumidores “livres”, com direito a contratar seu fornecimento de energia elétrica com qualquer fornecedor. Atualmente, em comparação ao número total de consumidores cativos da CPFL, o número de Consumidores Potencialmente Livres é relativamente pequeno; no entanto, representa um percentual relevante da receita e da quantidade de energia elétrica distribuída. Em 2014 a CPFL possuía 1.649 consumidores potencialmente livres que foram responsáveis por 15,1% das vendas de energia elétrica. Em 2013, aproximadamente 17,0% da quantidade de energia elétrica distribuída pela CPFL foi destinada a Consumidores Potencialmente Livres. A maioria dos Consumidores Potencialmente Livres não optou por tornar-se um Consumidor Livre. Isto possivelmente ocorreu (i) por estes consumidores terem considerado que as vantagens de um contrato de longo prazo com taxas de energia elétrica inferiores à tarifa regulada são superadas pelas desvantagens relacionadas a custos adicionais (em particular, a tarifa pelo uso do sistema de transmissão) e pelo risco de flutuação dos preços no longo prazo e (ii) porque parcela significativa dos Consumidores Potencialmente Livres, que celebraram contratos antes de julho de 1995, ficam limitados a mudar para fornecedores que adquirem energia elétrica de fontes de energia renovável, tais como PCHs ou biomassa. Mesmo que um consumidor decida migrar do sistema de tarifas reguladas para se tornar um Consumidor Livre, ele ainda teria que pagar à CPFL a tarifa pelo uso do sistema de distribuição, ou TUSD, e tais pagamentos praticamente eliminaram as perdas na receita operacional decorrentes de tal migração. Não se espera que um número substancial dos consumidores tornem-se Consumidores Livres, mas as perspectivas a longo prazo desta migração entre diferentes mercados (cativo e livre) e seu impacto no resultado são difíceis de serem previstas.

### Preços para a Energia Elétrica Adquirida

Os preços da energia elétrica adquirida pelas distribuidoras nos termos de contratos de longo prazo firmados no ambiente de contratação regulada são (i) aprovados pela ANEEL, no caso de contratos assinados antes do Novo Modelo do Setor Elétrico, e (ii) determinados em leilões para aqueles assinados após o Novo Modelo, enquanto os preços da energia elétrica comprada no ambiente de contratação livre baseiam-se em índices de mercado prevalentes, de acordo com o contrato bilateral. Em 2014, foram adquiridos 58.879 GWh, em comparação aos 57.692 GWh adquiridos em 2013. Os preços nos contratos de longo prazo são corrigidos anualmente para refletir os aumentos em determinados custos de geração e a inflação. A maioria dos contratos tem reajustes vinculados ao reajuste anual nas tarifas de distribuição, de forma que os aumentos de custos são repassados aos consumidores por meio de aumentos de tarifas. Como uma crescente parcela da energia elétrica é adquirida em leilões públicos, o êxito das estratégias nesses leilões afeta as margens e a exposição ao risco de preço de mercado, uma vez que a capacidade de repassar os custos de aquisição de energia elétrica estará vinculada ao êxito na projeção da expectativa de demanda.

### **c) *Impacto da inflação, da variação de preços dos principais insumos e produtos, do câmbio e da taxa de juros no resultado operacional e no resultado financeiro da Companhia.***

A BRADESPAR, como companhia de investimentos, não sofre impacto no resultado operacional e no resultado financeiro devido à variação na taxa de inflação, nos preços dos principais insumos e produtos, no câmbio e na taxa de juros, sendo afetada pelos efeitos destas variações nos resultados de suas controladas indiretas, a VALE e a CPFL Energia.

Variações das receitas da VALE e da CPFL Energia poderão impactar de forma relevante os resultados operacionais da BRADESPAR e os principais fatores que afetam seus respectivos resultados operacionais também afetam os da Companhia.

A seguir, apresentamos os comentários dos próprios diretores das nossas controladas sobre estas variações:

### **VALE**

Os comentários sobre impacto da inflação, da variação de preços dos principais produtos e do câmbio na VALE, estão descritos no item 10.2.b.

## 10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

A VALE está exposta aos riscos da taxa de juros de empréstimos e financiamentos. A dívida atrelada à taxa de juros em dólares americanos consiste principalmente em empréstimos, incluindo operações de pré-pagamento de exportações, empréstimos em bancos comerciais e organizações multilaterais. Em geral estas dívidas são indexadas à Libor (London Interbank Offered Rate). O hedge natural entre a flutuação das taxas de juros americanas e dos preços dos metais atenua a volatilidade do fluxo de caixa da VALE. No caso de um desbalanceamento deste hedge natural, a VALE analisa a contratação de instrumentos financeiros para obter a proteção desejada. A taxa flutuante de suas dívidas expressa em reais inclui debêntures, empréstimos obtidos com o BNDES, ativos fixos e financiamento para a aquisição de serviços no mercado brasileiro. Os juros dessas obrigações estão atrelados principalmente ao CDI (Certificado de Depósito Interbancário), a taxa de juros de referência no mercado interbancário brasileiro, e a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo). Aproximadamente 30% da dívida em 31 de dezembro de 2014 era denominada em reais, e os demais 70% denominados em outras moedas. Aproximadamente 30% da dívida em 31 de dezembro de 2013 era denominada em reais, e os demais 70% denominados em outras moedas. Cerca de 35% da dívida em 31 de dezembro de 2012 estava denominada em reais, e os demais 65% estavam denominados em outras moedas.

Em 31 de dezembro de 2014, cerca 45,2% da dívida estava atrelada a taxa de juros flutuante, em comparação a 45,3% em 31 de dezembro de 2013 e 45,3% em 31 de dezembro de 2012.

Os custos de combustíveis são um componente importante do custo de produção e representou 6,7% do custo total de produtos vendidos em 2014, 7,4% em 2013 e 7,6% em 2012. A diminuição do preço do petróleo e do gás afeta positivamente todos os negócios da VALE, de acordo com os preços locais praticados em cada unidade operacional. Os custos de eletricidade representaram 2,4% do custo total de produtos vendidos em 2014, 2,7% em 2013 e 3,4% em 2012.

### CPFL

Todas as operações estão no Brasil, e por essa razão a CPFL é afetada pela conjuntura econômica brasileira. Em especial, o desempenho geral da economia brasileira afeta a demanda de energia elétrica, e a inflação afeta os custos e as margens.

Alguns fatores podem afetar significativamente a demanda por energia, dependendo da categoria de consumidores:

- **Consumidores Residenciais e Comerciais.** Essas classes são muito afetadas por condições climáticas, o desempenho do mercado de trabalho, distribuição de renda, disponibilidade de crédito entre outros fatores. Temperaturas elevadas e aumento dos níveis de renda causam um aumento na procura por energia elétrica e, portanto, aumentam as vendas.
- **Consumidores Industriais.** O consumo dos consumidores industriais está relacionado ao crescimento econômico e investimento, relacionados principalmente à produção industrial. Nos períodos de crise financeira, esta categoria sofre o maior impacto.

A inflação afeta os negócios principalmente pelo aumento dos custos operacionais e despesas financeiras devido aos encargos de dívidas serem corrigidos pela inflação. Podemos recuperar uma parte desse aumento de custos por meio do mecanismo de recuperação de custos da Parcela A, porém existe um atraso entre o momento em que o aumento de custos é incorrido e aquele no qual as tarifas reajustadas seguindo o reajuste tarifário anual são recebidas. Os valores que nos são devidos com base na Parcela A são atrelados à variação da taxa SELIC até que sejam repassados às tarifas.

A depreciação do Real aumenta o custo do serviço da dívida em moeda estrangeira e os custos de compra de energia elétrica da usina de Itaipu, uma hidrelétrica que é um dos principais fornecedores e que ajusta os preços baseado em parte de seus custos em dólares norte-americanos.

A conjuntura econômica brasileira caracteriza-se por significativas variações nos índices de crescimento econômico, que foi muito lento no período de 2001 a 2003 (1,7% a.a.) e com uma recuperação econômica entre 2004 e 2008 (4,8% a.a.). Essa tendência foi interrompida pela crise financeira internacional em 2009. Desde então, a atividade econômica brasileira é afetada pelo cenário internacional e a performance industrial mostrou resultados moderados devido às menores exportações, expectativas desfavoráveis dos investidores e deficiências de infraestrutura. O PIB apresentou

**10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**

crescimento a taxas menores nesse período, atingindo uma taxa de crescimento médio de 2,6% entre 2009 e 2013 e apenas 0,2% no primeiro semestre de 2014.

No entanto, lucro e empregabilidade mantiveram um desempenho significativo, apesar dos resultados moderados recentes. As vendas no varejo, principalmente no setor de eletrodomésticos, e a disponibilidade de crédito também apresentaram um bom desempenho. A força do mercado doméstico, refletindo melhor distribuição de renda, melhorias no mercado de trabalho e consumo das famílias, beneficia as operações.

**10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs****a) *Introdução ou alienação de segmento operacional***

Não houve introdução ou alienação de segmento operacional.

**b) *Constituição, aquisição ou alienação de participação societária***

Nos anos de 2014, 2013 e 2012 a BRADESPAR não constituiu, adquiriu ou alienou qualquer participação societária.

**c) *Eventos ou operações não usuais***

Não houve eventos ou operações não usuais.

**10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases****a) *mudanças significativas nas práticas contábeis***

As demonstrações contábeis da BRADESPAR estão sendo apresentadas de acordo com os CPCs.

Nas demonstrações consolidadas de 2012 e 2011 havia a opção pela utilização do método da equivalência patrimonial ou da consolidação proporcional nas empresas com controle compartilhado. A BRADESPAR optou pelo método da equivalência patrimonial em suas demonstrações contábeis consolidadas nos dois exercícios citados. Posteriormente, a CVM, por meio da Deliberação CVM nº 694/2012 aprovou o CPC 19 (R2). O normativo vedou a utilização da consolidação proporcional das empresas com controle compartilhado, exigindo a utilização da equivalência patrimonial. Dessa forma, desde 2012, houve alteração nessa prática contábil.

A partir de 1º de janeiro de 2013, houve alteração no CPC 33 (R1) – Benefícios a empregados, aprovado pela Deliberação CVM nº 695/2012. A nossa investida indireta VALE passou a adotar os novos procedimentos requeridos pelo citado pronunciamento. As principais alterações dessa norma foram: (i) exclusão da possibilidade de utilização do método do corredor; (ii) os ganhos e perdas atuariais passam a ser reconhecidos integralmente na data das demonstrações contábeis, tendo como contrapartida o patrimônio líquido (outros resultados abrangentes); (iii) a despesa/receita financeira do plano passa a ser reconhecida pelo valor líquido com base na taxa de desconto; e (iv) há novos requisitos de divulgações nas demonstrações contábeis.

Em resumo, os Diretores da BRADESPAR informam que não ocorreram mudanças significativas nas práticas contábeis utilizadas pela Companhia nos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012.

**b) *efeitos significativos das alterações em práticas contábeis***

Apesar dos novos requerimentos do CPC 33 (R1), em 2014, 2013 e 2012, não houve alterações significativas no patrimônio líquido e no lucro líquido da BRADESPAR.

**c) *Ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor***

Conforme descrito no relatório do auditor, as demonstrações contábeis individuais foram elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. No caso da BRADESPAR S.A., até 2013 essas práticas diferiam das IFRSs, aplicável às demonstrações contábeis separadas, no que se refere à avaliação dos investimentos em controladas, coligadas e controladas em conjunto pelo método de equivalência patrimonial, uma vez que para fins de IFRS os investimentos deviam ser avaliados pelo custo ou pelo valor justo. Porém, a partir de 2014, o IASB permitiu o uso da equivalência nas demonstrações separadas das companhias. Dessa forma, as práticas contábeis adotadas no Brasil estão de acordo com as normas internacionais de contabilidade. A norma do CPC que tratou desse assunto foi a Revisão de Pronunciamentos Técnicos nº 07/2014 (aprovada pela Deliberação CVM nº 733/2014).

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

***Os diretores devem indicar e comentar políticas contábeis críticas adotadas pelo emissor, explorando, em especial, estimativas contábeis feitas pela administração sobre questões incertas e relevantes para a descrição da situação financeira e dos resultados, que exijam julgamentos subjetivos ou complexos, tais como: provisões, contingências, reconhecimento da receita, créditos fiscais, ativos de longa duração, vida útil de ativos não circulantes, planos de pensão, ajustes de conversão em moeda estrangeira, custos de recuperação ambiental, critérios para teste de recuperação de ativos e instrumentos financeiros.***

A apresentação das demonstrações contábeis em conformidade com os princípios de reconhecimento e mensuração pelos padrões de contabilidade emitidos pelo CPC e IASB requer que a Administração da Companhia formule julgamentos, estimativas e pressupostos que poderão afetar o valor dos ativos e passivos apresentados.

Essas estimativas são baseadas no melhor conhecimento existente dos ativos e passivos, em cada período, e nas ações que se planeja realizar, sendo permanentemente revistas com base nas informações disponíveis. Alterações nos fatos e circunstâncias podem conduzir a revisão das estimativas, pelo que os resultados reais futuros poderão divergir das estimativas.

As estimativas e pressupostos significativos utilizados pela Administração da Companhia estão apresentados a seguir:

### **Classificação e avaliação dos ativos financeiros**

A classificação dos ativos financeiros é baseada na intenção da Administração, na data da aquisição dos títulos, em manter ou negociar tais títulos. O tratamento contábil dos títulos que possuímos depende de nossa classificação.

Estimamos o valor justo utilizando preços cotados de mercado, quando disponíveis. Observamos que o valor pode ser afetado pelo volume de ações negociadas e pode, também, não refletir os “prêmios de controle” resultantes dos acordos de ações com acionistas. Entretanto, a Administração acredita que os preços cotados de mercado são os melhores indicadores do valor justo. Na determinação do valor justo, quando os preços cotados de mercado não estão disponíveis, há o julgamento da Administração, já que os modelos são dependentes de nosso julgamento com relação a que peso atribuir aos diferentes fatores e à qualidade das informações que recebemos. O julgamento deve determinar, inclusive, se um decréscimo no valor justo abaixo do custo atualizado de um título disponível para venda não é temporário, de maneira a exigir que seja possível reconhecer uma desvalorização (*impairment*) do ativo e que possamos refletir a redução como despesa. Na avaliação, se uma desvalorização não é temporária, a Administração decide qual período histórico deve ser considerado e quão severa uma perda pode ser reconhecida.

### **Provisões contábeis e passivos contingentes**

Nós constituímos provisões contábeis levando em consideração a opinião dos assessores jurídicos, a natureza das ações, a similaridade com processos anteriores, a complexidade e o posicionamento de Tribunais, sempre que a perda for avaliada como provável, o que ocasionaria uma provável saída de recursos para a liquidação das obrigações e quando os montantes envolvidos forem mensuráveis com suficiente segurança.

Os passivos contingentes classificados como de perdas possíveis não são reconhecidos contabilmente, devendo ser apenas divulgados nas notas explicativas, quando individualmente relevantes, e os classificados como remotos não requerem provisão e nem divulgação.

Monitoramos continuamente os processos judiciais em curso para avaliar, entre outras coisas: (i) sua natureza e complexidade; (ii) o desenvolvimento dos processos; (iii) a opinião dos nossos consultores jurídicos; e (iv) a nossa experiência com processos similares. Ao determinar se uma perda é provável e ao estimar seu valor, nós também consideramos:

a. a probabilidade de perda decorrente de reclamações que ocorreram antes ou na data das demonstrações contábeis, mas que foram identificadas por nós após a data destas demonstrações, porém antes da publicação; e

**10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas**

b. a necessidade de divulgar as reclamações ou eventos que ocorrem após a data das demonstrações contábeis, porém antes da sua publicação.

**Impostos sobre os lucros**

A determinação do valor do imposto de renda e da contribuição social é complexa e a nossa avaliação está relacionada à análise dos impostos diferidos ativos e passivos e do imposto de renda a pagar. Em geral, a nossa avaliação exige que estimemos os valores futuros de imposto de renda corrente e diferido. A nossa avaliação da possibilidade de realização de um imposto diferido é subjetiva e envolve avaliações e premissas, que são inerentemente incertas. A realização de ativos fiscais diferidos está sujeita às mudanças nas taxas de juros futuras e desenvolvimentos de nossas estratégias. O suporte para nossas avaliações e premissas pode mudar ao longo do tempo e é resultado de eventos ou circunstâncias não previstos, que afetam a determinação do valor de nosso passivo de impostos.

É necessário julgamento significativo para determinar se é provável que uma posição de imposto de renda seja sustentada com base em exame, mesmo após o resultado de qualquer procedimento administrativo ou judicial com base em méritos técnicos. Também é necessário julgamento para determinar o valor de um benefício elegível para reconhecimento em nossas demonstrações contábeis consolidadas.

Adicionalmente, monitoramos a interpretação da legislação tributária e as decisões de autoridades fiscais e judiciais, para que possamos ajustar qualquer julgamento anterior de imposto de renda acumulado. Esse monitoramento também pode resultar de nosso planejamento de impostos e contribuições ou resolução de controvérsias desses e pode ser significativo para os nossos resultados operacionais em qualquer período.



**10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs****a) *Grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las***

Não ocorreram eventuais imperfeições, e, conseqüentemente, não houve necessidade de providências serem tomadas, na elaboração das demonstrações contábeis consolidadas do emissor, nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012.

A BRADESPAR mantém atualizados todos os componentes do sistema de controles internos, visando a mitigação das perdas potenciais advindas de sua exposição ao risco e o fortalecimento de processos e procedimentos voltados à Governança Corporativa. A estrutura de pessoas, conjugada com os investimentos em tecnologia, confirma que a gestão de controles internos e compliance na Companhia é efetiva, atende às exigências dos órgãos reguladores e está alinhada aos padrões internacionais.

**b) *Deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente***

Considerando nossos conhecimentos e os trabalhos realizados pelo auditor independente para avaliar a estrutura de controles internos, que tem como objetivo garantir a adequação das demonstrações contábeis da BRADESPAR, não há deficiências ou recomendações sobre os controles internos no relatório do auditor independente que pudessem afetar de maneira significativa as nossas demonstrações contábeis.

**10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados****a) Como os recursos resultantes da oferta foram utilizados**

Em 2014 não houve ingresso de recursos de oferta pública.

Os recursos obtidos por meio da Quinta Emissão Pública de Debêntures da BRADESPAR em 04 de julho de 2013, no montante de R\$ 1,0 bilhão, foram destinados para a quitação das obrigações, principal e acessória, relativas às debêntures da Segunda Série da Terceira Emissão da BRADESPAR e da Quarta Emissão de Debêntures, emitidas pela companhia em 4 de julho de 2011 e 4 de julho de 2012, respectivamente.

Os recursos obtidos por meio da Quarta Emissão Pública de Debêntures da BRADESPAR em 04 de julho de 2012, no montante de R\$ 350,0 milhões, foram destinados para a quitação das obrigações, principal e acessória, relativas às debêntures da Primeira Série da Terceira Emissão da BRADESPAR, emitida pela companhia em 4 de julho de 2011.

Os recursos obtidos por meio da Terceira Emissão Pública de Debêntures da BRADESPAR em 04 de julho de 2011, no montante de R\$ 800,0 milhões, foram destinados para a quitação das obrigações, principal e acessória, relativas às debêntures da segunda emissão da BRADESPAR, emitida pela companhia em 13 de julho de 2009.

Os recursos obtidos por meio: (i) da Segunda Emissão Pública de Debêntures em 13 de julho de 2009; (ii) da Primeira Emissão Pública de Debêntures em 14 de janeiro de 2009; e (iii) da Segunda Emissão Pública de Notas Promissórias em 14 de janeiro de 2009, foram destinados para a quitação de dívidas relacionadas, basicamente, à Notas Promissórias.

Já os recursos captados por meio da Primeira Emissão de Notas Promissórias da Bradespar em 18 de julho de 2008, no montante de R\$ 1,4 bilhão, foram utilizados pela Emissora para a subscrição de novas ações resgatáveis da VALEPAR, realizada na mesma data, no âmbito do Aumento de Capital da VALE.

**b) se houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição**

Não houve desvios entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos das ofertas públicas.

**c) caso tenha havido desvios, as razões para tais desvios**

Não houve desvios entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos das ofertas públicas.

**10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios**

- a) os ativos e passivos detidos pelo emissor, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial (off-balance sheet items), tais como: i) arrendamentos mercantis operacionais, ativos e passivos; ii) carteiras de recebíveis baixadas sobre as quais a entidade mantenha riscos e responsabilidades, indicando respectivos passivos; iii) contratos de futura compra e venda de produtos ou serviços; iv) contratos de construção não terminada; v) contratos de recebimentos futuros de financiamentos;**
- b) outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras**

Não houve itens relevantes que não foram evidenciados nas demonstrações contábeis.

**10. Comentários dos diretores / 10.9 - Outros fatores com influência relevante**

- a) *como tais itens alteram ou poderão vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras ou outros itens das demonstrações financeiras do emissor***
- b) *natureza e o propósito da operação***
- c) *natureza e montante das obrigações assumidas e dos direitos gerados em favor do emissor em decorrência da operação***

Não houve itens relevantes que não foram evidenciados nas demonstrações contábeis.