

## Índice

---

### 5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	6
5.3 - Descrição - Controles Internos	11
5.4 - Alterações significativas	12
5.5 - Outras inf. relev. - Gerenciamento de riscos e controles internos	13

### 10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	14
10.2 - Resultado operacional e financeiro	26
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	34
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	35
10.5 - Políticas contábeis críticas	36
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	38
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	39
10.8 - Plano de Negócios	40
10.9 - Outros fatores com influência relevante	42

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

Em relação aos riscos indicados no item 4.1, informar:

- a) se o emissor possui uma política formalizada de gerenciamento de riscos, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação, e, em caso negativo, as razões pelas quais o emissor não adotou uma política**

A BRADESPAR não possui política formalizada de gerenciamento de Risco.

Sua Principal investida VALE

A VALE entende que o gerenciamento de risco é fundamental para apoiar seu plano de crescimento, planejamento estratégico e flexibilidade financeira. Dessa forma, desenvolveu sua estratégia de gestão de riscos com o objetivo de proporcionar uma visão integrada dos riscos aos quais está exposta. As diretrizes e orientações para a estratégia de gestão do risco corporativo estão estabelecidas na Política de Gestão de Risco Corporativo da Companhia, aprovada pelo Conselho de Administração originalmente em 22 de dezembro de 2005 e alterada em 25 de agosto de 2011.

A Política de Gestão de Risco Corporativo também contempla a estrutura de governança da gestão dos riscos corporativos, conforme será detalhado no item (b) (iii) a seguir.

- b) os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos, quando houver, incluindo:**

A BRADESPAR não possui política formalizada de gerenciamento de Risco.

Sua Principal investida VALE

A Política de Gestão de Risco Corporativo da Companhia se fundamenta nos seguintes princípios: (i) apoiar o plano de crescimento, o planejamento estratégico e a continuidade dos negócios; (ii) fortalecer a estrutura de capital e gestão de ativos; (iii) permitir adequado grau de flexibilidade na gestão financeira; e (iv) fortalecer as práticas de governança corporativa da VALE.

- i. os riscos para os quais se busca proteção

A BRADESPAR não possui instrumentos para proteção.

Sua Principal investida VALE

A VALE busca proteção para os principais riscos que possam impactar de forma adversa e relevante os objetivos traçados pela alta administração da VALE, sua reputação bem como os seus resultados financeiros e operacionais, os quais se encontram descritos no item 4.1 deste Formulário de Referência, dentre os quais se destacam:

- (i) riscos que possam impactar as operações da VALE, em especial relativos a eventos, sejam de força maior ou decorrentes dos processos ordinários da Companhia e suas controladas que possam impactar o seu processo produtivo e utilização da capacidade instalada;
- (ii) riscos associados às decisões estratégicas da VALE para fins de atingimento dos seus objetivos e/ou decorrentes da habilidade da VALE se proteger ou se adaptar a mudanças no setor de mineração, em especial relativos à demanda dos seus produtos, estrutura de capital da Companhia e atuação em diferentes mercados;
- (iii) riscos de sanções legais ou regulatórias, instauração de processos legais contra a VALE e suas controladas, cuja perda ou aplicação de penalidades, possa impactar a Companhia de forma relevante, do ponto de vista financeiro, operacional ou causar danos à sua imagem;

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

- (iv) riscos de paralisação das atividades de projetos da VALE e de suas controladas em virtude da não obtenção ou não renovação de licenças regulatórias, incluindo mas não se limitando a licenças ambientais;
- (v) risco de aumentos dos custos das operações da VALE, em virtude não só de condições de mercado como também decorrente de alterações legais e regulatórias nas localidades nas quais a VALE opera; e
- (vi) riscos associados à falta de consistência e adequação dos sistemas e controle de operações e projetos da VALE, incluindo mas não se limitando a sistemas de informações, bem como à falhas no gerenciamento dos controles internos da VALE.

### ii. os instrumentos utilizados para proteção

A BRADESPAR não possui instrumentos para proteção.

#### Sua Principal investida VALE

A gestão de risco operacional é a abordagem estruturada que a VALE utiliza para gerir a incerteza relacionada à eventual inadequação ou deficiência de processos internos, bem como a pessoas, sistemas e eventos externos, de acordo com os princípios e diretrizes da ISO 31000.

Os principais riscos são monitorados periodicamente, bem como a efetividade dos seus controles-chave de prevenção/mitigação e a execução de suas estratégias de tratamento. Assim, a VALE procura ter uma visão clara de seus principais riscos, atuando sobre eles de forma sistemática por meio da adoção de medidas de proteção ou mitigação, dentre as quais, por exemplo:

- (i) definição de indicadores e parâmetros para fins de acompanhamento dos riscos;
- (ii) desenvolvimento de soluções tecnológicas para a otimização dos processos da VALE;
- (iii) investimentos na capacitação de empregados da VALE atuantes no planejamento e execução de seus projetos;
- (iv) adoção de ações para aprimorar a eficiência nos processos de licenciamento de seus projetos, de forma a evitar atrasos e paralisações, como por exemplo, (a) promoção de maior integração entre as equipes de meio ambiente e desenvolvimento de projetos, (b) o desenvolvimento de um Guia de Melhores Práticas para Licenciamento Ambiental e o Meio Ambiente, (c) a montagem de equipes de especialistas altamente qualificados, (d) incentivo à maior interação com as agências ambientais;
- (v) aperfeiçoamento contínuo dos sistemas de gestão de saúde e segurança da VALE bem como realização de disseminação perene de informação e campanhas de prevenção na VALE para melhoria dos padrões de saúde e segurança dos colaboradores;
- (vi) controle e gerenciamento de passivos ambientais em suas unidades, bem como aplicação de medidas corretivas visando estabelecer níveis de qualidade compatíveis com um determinado uso futuro;
- (vii) elaboração de estudos ambientais voltados à delimitação da extensão da degradação ambiental e dos riscos potenciais à saúde e ao meio ambiente;
- (viii) escolha de parceiros de alto nível e manutenção um relacionamento justo e de parceria de longo prazo junto aos seus principais fornecedores, clientes e sócios em *joint-ventures* da VALE;
- (ix) gerenciamento de um portfólio de energia, composto por usinas hidrelétricas de autoprodução e contratos de fornecimento de longo prazo, com base nas necessidades energéticas atuais e previstas das suas operações de mineração, de forma a mitigar o risco de aumento de custo e/ou falta de energia;

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

- (x) ênfase na redução de custos, disciplina de capital, gestão de passivos, gestão de capital de giro e desinvestimentos.
- (xi) de forma mitigar riscos relativos a extração, (a) detenção de (uma base de ativos extensa e de alta qualidade nos negócios em que atua, sem depender única e exclusivamente de determinadas minas, (b) realização de investimentos significativos na exploração mineral, pois, com a realização de mais amostragens, reduz o risco de estimativa das reservas; (c) reabastecimento contínuo de sua base de reservas por meio de novos projetos para evitar o esgotamento das minas; (c) diversificação da sua atuação em diversas localidades geográficas bem como por meio da extração de diversos tipos de minerais;
- (xii) adoção de controles internos e mecanismos para detectar falhas de controle e obter informações sobre os casos de quebra de conduta, especialmente por meio do Canal de Denúncias;
- (xiii) monitoramento sistemático de mudanças nas políticas governamentais e de regulamentação do setor, para reagir rapidamente e se adequar tempestivamente a estas mudanças, bem como, quando aplicável, participar de discussões relativas a tais mudanças por meio de entidades representativas do setor de mineração das quais participa;
- (xiv) promoção de suas atividades de forma responsável em todas as localidades em que está presente, almejando o respeito às comunidades e ao meio ambiente;
- (xv) acompanhamento contínuo das contingências e processos judiciais da VALE, envidando todos os esforços na defesa dos processos nos quais a VALE e suas controladas são parte; e
- (xvi) adoção, em situações de crise e desastres, de medidas que incluem (a) planos de continuidade do negócio que contemplam resposta imediata para salvaguardar as pessoas, os ativos e a imagem da VALE, (b) soluções alternativas para a garantia da continuidade do negócio e agilidade na recuperação para retorno ao fluxo produtivo normal e (c) sistemas de monitoramento e previsão das condições meteorológicas.

### iii. a estrutura organizacional de gerenciamento de riscos

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

#### Sua Principal investida VALE

O Comitê Executivo de Gestão de Risco, criado pelo Conselho de Administração, é o principal órgão da estrutura de gestão de risco. Ele é responsável por apoiar a Diretoria Executiva nas análises de riscos e por emitir pareceres referentes à gestão de riscos do Grupo VALE. É responsável também pelo monitoramento e gerenciamento dos riscos corporativos, bem como pela supervisão e revisão dos princípios e instrumentos de gestão de risco corporativo, além do reporte periódico à Diretoria Executiva da VALE sobre os principais riscos e as respectivas exposições.

O Comitê Financeiro é responsável por emitir parecer sobre as políticas de riscos corporativos da VALE. O Conselho de Administração é o órgão responsável pela aprovação destas políticas.

A Diretoria Executiva é responsável por aprovar os desdobramentos da Política de Gestão de Risco Corporativo em normas, regras e responsabilidades e por informar ao Conselho de Administração sobre estes procedimentos.

As normas e procedimentos de gestão de riscos complementam a Política de Gestão de Risco Corporativo e definem práticas, processos, controles, papéis e responsabilidades na VALE no que se refere à gestão dos riscos.

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

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

### **Compete à Gerência Executiva de Melhorias Operacionais:**

Consolidar o perfil de risco da VALE, com reporte periódico à Liderança Sênior e Comitê Executivo de Risco.

Prover informações sobre os principais riscos da VALE para os stakeholders internos e externos. Isto inclui um reporte anual para a Auditoria Interna, com o objetivo de preparação do Plano Anual de Auditoria.

### **Compete às Áreas de Negócio e Áreas de Suporte de toda a VALE:**

Identificar, analisar, avaliar e tratar seus principais riscos, com revisões periódicas e a cada mudança significativa nas circunstâncias dos riscos.

Monitorar a evolução do nível de risco, o status de eficiência dos controles chave de prevenção/mitigação dos riscos e o andamento da execução dos planos de ação de redução dos riscos, e reportar as informações, pelo menos trimestralmente, às áreas de suporte encarregadas dos processos específicos de gestão de riscos e à Gerência Executiva de Melhorias Operacionais

A área que responde pela gestão do risco financeiro na VALE é a Diretoria de Tesouraria e Finanças, e engloba as áreas de Seguros e de Gestão de Risco de Mercado e Crédito. A gestão do risco operacional é coordenada pela Gerência Executiva de Melhoria Operacional.

É responsabilidade da área de gestão de riscos financeiro definir e propor ao Comitê Executivo de Gestão de Risco operações ou medidas de mitigação de riscos de mercado consistentes com a estratégia da VALE.

Para suportar a Gerência de Risco de Mercado e crédito no encaminhamento de propostas ao Comitê Executivo de Risco e auxiliar na verificação da efetividade da política de riscos financeiros adotada, a área de *back-office*, integrante da Diretoria Global de Tesouraria e Finanças, realiza o acompanhamento dos instrumentos financeiros contratados. Além disso, o *back-office* é responsável pela confirmação das características financeiras das operações, bem como das contrapartes com as quais as operações foram realizadas e reporta o valor justo das posições. Esta área avalia também se as operações foram realizadas de acordo com a aprovação interna.

### **c) a adequação da estrutura operacional e de controles internos para verificação da efetividade da política adotada**

A BRADESPAR não possui estrutura operacional de controle de controles internos.

Sua Principal investida VALE

Em alinhamento com a política de gestão de riscos, a VALE possui uma gerência de controles internos que avalia a eficácia do ambiente de controles relacionados aos reportes financeiros. São estabelecidos processos para fornecer segurança em relação à confiabilidade das demonstrações contábeis. O processo de avaliação de controles internos prevê atuação conjunta com as áreas de negócio para avaliação de riscos, mapeamento de processos, avaliação da conformidade dos mesmos com as demais políticas e normas, definição de controles, elaboração de relatórios de monitoramento de indicadores e reportes de implementação de planos de ação. Adicionalmente, a auditoria interna também participa no processo de compliance com as normas estabelecidas.

**5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado**

- a) ***se o emissor possui uma política formalizada de gerenciamento de riscos, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação, e, em caso negativo, as razões pelas quais o emissor não adotou uma política***

A BRADESPAR não possui política formalizada de gerenciamento de Risco.

Sua Principal investida VALE

A gestão dos riscos da VALE é feita de forma integrada, de modo a garantir que o nível total de risco corporativo permaneça alinhado às diretrizes definidas pelo Conselho de Administração e pela Diretoria Executiva.

Desta forma, a Política de Gestão de Risco Corporativo, aprovada pelo Conselho de Administração em 22 de dezembro de 2005 e alterada em 25 de agosto de 2011, estabelece diretrizes que se aplicam à gestão do conjunto dos riscos corporativos aos quais a VALE está exposta, e não especificamente somente aos riscos de mercado. Dentre estas diretrizes destacamos as seguintes:

- Mensurar e monitorar o risco corporativo do Grupo de forma consolidada, considerando o efeito de diversificação, quando aplicável, de seu conjunto de negócios.
- Avaliar o impacto de novos investimentos, aquisições e desinvestimentos no perfil de risco corporativo do Grupo.
- Adequar o perfil de risco corporativo do Grupo às necessidades de seu plano de crescimento, do seu planejamento estratégico e da continuidade dos seus negócios.
- São vedadas operações financeiras com estruturas de derivativos alavancadas.

- b) ***objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado, quando houver, incluindo:***

***i. os riscos de mercado para os quais se busca proteção***

Tendo em vista que a 6ª Emissão de Debêntures da BRADESPAR vence em julho de 2018, 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.

Sua Principal investida VALE

A VALE busca proteção para os principais riscos de mercado aos quais está exposta quais sejam: (i) taxas de câmbio e taxas de juros e (ii) preços de produtos e insumos, os quais se encontram descritos no item 4.2 deste Formulário de Referência.

***ii. a estratégia de proteção patrimonial (hedge)***

A BRADESPAR não possui estratégia de proteção patrimonial.

Sua Principal investida VALE

Periodicamente é feita uma avaliação do potencial impacto da exposição aos fatores de risco de mercado supramencionados para apoiar os processos de tomada de decisão quanto à estratégia de proteção adequada. Quando necessário para adequar o perfil de risco do Grupo e reduzir a volatilidade de seus fluxos de caixa futuros, estratégias de mitigação de risco de mercado são avaliadas e implementadas em linha com estes objetivos. Algumas destas estratégias utilizam instrumentos financeiros, incluindo derivativos. As carteiras compostas pelos instrumentos financeiros são

## 5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

monitoradas mensalmente de forma consolidada, permitindo o acompanhamento dos resultados financeiros e seu impacto no fluxo de caixa.

A exposição cambial do fluxo de caixa da VALE é avaliada em conjunto com as demais exposições a riscos de mercado – preços de produtos e insumos e taxas de juros - e mitigada quando considerado necessário para apoiar o plano de crescimento, o planejamento estratégico e a continuidade dos negócios da VALE. Diversas formas de mitigação podem ser utilizadas: operações financeiras através do uso de derivativos com objetivo de hedge, linhas de crédito compromissadas garantindo liquidez, ou eventualmente decisões estratégicas com o objetivo de redução do risco de fluxo de caixa.

Em linha com a sua política de gestão de riscos, a VALE pode utilizar estratégias para mitigar o risco de preço de produtos e insumos, incluindo a realização de operações a termo, contratos futuros e zerocost-collars (um tipo de hedge envolvendo a compra e a venda simultânea de opções, de forma que o prêmio total da operação seja zero). Para mais informações ver o item (iii) abaixo.

### **iii. os instrumentos utilizados para proteção patrimonial (hedge)**

A BRADESPAR não possui instrumentos para proteção patrimonial.

Sua Principal investida VALE

Os instrumentos financeiros utilizados para proteção patrimonial incluem predominantemente operações a termo, swaps, futuros e zero cost-collars (um tipo de hedge envolvendo a compra e a venda simultânea de opções, de forma que o prêmio total da operação seja zero).

Os programas de proteção patrimonial contratados pela VALE e seus objetivos são os seguintes:

- Programa de proteção dos empréstimos e financiamentos em reais indexados ao CDI: com o objetivo de reduzir a volatilidade do fluxo de caixa, foram realizadas operações de *swap* para converter para dólares norte-americanos o fluxo de caixa de dívidas indexadas ao CDI nos contratos de empréstimos e financiamentos. Nestas operações, a VALE paga taxas fixas e/ou flutuantes (Libor) em dólares norte-americanos e recebe remuneração em reais atrelada ao CDI.
- Programa de proteção dos empréstimos e financiamentos em reais indexados à TJLP: com o objetivo de reduzir a volatilidade do fluxo de caixa, foram realizadas operações de *swap* para converter para dólares norte-americanos o fluxo de caixa de dívidas indexadas a TJLP em contratos de empréstimos junto ao BNDES. Nestas operações, a VALE paga taxas fixas e/ou flutuantes (Libor) em dólares norte-americanos e recebe remuneração em reais atrelada à TJLP.
- Programa de proteção dos empréstimos e financiamentos em reais com taxas fixas: com o objetivo de reduzir a volatilidade do fluxo de caixa, foram realizadas operações de *swap* para converter para dólares norte-americanos o fluxo de caixa de dívidas denominadas em reais a taxas fixas em contratos de empréstimos junto ao BNDES. Nestas operações, a VALE paga taxas fixas em dólares norte-americanos e recebe taxas fixas em reais.
- Programa de proteção dos empréstimos e financiamentos em reais indexados ao IPCA: com o objetivo de reduzir a volatilidade do fluxo de caixa, foram realizadas operações de *swap* para converter para dólares norte-americanos o fluxo de caixa de dívidas indexadas ao IPCA em contratos de debêntures. Nestas operações, a VALE paga taxas fixas em dólares norte-americanos e recebe remuneração em reais atrelada ao IPCA.
- Programa de proteção para os empréstimos e financiamentos em euros: com o objetivo de reduzir a volatilidade do fluxo de caixa, foram realizadas operações de *swap* para converter para dólares norte-americanos o fluxo de caixa de dívidas em euros. Nestas operações, a VALE recebe taxas fixas em Euros e paga remuneração atrelada a taxas fixas em dólares norte-americanos.
- Programa de hedge cambial para desembolsos em dólares canadenses: Com o objetivo de reduzir a volatilidade do fluxo de caixa, foram realizadas operações a termo para mitigar a exposição originada pelo descasamento cambial entre as receitas denominadas em dólares norte-americanos e os desembolsos em dólares canadenses.
- Programa de proteção para operações de compra de produtos de níquel: com o objetivo de reduzir o risco de descasamento de preço entre o período de compra de produtos de níquel (concentrado, catodo, sinter e outros tipos) e o período de venda do produto final, foram realizadas operações de proteção. Os itens comprados são matérias-primas



## 5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

utilizadas no processo de produção de níquel refinado. As operações usualmente realizadas neste caso são vendas de níquel para liquidação futura, seja em bolsa (LME) ou em mercado de balcão.

- Programa de vendas de níquel a preço fixo: com o objetivo de manter a exposição das receitas a flutuações de preço do níquel, foram realizadas operações de derivativos para converter para preço flutuante os contratos comerciais de níquel com clientes que solicitam a fixação do preço. As operações têm como objetivo garantir que os preços relativos a estas vendas sejam equivalentes à média de preços da *London Metal Exchange* (LME) no momento da entrega física do produto para o cliente. As operações usualmente realizadas neste programa são compras de níquel para liquidação futura, seja em bolsa (LME) ou em mercado de balcão. Estas operações são revertidas antes do vencimento original de forma a coincidir com as datas de liquidação dos contratos comerciais que tiveram o preço fixado.

- Programa de proteção para operações de compra de produtos de cobre: com o objetivo de reduzir o risco de descasamento de preço entre o período de compra de produtos de cobre (sucata e outros) e o período de venda do produto final, foram realizadas operações de *hedge*. A sucata comprada é combinada com outros insumos para produzir cobre para os clientes finais. Neste caso, normalmente as operações realizadas são vendas de cobre com liquidação futura na bolsa (LME) ou em mercado de balcão.

- Programa de *hedge* para compra de óleo combustível – *Bunker Oil*: com o objetivo de reduzir o impacto das oscilações dos preços do óleo combustível (*Bunker Oil*) na contratação/disponibilização de frete marítimo e, consequentemente, reduzir a volatilidade do fluxo de caixa da VALE, foram realizadas operações de *hedge* deste insumo. As operações são feitas geralmente através da contratação de compras a termo e *zero cost-collars*.

### **Hedge Accounting**

De acordo com o CPC 38 “Instrumentos financeiros: reconhecimento e mensuração”, todos os derivativos, designados em relacionamento de *hedge* ou não, são registrados no balanço patrimonial a valor justo e os ganhos ou perdas de valor justo são registrados no resultado corrente, a não ser se qualificado como *hedge accounting*. Um derivativo deve ser designado em um relacionamento de proteção para ser qualificado para *hedge accounting*. Esta norma inclui determinação de quais parcelas de *hedge* são consideradas eficazes ou ineficazes. Em geral, uma relação de *hedge* é eficaz quando uma mudança no valor justo do derivativo é compensada por uma mudança igual e contrária no valor justo do item protegido. De acordo com esta norma, testes de eficácia são realizados de maneira a avaliar a eficácia e quantificar a ineficácia dos *hedges* designados.

Um *hedge* de fluxo de caixa é uma proteção à exposição na variabilidade do fluxo de caixa futuro esperado, atribuível a um risco particular, como uma compra ou venda futura. Se um derivativo é designado como *hedge* de fluxo de caixa, a parcela eficaz nas mudanças do valor justo do derivativo é registrada em outros lucros abrangentes, sendo reconhecido no resultado quando o item protegido afetar o resultado do período. Já a parcela ineficaz das mudanças no valor justo de derivativos designados como *hedge* é registrada no resultado. Se uma parcela do contrato de derivativo é excluída para fins de teste de eficácia (por exemplo, o valor no tempo), o valor de tal parcela excluída é incluído no resultado.

#### **iv. os parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos**

A BRADESPAR não possui parâmetros para o gerenciamento de riscos.

Sua Principal investida VALE

Os parâmetros utilizados para verificar o enquadramento ou desenquadramento da exposição da VALE são:

- verificação da execução dos programas mencionados no item 5.2(iii), acima;
- análise e constante monitoramento dos volumes contratados; e

**5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado**

- (iii) observância à adequação dos prazos de vencimento, considerando suas respectivas estratégias de proteção, garantindo que não haja desenquadramento de nossas exposições. O desenquadramento entre exposição e estratégias de proteção pode ocorrer se:
- os volumes/valores contratados de proteção se tornarem superiores aos volumes/valores da respectiva exposição;
  - a exposição para a qual se buscou proteção deixar de existir; ou
  - houver descasamento de vencimentos entre as estratégias de proteção e suas respectivas exposições.

Para evitar o potencial desenquadramento em virtude do disposto no item "(iii).a" acima, o procedimento adotado é o acompanhamento periódico dos volumes/valores a realizar utilizados como base para a proposta das estratégias de proteção. No caso de proteção para preços de insumos, por exemplo, se as estimativas atualizadas de consumo apontarem para uma queda nos volumes em relação às estimativas iniciais utilizadas para a proposta das estratégias de proteção, os volumes da estratégia de proteção serão ajustados de acordo.

Para evitar o potencial desenquadramento em virtude do disposto no item "(iii).b", se no acompanhamento periódico a exposição inicialmente estimada não se concretizar, a estratégia de proteção é encerrada imediatamente (unwind das posições contratadas).

Já para o potencial desenquadramento em virtude do disposto item "(iii).c", são verificados constantemente o alinhamento entre o vencimento das estratégias de proteção contratadas e o vencimento da exposição inicialmente estimado.

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

A BRADESPAR não opera instrumentos financeiros.

Sua Principal investida VALE

A VALE pode, quando necessário, alocar limites de risco específico às atividades gerenciais que deles necessitem, incluindo, mas não se limitando a, limites de risco de mercado, de crédito corporativo e soberano, de acordo com o limite aceitável de risco corporativo.

- Warrants recebidos com a venda de parte da produção futura de ouro (subproduto) da VALE:* Estes warrants configuram uma opção de compra americana e foram recebidos como parte do pagamento pela venda de fluxos de ouro pagável produzido como subproduto da mina de cobre do Salobo e de certas minas de níquel de *Sudbury*.
- Opções de compra em debêntures:* A VALE possui contratos de debêntures nos quais os credores possuem opções de compra de determinada quantidade de ações ordinárias de emissão da Ferrovia Norte Sul S.A., posteriormente alterada para ações de emissão da VLI. O preço de exercício destas opções corresponde ao saldo devedor das debêntures nas respectivas datas de exercício.
- Opções relacionadas a ações da Minerações Brasileiras Reunidas S.A. ("MBR"):* A VALE celebrou um contrato que possui opções relacionadas a ações da MBR. Se observadas certas condições contratuais contingentes, fora do controle do comprador, como o caso de ilegalidade por mudanças na lei, há uma cláusula no contrato que dá ao comprador o direito de revender sua participação para a VALE. Neste caso, a VALE poderia optar pela liquidação através de caixa ou ações. Por outro lado, a VALE possui o direito de recomprar esta participação minoritária na subsidiária.
- Posições em derivativos embutidos:* o fluxo de caixa da VALE também está exposto a riscos de mercado associados a contratos que contêm derivativos embutidos ou funcionam como derivativos. Sob a perspectiva da VALE, podem incluir, mas não estão limitados a, contratos comerciais, contratos de compra, contratos de aluguel, títulos, apólices de seguros

**5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado**

e empréstimos. Os derivativos embutidos observados em 31 de dezembro de 2015 são os seguintes: 1) Contratos de compra de matérias-primas e concentrado de níquel que contêm provisões de preço baseadas no preço futuro de cobre e níquel. Estas provisões são consideradas derivativos embutidos. 2) Compra de gás para VALE de pelletização em Omã. A VALE de Pelotização VALE Omã (LLC), subsidiária da VALE, possui um contrato de compra de gás natural que apresenta uma cláusula que define que um prêmio poderá ser pago caso o preço de venda da pelota da VALE seja superior a um nível pré-determinado no contrato de fornecimento de gás. Esta cláusula é considerada um derivativo embutido, cujo valor justo e seu respectivo valor em risco não eram materiais em 31 de dezembro de 2015.

**vi. a estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos**

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

Sua Principal investida VALE

O gerenciamento de riscos de mercado é realizado pela mesma estrutura organizacional descrita no item 5.1 (b) (iii) acima.

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

A BRADESPAR não possui adequação da estrutura operacional.

Sua Principal investida VALE

O monitoramento e a avaliação periódica da posição consolidada de instrumentos financeiros utilizados na mitigação dos riscos de mercado da VALE permitem acompanhar os resultados financeiros e o impacto no fluxo de caixa, bem como garantir que os objetivos inicialmente traçados sejam atingidos. O cálculo do valor justo das posições é disponibilizado mensalmente para acompanhamento gerencial.

Para tal, a área de *back-office*, integrante da Diretoria Global de Tesouraria e Finanças, realiza o acompanhamento de tais instrumentos financeiros, possuindo como responsabilidade a confirmação das características financeiras das operações, bem como as contrapartes com as quais as operações foram realizadas e reportar o valor justo das posições. Esta área avalia também se as operações foram realizadas de acordo com a aprovação interna. Além desta área, a área de controles internos atua para verificar a integridade dos controles que mitigam riscos nas operações contratadas dentro dos critérios de governança expostos acima.

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

Com relação aos controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, os diretores devem comentar:

**a) *as principais práticas de controles internos e o grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e as providências adotadas para corrigi-las***

Não ocorreram eventuais imperfeições, e, conseqüentemente, não houve necessidade de providências a serem tomadas, na elaboração das demonstrações contábeis consolidadas do emissor, nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015, 2014 e 2013.

**b) *as estruturas organizacionais envolvidas***

A BRADESPAR não possui estrutura de controles internos.

**c) *se e como a eficiência dos controles internos é supervisionada pela administração do emissor, indicando o cargo das pessoas responsáveis pelo referido acompanhamento***

A BRADESPAR não possui estrutura de controles internos.

**d) *deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório circunstanciado, preparado e encaminhado ao emissor pelo auditor independente, nos termos da regulamentação emitida pela CVM que trata do registro e do exercício da atividade de auditoria independente***

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

**e) *comentários dos diretores sobre as deficiências apontadas no relatório circunstanciado preparado pelo auditor independente e sobre as medidas corretivas adotadas***

Uma vez que não existem deficiências ou recomendações no relatório do auditor independente, não existem comentários dos diretores.

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

Com relação ao último exercício social, não houve alterações significativas nos principais riscos aos quais a BRADESPAR está exposta.

**5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.5 - Outras inf. relev. - Gerenciamento de riscos e**

A BRADESPAR não apresenta riscos significativos em suas operações próprias, exceto os riscos relacionados aos investimentos em suas investidas, principalmente a VALE, a qual tem seu gerenciamento de risco de crédito, risco de mercado e risco de liquidez realizado de maneira corporativa e centralizada, sendo um processo contínuo e evolutivo de mapeamento, desenvolvimento, aferição e diagnóstico através de modelos, instrumentos e procedimentos vigentes, exigindo alto grau de disciplina e controle nas análises das operações efetuadas, preservando a integridade e a independência dos processos.

## 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 2015, 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 2015 foi de R\$ 2,4 bilhões negativos, composta por R\$ 2,5 bilhões de equivalência patrimonial negativa da VALEPAR/VALE e R\$ 26,5 milhões de juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR.

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

### **Sobre a VALE**

Maior produtora mundial de minério de ferro e pelotas, matérias-primas essenciais para a indústria siderúrgica, a VALE é também a maior produtora mundial de níquel, com aplicações na indústria de aço inoxidável e ligas metálicas utilizadas na produção de aeronaves, automóveis, equipamentos de mineração e energia, telefones celulares, baterias, baterias especiais para veículos elétricos híbridos, entre muitos outros. Também produz manganês, ferro ligas, carvão térmico e metalúrgico, cobre, metais do grupo da platina, ouro, prata, cobalto, potássio, fosfatos e outros nutrientes fertilizantes, matérias-primas importantes para a indústria e a agricultura global. Para sustentação da sua estratégia de crescimento, a Companhia opera ainda grandes sistemas de logística no Brasil e outras regiões do mundo, incluindo ferrovias, terminais marítimos e portos, integrados às suas operações de mineração.

Diante de um cenário de desaceleração do crescimento econômico mundial, especialmente na China, e inserida no contexto de uma indústria fundamentalmente cíclica, portanto, exposta à alta volatilidade de preços, a VALE apresentou sólido desempenho operacional, alavancando suas vantagens competitivas, lançando várias iniciativas bem-sucedidas para a redução expressiva de custos e aumento da eficiência.

Neste contexto, cumpre destacar o projeto S11D, localizado na região sudeste do Pará, que representa a expansão da atividade de extração de minério de ferro no Complexo Minerador de Carajás. Considerado marco histórico dentre todos os projetos executados pela VALE, quando entrar em operação, no final de 2016, a Companhia terá reforçada sua posição de líder global no mercado de mineração. O projeto prevê o custo de produção de minério mais baixo do mundo, que, aliado a alta qualidade do produto e estratégia de transporte por meio de navios exclusivos (VALEMAX), faz da VALE referência nesse mercado e reforça o seu comprometimento com a criação de valor aos seus acionistas.

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) e na Latibex (XVALO e XVALP).

### **Os principais destaques do desempenho da VALE, em 2015, foram:**

- Investimentos que totalizaram US\$ 8,4 bilhões;
- Oferta anual de minério de ferro de 345,9 Mt, e produção de níquel e cobre, atingindo, respectivamente, 291.000 e 423.800 toneladas ; e
- Distribuição de dividendos no montante de US\$ 1,5 bilhão.

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

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

### Sobre a CPFL

A CPFL Energia, maior empresa privada do setor elétrico brasileiro, é uma *holding* que atua por meio de suas subsidiárias dedicadas aos segmentos de distribuição, geração e comercialização de energia elétrica, nos mercados livre e regulado.

Com mais de 100 anos de atuação no Brasil, possui ações listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, segmento de listagem diferenciado que reúne as empresas que aderem às melhores práticas de governança corporativa. Todas as suas ações são ordinárias, ou seja, dão direito de voto e os acionistas tem assegurado *tag along* de 100% em caso de alienação do controle acionário.

O grupo de controle da empresa é formado pelo Fundo de Investimentos em ações BB Carteira Livre (Previ), pela Camargo Corrêa e pelo Fundo de Investimentos em Participações Energia São Paulo (Funcesp, Petros, Sistel e Sabesp). Das ações em circulação no mercado (*free float*), 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.

### Cenário Econômico e Resultados da BRADESPAR

#### 2015

Em 2015, o real teve uma desvalorização de 47,0% em relação ao dólar norte-americano, atingindo R\$ 3,9048 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2015 comparado com R\$ 2,6562 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2014. O Banco Central aumentou a taxa básica de juros, partindo de 11,75% em dezembro de 2014 para 14,25% em dezembro de 2015.

Indicamos abaixo dados referentes aos resultados da BRADESPAR (Consolidado), no ano de 2015:

- receita operacional bruta de -R\$ 2,4 bilhões;
- resultado do exercício -R\$ 2,6 bilhões;
- patrimônio líquido de R\$ 7,9 bilhões;
- rentabilidade anualizada de -32,8% sobre o patrimônio líquido médio (\*); e
- valor contábil dos investimentos de R\$ 8,4 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 2015:

R\$ milhões		
	Valor Contábil	Valor de Mercado
VALEPAR / VALE (1)	8.351,5	3.937,3

(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 2015, multiplicada pelo número de ações da VALE detidas indiretamente pela Companhia.

#### 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,



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

agora, aos agentes econômicos revisitar 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.

### 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.

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

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.

### b) Estrutura de capital

O capital social, totalmente subscrito e integralizado, é dividido em ações nominativas-escriturais, sem valor nominal.

Estrutura de Capital	Quantidade de Ações		
	Dez15	Dez14	Dez13
ON	122.523.049	122.523.049	122.523.049
PN	227.024.896	227.024.896	227.024.896
<b>Total Integralizado</b>	<b>349.547.945</b>	<b>349.547.945</b>	<b>349.547.945</b>
Ações em Tesouraria (ON)	(351.600)	-	-
Ações em Tesouraria (PN)	(1.162.300)	-	-
<b>Total em Circulação</b>	<b>348.034.045</b>	<b>349.547.945</b>	<b>349.547.945</b>

Em reunião do Conselho de Administração de 3 de agosto de 2015, deliberou-se a renovação do programa de aquisição de ações de própria emissão para permanência em tesouraria e posterior alienação ou cancelamento, mantendo as mesmas quantidades, sem redução do capital social e autorizou-se que a Diretoria da Companhia adquira até 24.800.000 ações nominativas-escriturais, sem valor nominal, sendo 2.600.000 ordinárias e 22.200.000 preferenciais, pelo prazo de 365 dias.

A autorização tem por objetivo a aplicação de recursos existentes em “Reserva de Lucros – Estatutária”, disponíveis para investimentos. Em reunião do Conselho de Administração de 5 de agosto de 2015, deliberou-se a redução da quantidade de ações a serem adquiridas para até 23.100.000 ações nominativas-escriturais, sem valor nominal, sendo o valor até 2.200.000 ordinárias e 20.900.000 preferenciais, visando a adequá-la às disposições do Artigo 3º da Instrução CVM nº 10, de fevereiro de 1980.

Até 31 de dezembro de 2015, foram adquiridas e permaneciam em tesouraria 351.600 ações ordinárias e 1.162.300 ações preferenciais, no montante de R\$ 20.310 mil. O custo mínimo, médio e máximo por ação ON é de R\$ 10,35, R\$ 11,57 e R\$ 12,68, e por ação PN é de R\$ 13,44, R\$ 13,97 e R\$ 14,38, respectivamente. O valor de mercado dessas ações, em 31 de dezembro de 2015, era de R\$ 4,44 por ação ON e R\$ 4,99 por ação PN.

Em 31 de dezembro de 2015, 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 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.

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

### Padrão de Financiamento das Operações da BRADESPAR

Nos últimos 3 exercícios sociais, os ativos da BRADESPAR foram fundamentalmente financiados por meio de capital próprio conforme o quadro a seguir:

	R\$ milhões					
	Dez15	% em relação ao passivo total	Dez14	% em relação ao passivo total	Dez13	% em relação ao passivo total
Patrimônio Líquido dos acionistas Controladores	7.917	81,7%	8.938	84,3%	9.034	83,2%
Capital de Terceiros (1)	1.777	18,3%	1.661	15,7%	1.825	16,8%
<b>Passivo Total</b>	<b>9.694</b>	<b>100,0%</b>	<b>10.599</b>	<b>100,0%</b>	<b>10.859</b>	<b>100,0%</b>

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

### 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 2015, 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.

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 de Liquidez

Indicador	2015	2014	2013
Liquidez Geral (*)	0,8	1,2	1,4

(\*) 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 2015 o índice atingiu 0,8, sendo que em 2014 o índice foi de 1,2 e em 2013 1,4.

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 pela somatória dos Passivos Circulantes e Não Circulantes.

Estes dados foram extraídos do Balanço Patrimonial Consolidado da BRADESPAR.

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

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

- 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 2015, por: (i) recebimento de R\$ 67,2 milhões referentes a juros sobre o capital próprio e dividendos da VALEPAR/VALE e juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR e (ii) recebimento de R\$ 300,1 milhões referentes ao resgate de 5.174.863 ações preferenciais da VALEPAR;
- 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; e
- 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.

### **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 2015, pela captação de recursos por meio da emissão de Debêntures da Sexta Emissão Pública no valor total de R\$ 1,260 bilhão, os quais foram utilizados para a quitação das obrigações relativas às Debêntures da Quinta Emissão Pública da Companhia;
- durante o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2014, não houve captação de recursos provenientes de atividades de financiamento; e
- 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) 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 2015, 2014 e 2013 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 2015, 2014 e 2013:

**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>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</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	0	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	0	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	0	1.165,1 (1)	1.045,7 (1)	105,3% da variação do CDI	No vencimento	Julho de 2015	Manutenção de endividamento líquido abaixo de R\$3.000,000
Debêntures da Sexta Emissão	1.347,7 (2)	0	0	105,5% da variação do CDI	No vencimento	Julho de 2018	Manutenção de endividamento líquido abaixo de R\$3.000,000
<b>Dívida Bruta</b>	<b>1.347,7</b>	<b>1.165,1</b>	<b>1.045,7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Disponibilidades, títulos e valores mobiliários de curto e longo prazo	378,0	312,0	258,7	-	-	-	-
<b>Dívida Líquida</b>	<b>969,7</b>	<b>853,1</b>	<b>787,0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

(1) Emitidas em 4 de julho de 2013.

(2) Emitidas em 6 de julho de 2015.

Em 6 de julho de 2015, a BRADESPAR efetuou sua Sexta Emissão Pública de Debêntures em série única, sendo 126.000 Debêntures no valor unitário de R\$ 10 mil totalizando R\$ 1,260 bilhão com vencimento em 1096 dias a contar da data de emissão.

Os juros foram correspondentes à variação acumulada de 105,5% 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 serão pagos junto com o principal.

As Debêntures não contam com garantia.

Em 6 de julho de 2015, a BRADESPAR efetuou o pagamento do principal e juros das Debêntures da Quinta Emissão no montante de R\$ 1,240 bilhão.

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 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 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.

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

Os juros foram correspondentes à variação acumulada de 103,5% 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 serão pagos junto com o principal.

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.

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.

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

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 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 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 2015 a 22,4%, em 2014 a 27,9% e em 2013 a 40,9%; (ii) as obrigações de natureza quirografária (debêntures e notas promissórias) correspondiam em 2015 a 75,8%, em 2014 a 70,1% e em 2013 a 57,3%; e (iii) os créditos com acionistas, representados, basicamente, pelos dividendos e jcp a pagar, correspondiam em 2015 a 1,8%, em 2014 a 2,0% e em 2013 a 1,8%.

### ***(iv) eventuais restrições impostas ao emissor, 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, bem como se o emissor vem cumprindo essas restrições***

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 dos financiamentos contratados e percentuais já utilizados***

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:

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

<b>Balanco Patrimonial - Consolidado</b>										
R\$ mil	Dez15	Dez14	Dez13	Análise Vertical %			Análise Horizontal			
				Dez15	Dez14	Dez13	Dez15xDez14		Dez14xDez13	
							R\$	%	R\$	%
<b>Ativo</b>										
<b>Ativo Circulante</b>	<b>377.977</b>	<b>948.974</b>	<b>1.117.283</b>	<b>3,9</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>(570.997)</b>	<b>(60,2)</b>	<b>(168.309)</b>	<b>(15,1)</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	377.977	312.003	258.678	3,9	2,9	2,4	65.974	21,1	53.325	20,6
Recebíveis de Ações Preferenciais Resgatáveis	-	307.840	527.418	-	2,9	4,9	(307.840)	(100,0)	(219.578)	(41,6)
Outros Valores a Receber	-	329.131	331.187	-	3,1	3,0	(329.131)	(100,0)	(2.056)	(0,6)
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>9.316.474</b>	<b>9.649.945</b>	<b>9.741.485</b>	<b>96,1</b>	<b>91,0</b>	<b>89,7</b>	<b>(333.471)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(91.540)</b>	<b>(0,9)</b>
<b>Ativo Realizável a Longo Prazo</b>	<b>964.995</b>	<b>1.127.075</b>	<b>1.434.623</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>	<b>13,2</b>	<b>(162.080)</b>	<b>(14,4)</b>	<b>(307.548)</b>	<b>(21,4)</b>
Títulos Disponíveis para Venda	791.734	934.518	964.843	8,2	8,8	8,9	(142.784)	(15,3)	(30.325)	(3,1)
Recebíveis de Ações Preferenciais Resgatáveis	-	-	300.142	-	-	2,8	-	-	(300.142)	(100,0)
Tributos a Compensar ou a Recuperar	167.268	187.192	146.974	1,7	1,8	1,4	(19.924)	(10,6)	40.218	27,4
Depósitos Judiciais	5.993	5.365	22.664	0,1	0,1	0,2	628	11,7	(17.299)	(76,3)
<b>Investimentos</b>	<b>8.351.458</b>	<b>8.522.846</b>	<b>8.306.835</b>	<b>86,1</b>	<b>80,4</b>	<b>76,5</b>	<b>(171.388)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>216.011</b>	<b>2,6</b>
<b>Imobilizado</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>(3)</b>	<b>(12,5)</b>	<b>(3)</b>	<b>(11,1)</b>
<b>Total</b>	<b>9.694.451</b>	<b>10.598.919</b>	<b>10.858.768</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>(904.468)</b>	<b>(8,5)</b>	<b>(259.849)</b>	<b>(2,4)</b>
<b>Passivo</b>										
<b>Passivo Circulante</b>	<b>34.290</b>	<b>1.214.912</b>	<b>33.460</b>	<b>0,4</b>	<b>11,5</b>	<b>0,3</b>	<b>(1.180.622)</b>	<b>(97,2)</b>	<b>1.181.452</b>	<b>3.530,9</b>
Obrigações Fiscais	3.718	17.909	1.125	0,0	0,2	0,0	(14.191)	(79,2)	16.784	1.491,9
Dividendos e JCP a Pagar	3.785	4.645	4.623	0,0	0,0	0,0	(860)	(18,5)	22	0,5
Debêntures	-	1.165.109	-	-	11,0	-	(1.165.109)	-	1.165.109	-
Outras Obrigações	26.787	27.249	27.712	0,3	0,3	0,3	(462)	(1,7)	(463)	(1,7)
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>1.742.968</b>	<b>446.012</b>	<b>1.791.083</b>	<b>18,0</b>	<b>4,2</b>	<b>16,5</b>	<b>1.296.956</b>	<b>290,8</b>	<b>(1.345.071)</b>	<b>(75,1)</b>
Debêntures	1.347.692	-	1.045.686	13,9	-	9,6	1.347.692	-	(1.045.686)	-
Imposto de Renda e Contribuição Social	358.876	407.422	417.733	3,7	3,8	3,8	(48.546)	(11,9)	(10.311)	(2,5)
Provisões e Obrigações Legais	36.400	38.590	327.664	0,4	0,4	3,0	(2.190)	(5,7)	(289.074)	(88,2)
<b>Patrimônio Líquido Consolidado</b>	<b>7.917.193</b>	<b>8.937.995</b>	<b>9.034.225</b>	<b>81,7</b>	<b>84,3</b>	<b>83,2</b>	<b>(1.020.802)</b>	<b>(11,4)</b>	<b>(96.230)</b>	<b>(1,1)</b>
Capital Social Realizado	4.100.000	4.100.000	4.100.000	42,3	38,7	37,8	-	-	-	-
Reserva de Lucros	(110)	2.958.737	3.437.804	(0,0)	27,9	31,7	(2.958.847)	-	(479.067)	(13,9)
Reserva Legal	20.200	259.956	254.882	0,2	2,5	2,3	(239.756)	(92,2)	5.074	2,0
Reserva Estatutária	-	2.698.781	3.182.922	-	25,5	29,3	(2.698.781)	(100,0)	(484.141)	(15,2)
Ações em Tesouraria	(20.310)	-	-	(0,2)	-	-	(20.310)	-	-	-
Ajuste de Avaliação Patrimonial	3.817.303	1.879.258	1.496.421	39,4	17,7	13,8	1.938.045	103,1	382.837	25,6
<b>Total</b>	<b>9.694.451</b>	<b>10.598.919</b>	<b>10.858.768</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>(904.468)</b>	<b>(8,5)</b>	<b>(259.849)</b>	<b>(2,4)</b>

**Recebíveis de Ações Resgatáveis**

Em 2015, a BRADESPAR e sua Controlada Indireta BRUMADO (*Empresa que tem por objetivo a participação em outras sociedades, na qualidade de sócia ou acionista*), receberam da VALEPAR o montante de R\$ 300.142 mil, relativo ao resgate de 5.174.863 ações e juros de R\$ 26.508 mil.

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).

**Outros Valores a Receber**

Em 2015, os saldos de 2014 dos valores a receber no montante de R\$ 329.131 mil, foram baixados da seguinte maneira: i) recebimentos parciais dos Juros sobre o Capital próprio, no montante de R\$ 32.965 mil; e ii) Aumento de Capital na investida VALEPAR em Dezembro/2015, sem emissão de novas ações, mediante a capitalização de créditos de acionistas, detentores das ações ON e PN classe A, referente a parcela não



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

liquidada financeiramente dos Juros sobre o Capital Próprio deliberados em 24/06/2014 e 18/12/2014, no montante de R\$ 296.166 mil.

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.

### **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 2015, a BRADESPAR detinha indiretamente 52.156.383 ações da CPFL Energia, com valor de mercado de R\$ 792 milhões, 15,3% inferior à mesma data do ano anterior. A cotação da ação da CPFL em 31 de dezembro de 2015 era de R\$ 15,18.

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.

### **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 10.8 a.

### **Debêntures a Pagar**

Em 6 de julho de 2015, a BRADESPAR efetuou a sexta emissão pública de 126.000 debêntures não conversíveis em ações, com valor nominal unitário de R\$ 10.000 (dez mil reais), totalizando R\$ 1.260,0 milhões, com vencimento em 1.096 dias a contar da data de emissão. As debêntures farão jus a juros remuneratórios correspondentes a 105,5% 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*. Os recursos, obtidos por meio da emissão das debêntures, foram destinados para a quitação integral relativas às debêntures da série única da 5ª (quinta) emissão, cujo vencimento ocorreu em 6 de julho de 2015.

Em 31 de dezembro de 2015, o saldo atualizado correspondia a R\$ 1.347,7 milhões (2014 – R\$ 1.165,1 milhões).

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).

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

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).

**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>										
<b>Em R\$ mil</b>										
				<b>Análise Vertical %</b>			<b>Análise Horizontal</b>			
	2015	2014	2013	2015	2014	2013	2015x2014		2014x2013	
							R\$	%	R\$	%
Equivalência Patrimonial	(2.474.895)	(69.741)	(117.182)	101,1	(94,3)	(172,3)	(2.405.154)	3.448,7	47.441	(40,5)
Juros de Ações Resgatáveis	26.508	91.695	142.198	(1,1)	124,0	209,0	(65.187)	(71,1)	(50.503)	(35,5)
Dividendos de Investimentos	-	51.998	43.014	-	70,3	63,2	(51.998)	-	8.984	20,9
<b>Receita Operacional</b>	<b>(2.448.387)</b>	<b>73.952</b>	<b>68.030</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>(2.522.339)</b>	-	<b>5.922</b>	<b>8,7</b>
Despesas de Pessoal, Gerais e Administrativas	(8.576)	(7.453)	(12.230)	0,4	(10,1)	(18,0)	(1.123)	15,1	4.777	(39,1)
Despesas Tributárias	(19.550)	(37.495)	(36.206)	0,8	(50,7)	(53,2)	17.945	(47,9)	(1.289)	3,6
Resultado Financeiro	(101.044)	(86.909)	(65.826)	4,1	(117,5)	(96,8)	(14.135)	16,3	(21.083)	32,0
Outras Receitas Operacionais	-	28.591	-	-	38,7	-	(28.591)	-	28.591	-
<b>Resultado Operacional</b>	<b>(2.577.557)</b>	<b>(29.314)</b>	<b>(46.232)</b>	<b>105,3</b>	<b>(39,6)</b>	<b>(68,0)</b>	<b>(2.548.243)</b>	<b>8.692,9</b>	<b>16.918</b>	<b>(36,6)</b>
<b>Resultado antes da Tributação</b>	<b>(2.577.557)</b>	<b>(29.314)</b>	<b>(46.232)</b>	<b>105,3</b>	<b>(39,6)</b>	<b>(68,0)</b>	<b>(2.548.243)</b>	<b>8.692,9</b>	<b>16.918</b>	<b>(36,6)</b>
IR / CS	(12.744)	130.797	(1.477)	0,5	176,9	(2,2)	(143.541)	-	132.274	-
<b>Resultado do Exercício</b>	<b>(2.590.301)</b>	<b>101.483</b>	<b>(47.709)</b>	<b>105,8</b>	<b>137,2</b>	<b>(70,1)</b>	<b>(2.691.784)</b>	-	<b>149.192</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.

A BRADESPAR, em 2015, registrou receita operacional negativa de R\$ 2,45 bilhões, composta, basicamente, por equivalência patrimonial negativa da VALEPAR/VALE.

A VALE, ainda que operando em um cenário desafiador, obteve sólido desempenho operacional, alcançando diversos recordes anuais de produção em 2015, tais como: oferta de minério de ferro de 345,9 milhões de toneladas e a produção de níquel e cobre, atingindo, respectivamente, 291.000 e 423.800 toneladas.

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.

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

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

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.

### Resultado Financeiro

A despesa financeira da BRADESPAR, em 2015, atingiu R\$ 101,0 milhões, devido, principalmente, aos juros das debêntures da BRADESPAR, calculados com base no CDI, que passou, na média, de 10,81% em 2014 para 13,25% em 2015, impactado pelo aumento da taxa básica de juros (SELIC) no período.

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 2015, as despesas de pessoal totalizaram R\$ 3,7 milhões, com redução de 12,4% em relação ao ano anterior. As despesas gerais e administrativas somaram R\$ 4,9 milhões em 2015. 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 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 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.

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

### Resultado do Exercício

Em 2015, a BRADESPAR reportou prejuízo de R\$ 2,59 bilhões, incluindo ajustes contábeis não recorrentes.

Na VALE, esses ajustes contábeis referem-se, principalmente, a *impairment* de ativos e investimentos e perdas com variações monetárias e cambiais, entre outros, totalizando R\$ 37,5 bilhões, impactando negativamente em R\$ 2,06 bilhões o resultado de equivalência patrimonial na BRADESPAR. Com a exclusão desses ajustes contábeis não recorrentes, a Companhia apresentou prejuízo ajustado de R\$ 527,9 milhões.

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.

### **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;

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

- 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;
- 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 (49% em 31 de dezembro de 2015), além do dólar americano (34% em 31 de dezembro de 2015), dólares canadenses (13% em 31 de dezembro de 2015), rúpias

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

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 81% em 31 de dezembro de 2015). 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 2015, a dívida expressa em reais era de R\$20,508 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 no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015 e da inflação, a variação monetária e cambial líquida causou um impacto negativo no lucro líquido de R\$ 25,5 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\$ 4,6 bilhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015, dos quais R\$ 1,0 bilhão geraram efeito de caixa negativo.

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

As receitas da VALE 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 2015, as vendas para consumidores cativos representaram 69,7% da quantidade de energia elétrica vendida e 65,7% da receita operacional, em comparação com 69,8% e 67,3%, respectivamente, em 2014. 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 administração da 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.

### **Vendas a Consumidores Potencialmente Livres**

A regulamentação do setor permite 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. Em comparação ao número total de consumidores cativos da Companhia, o número de Consumidores Potencialmente Livres é relativamente pequeno. Essas receitas consistem nas tarifas cobradas pelo uso da rede de distribuição (TUSD). Mesmo que um consumidor decida migrar do sistema de tarifas reguladas para se tornar um Consumidor Livre, ele ainda terá que pagar a tarifa pelo uso do sistema de distribuição, ou TUSD. No que tange a redução na receita de vendas, a CPFL é capaz de reduzir, em alguns casos, a energia contratada para suprir estes clientes no próprio ano em que ocorrer a migração, enquanto que em outros casos a empresa pode compensar este excesso através do ajuste da energia a ser comprada em períodos futuros. Desta forma, a CPFL não acredita que perdas de Clientes Potencialmente Livres teriam impacto adverso material no resultado das operações.

Historicamente, poucos dos Consumidores Potencialmente Livres optaram por tornarem-se Consumidores Livres. A CPFL acredita que isto ocorreu (i) por estes consumidores terem considerado que as vantagens de um

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

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. 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 2015, foram adquiridos 58.607 GWh, em comparação aos 58.979 GWh adquiridos em 2014. 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 do emissor, quando relevante***

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.

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). 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). A VALE utiliza operações de swap para converter grande parte desta dívida para taxas fixas em dólares americanos. Em 31 de dezembro de 2015, antes das operações de swap, 18% da dívida era denominada em reais, e os demais 82% denominados em outras moedas. Em 31 de dezembro de 2014, 22% da dívida era denominada em reais, e os demais 78% denominados em outras moedas. Em 31 de dezembro de 2013, 22% da dívida era denominada em reais, e os demais 78% denominados em outras moedas.

Em 31 de dezembro de 2015, cerca de 42,4% da dívida estava atrelada a taxa de juros flutuante, em comparação a cerca de 45,2% em 31 de dezembro de 2014 e 45,3% em 31 de dezembro de 2013.



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

Os custos de óleo combustível e gases são um componente importante do custo de produção e representou 6,3% do custo total de produtos vendidos no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015, 7,3% em 2014 e 7,4% em 2013. 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 2,8% do custo total de produtos vendidos no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015, 2,4% em 2014 e 2,7% em 2013.

### CPFL

Todas as operações da CPFL estão no Brasil, e por essa razão são afetados 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. A empresa pode 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 são recebidas. Os valores que são devidos com base na Parcela A são principalmente atrelados à variação da taxa SELIC até que sejam repassados às tarifas e os custos vinculados à parcela B são indexados ao IGP-M líquido do fator X.

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, um dos principais fornecedores, que reajusta os preços com base em seus custos parcialmente atrelados a dólares norte-americanos.

A conjuntura econômica brasileira caracteriza-se por significativas variações nos índices de crescimento econômico, que foi muito lento 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 o desempenho industrial mostrou resultados moderados devido às menores exportações, expectativas desfavoráveis dos investidores e deficiências de infraestrutura. O PIB apresentou crescimento a taxas menores nesse período, atingindo uma taxa de crescimento médio de 2,1% entre 2009 e 2014. Em 2015, o produto interno bruto do Brasil apresentou retração de 3,8% sendo que a redução na demanda, combinada com condições políticas desfavoráveis agravadas por suspeitas de corrupção, impactaram a atividade econômica brasileira. Estas condições também levaram a uma significativa desvalorização do real. A Standard & Poor's rebaixou a nota de crédito do Brasil em 9 de Setembro de 2015; a Fitch Ratings rebaixou a nota de crédito do Brasil de BBB- para BB+ em 16 de dezembro de 2015; e a Moody's Investors Service rebaixou, em 24 de fevereiro de 2016, a nota de crédito do Brasil para Ba2 com perspectiva negativa. Estes rebaixamentos refletem as condições econômicas desfavoráveis, adversidades na reforma de políticas fiscais e o aumento da incerteza política no Brasil.

O risco de crédito da Companhia é avaliado pela Standard and Poor's e pela Fitch Ratings. Estas avaliações refletem, entre outros fatores, perspectivas acerca do setor elétrico brasileiro, o contexto político e econômico, o risco-país, as condições hidrológicas nas áreas onde as geradoras estão localizadas, a performance operacional e o nível de endividamento, além da nota de crédito dos acionistas controladores. Neste contexto, a nota de crédito da Companhia foi reduzida em 2015 de AA+ para AA por ambas as agências, como resultado do rebaixamento da nota de crédito do Brasil devido às alterações no cenário político e econômico descrito anteriormente. O rebaixamento da nota de crédito da Companhia pode aumentar o custo de capital e levar as instituições financeiras a incluir cláusulas restritivas adicionais em suas dívidas.

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

Além disso, os indicadores de renda e emprego, as vendas no varejo, principalmente eletrodomésticos, e a disponibilidade de crédito, que são os principais indicadores de consumo de energia, apresentaram fraco desempenho em 2015. A força do mercado doméstico, refletindo uma deterioração no mercado de trabalho e consumo das famílias, afetou de forma negativa 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 2015, 2014 e 2013 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 pronunciamentos do CPC.

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 2015, 2014 e 2013.

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

Não houve efeitos significativos no patrimônio líquido e no lucro líquido da BRADESPAR nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015, 2014 e 2013, em decorrência de alterações em práticas contábeis.

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

Não ocorreram ressalvas e ênfases no relatório dos auditores independentes.

## 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 faça julgamentos e preparem 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 em novas informações disponíveis. Alterações nos fatos e circunstâncias podem conduzir a revisão das estimativas. Mesmo com revisões, 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 mantê-los ou negociá-los. O tratamento contábil utilizado depende da classificação dos títulos.

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. Pela avaliação, quando 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 outros aspectos: (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

**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**

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

A avaliação 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 de impostos a pagar. Em geral, a nossa avaliação exige que estimemos os valores futuros de imposto de renda corrente e diferido. A 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 a 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, 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.

**10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**

**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; e 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 / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados**

- 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.



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

**a) investimentos, incluindo: i) descrição quantitativa e qualitativa dos investimentos em andamento e dos investimentos previstos; ii) fontes de financiamento dos investimentos; iii) desinvestimentos relevantes em andamento e desinvestimentos previstos**

A BRADESPAR é uma companhia de investimentos, controlada pelo mesmo grupo controlador do Banco Bradesco S.A., tendo sido constituída em 30 de março de 2000, por meio da cisão parcial do Banco Bradesco S.A. Em 31 de dezembro de 2015, 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) juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR; (iii) 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 2015 foi de -R\$2,45 bilhões, composta por R\$ 2,47 bilhões de equivalência patrimonial negativa da VALEPAR/VALE e R\$ 26,5 milhões de juros das ações resgatáveis recebidos da VALEPAR.

Os ajustes decorrentes da avaliação pelo método de equivalência patrimonial dos investimentos são registrados na conta de Resultado de Equivalência Patrimonial, conforme o quadro abaixo:

Ajustes decorrentes da avaliação pelo método de equivalência patrimonial dos investimentos	R\$ milhões		
	2015	2014	2013
Controladora	(2.422)	54	(3)
Consolidado	(2.475)	(70)	(117)

As participações societárias diretas, avaliadas pelo método de equivalência patrimonial da BRADESPAR são demonstradas a seguir:

Empresas	Quantidade de Ações Possuídas (em mil)	Quantidade de Cotas Possuídas (em mil)	Participação no Capital Social %	Total do Investimentos - R\$ milhões		
	ON			31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
ANTARES <sup>(1)</sup>	-	323	100,00	909	1.076	1.123
VALEPAR <sup>(1) (2)</sup>	276	-	17,44	8.351	8.523	8.307
<b>Total</b>				<b>9.260</b>	<b>9.599</b>	<b>9.430</b>

(1) A empresa teve suas informações referentes a 31 de dezembro de 2015 revisadas pelos mesmos auditores independentes da Bradespar; e

(2) Controlada de Controle Compartilhado.

O investimento no Consolidado está assim representado:

Empresas	Total dos Investimentos - R\$ milhões		
	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
- VALEPAR	5.008	7.212	7.399
- VALEPAR - ajuste reflexo <sup>(1)</sup>	3.343	1.311	908
<b>Total Geral</b>	<b>8.351</b>	<b>8.523</b>	<b>8.307</b>

(1) Ajustes de avaliação patrimonial, conforme Lei nº 11.638/07 e CPCs 2 e 8, que são registrados em contrapartida ao patrimônio líquido.

**b) desde que já divulgada, indicar a aquisição de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que devam influenciar materialmente a capacidade produtiva do emissor**

Não foram divulgadas a aquisição de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que devam influenciar materialmente nossa capacidade produtiva.

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

***c) novos produtos e serviços, indicando: i) descrição das pesquisas em andamento já divulgadas; ii) montantes totais gastos pelo emissor em pesquisas para desenvolvimento de novos produtos ou serviços; iii) projetos em desenvolvimento já divulgados; iv) montantes totais gastos pelo emissor no desenvolvimento de novos produtos ou serviços***

Não há novos produtos e serviços no plano de negócios da Companhia.

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

Não existem outros fatores que influenciaram de maneira relevante o desempenho operacional e que não foram mencionados nesta seção.