

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

Nayana Reiter

**AS REUNIÕES PÚBLICAS COMO IMPORTANTE FERRAMENTA DE
RELAÇÕES COM INVESTIDORES:
Um Estudo de Evento sobre as Reuniões APIMEC**

Porto Alegre
2009

Nayana Reiter

**AS REUNIÕES PÚBLICAS COMO IMPORTANTE FERRAMENTA DE
RELAÇÕES COM INVESTIDORES:
Um Estudo de Evento sobre as Reuniões APIMEC**

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em
Administração.**

Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy.

Porto Alegre
2009

Nayana Reiter

**AS REUNIÕES PÚBLICAS COMO IMPORTANTE FERRAMENTA DE
RELAÇÕES COM INVESTIDORES:**

Um Estudo de Evento sobre as Reuniões APIMEC

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em
Administração.**

Conceito Final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Orientador – Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, à Fundação de Amparo à Pesquisa do Rio Grande do Sul (FAPERGS) pelo apoio financeiro para a realização desta pesquisa, através de bolsa de iniciação científica.

À Gerente Administrativa da APIMEC Nacional, Sra. Selma Catto, pela pronta colaboração e auxílio na coleta dos dados referentes aos eventos realizados pelas regionais da entidade.

Ao Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy por todo o suporte, incentivo e aprendizado no decorrer deste trabalho.

E, em especial, à minha mãe, Nair, e ao meu namorado, André, pela compreensão, carinho e dedicação para que fosse cumprida mais esta importante etapa da minha vida.

*“Investir é apenas escolher boas ações em bons momentos
e mantê-las enquanto forem boas empresas.”
Warren Buffett*

RESUMO

As apresentações gerenciais das companhias de capital aberto em reuniões públicas oferecem ao mercado um importante canal de divulgação das informações corporativas. Nestes eventos, tanto analistas de mercado quanto investidores individuais podem questionar a empresa diretamente sobre os mais diversos aspectos estratégicos e operacionais da companhia. Tais questionamentos geram importantes informações e impressões que auxiliam os participantes em suas decisões de investimento. O objetivo deste trabalho é avaliar as possíveis reações dos investidores do mercado acionário às apresentações gerenciais de empresas brasileiras em reuniões públicas organizadas pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC. Utilizando a metodologia de estudo de evento, foram analisados os retornos anormais das ações de 90 empresas brasileiras que realizaram 386 reuniões nas regionais da APIMEC do Distrito Federal, de Minas Gerais, do Nordeste, do Rio de Janeiro e da região Sul. Depois de efetuados os cálculos dos retornos e o teste t de significância estatística com a amostra total, foram realizadas diversas segmentações a fim de verificar a existência de particularidades no comportamento dos retornos anormais nos grupos de eventos. Muitos dos segmentos escolhidos apresentaram significância estatística em vários dias da janela de evento. Destacam-se os retornos anormais cumulativos médios encontrados no intervalo que abrange os dois dias seguintes a realização do evento, os quais apresentaram valores positivos e significativos tanto para a amostra completa como para muitos dos grupos de segmentação. Esses resultados indicam que, em geral, o mercado reage positivamente à realização das reuniões APIMEC no curto prazo.

Palavras-chave: reuniões públicas; APIMEC; relações com investidores; estudo de evento.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Divisão de eventos por regional	51
Gráfico 2 – Perfil de AR e CAR para a amostra completa	54
Gráfico 3 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2007	57
Gráfico 4 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2008	57
Gráfico 5 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2009	58
Gráfico 6 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2005	58
Gráfico 7 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2006	59
Gráfico 8 – Perfil de AR e CAR para a regional do NE.....	62
Gráfico 9 – Perfil de AR e CAR para a regional do DF.....	62
Gráfico 10 – Perfil de AR e CAR para a regional de MG	63
Gráfico 11 – Perfil de AR e CAR para a regional do RJ.....	64
Gráfico 12 – Perfil de AR e CAR para a regional Sul	64
Gráfico 13 – Perfil de AR e CAR para o setor de construção.....	67
Gráfico 14 – Perfil de AR e CAR para o setor de transporte	67
Gráfico 15 – Perfil de AR e CAR para o setor “outros”	68
Gráfico 16 – Perfil de AR e CAR para o setor de energia elétrica.....	68
Gráfico 17 – Perfil de AR e CAR para o setor de finanças e seguros	69
Gráfico 18 – Perfil de AR e CAR para o setor de indústria.....	69
Gráfico 19 – Perfil de AR e CAR para o setor de informação.....	70
Gráfico 20 – Perfil de AR e CAR para o setor de mineração e petróleo.....	70
Gráfico 21 – Perfil de AR e CAR para as primeiras reuniões	73
Gráfico 22 – Perfil de AR e CAR para as segundas reuniões	73
Gráfico 23 – Perfil de AR e CAR para as ações ordinárias.....	76
Gráfico 24 – Perfil de AR e CAR para as ações preferenciais.....	76

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Descrição da amostra: Empresa/Setor/Ibovespa/Eventos	47
Tabela 2 - Divisão dos eventos por setores	49
Tabela 3 - Divisão por anos: Eventos/Empresas/Média de participantes	50
Tabela 4 - Divisão por anos: Eventos/Empresas/Média participantes	50
Tabela 5 - Participantes por regional	51
Tabela 6 – Eventos por classe de ação.....	51
Tabela 7 – Resultados de AR para a amostra completa.....	52
Tabela 8 – Resultados de CAR para a amostra completa	53
Tabela 9 – Resultados de AR segmentados por ano	55
Tabela 10 – Resultados de CAR segmentados por ano	56
Tabela 11 – Resultados de AR segmentados por regional	60
Tabela 12 – Resultados de CAR segmentados por regional.....	61
Tabela 13 – Resultados de AR segmentados por setor.....	65
Tabela 14 – Resultados de CAR segmentados por setor	66
Tabela 15 – Resultados de AR segmentados pela ordem da reunião.....	71
Tabela 16 – Resultados de CAR segmentados pela ordem da reunião	72
Tabela 17 – Resultados de AR segmentados pelas classes de ações.....	74
Tabela 18 – Resultados de CAR segmentados pelas classes de ações	75

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	11
1	DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO	13
2	JUSTIFICATIVA	15
3	OBJETIVOS	16
3.1	OBJETIVO GERAL	16
3.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	16
4	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	17
4.1	RELAÇÕES COM INVESTIDORES.....	17
4.1.1	Surgimento da função de relações com investidores	18
4.1.1.1	Desenvolvimento das relações com investidores no Brasil.....	19
4.1.2	Atribuições de relações com investidores	20
4.1.3	Relações com investidores e governança corporativa	21
4.1.3.1	Assimetria informacional.....	21
4.1.3.2	<i>Disclosure</i>	21
4.1.4	Papel, valor e custos das relações com investidores	23
4.1.5	Públicos de relações com investidores	26
4.1.5.1	Analistas de <i>buy side</i>	27
4.1.5.2	Analistas de <i>sell side</i>	28
4.1.5.3	Investidores individuais	29
4.1.5.4	Público interno	29
4.1.6	Ferramentas de relações com investidores	30
4.1.6.1	Reuniões e apresentações públicas	31
4.1.6.1.1	<i>Preparação para as reuniões públicas</i>	33
4.1.6.1.2	<i>Regulamentação das reuniões públicas</i>	35
5	A APIMEC	38
5.1	BREVE HISTÓRICO E OBJETIVOS.....	38
5.2	REGIONAIS DA APIMEC	38
5.3	REUNIÕES APIMEC.....	39
6	METODOLOGIA	41
6.1	ESTUDO DE EVENTO	41

6.1.1	As etapas do Estudo de Evento	42
6.1.1.1	Definição do evento de estudo e seleção da amostra.....	42
6.1.1.2	Mensuração dos retornos anormais e procedimento de estimação	43
6.1.1.3	Procedimento de teste	44
7	HIPÓTESES	45
8	DESCRIÇÃO DA AMOSTRA	46
9	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	52
9.1	SEGMENTAÇÃO POR ANO.....	55
9.2	SEGMENTAÇÃO POR REGIONAL.....	59
9.3	SEGMENTAÇÃO POR SETOR.....	65
9.4	SEGMENTAÇÃO PELA ORDEM DAS REUNIÕES NO TRIMESTRE.....	71
9.5	SEGMENTAÇÃO POR CLASSE DE AÇÕES.....	74
10	CONCLUSÕES.....	77
	REFERÊNCIAS	80
	ANEXO - LISTA COMPLETA DE EVENTOS DA AMOSTRA FINAL	84

INTRODUÇÃO

A qualidade e a quantidade das informações prestadas pelas empresas aos investidores é fator determinante nas decisões de investimento tomadas pelos agentes do mercado acionário. A oferta de transparência (*disclosure*) das informações corporativas é parte importante do melhor processo de governança corporativa e da obtenção do valor justo para os ativos negociados. As apresentações gerenciais em reuniões públicas realizadas por empresas de capital aberto constituem um importante instrumento de divulgação das informações corporativas. A assimetria informacional entre os *insiders* – gestores – e os *outsiders* – investidores – é reduzida com a maior divulgação destas informações empresariais.

Outra característica importante na divulgação das informações empresariais é o momento em que elas são divulgadas. Será tão mais eficiente se a informação for disseminada para muitos no mesmo momento garantindo que nenhum terá benefício temporal no recebimento da informação. As reuniões públicas com analistas tendem a garantir tais efeitos. Os analistas são parte importante na disseminação da informação para todos os tipos de investidores participantes deste mercado.

O presente estudo visa verificar as reações dos preços das ações às apresentações gerenciais de empresas brasileiras de capital aberto em reuniões públicas organizadas pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - APIMEC. Conforme Holland e Doran (1998), as reuniões públicas são uma fonte única de informação para os investidores sobre a estratégia da companhia, a personalidade dos executivos e a qualidade da administração. Estes eventos são, portanto, fontes de informações e de impressões para os agentes do mercado sobre a companhia e sua gerência.

Pesquisa prévia realizada por Comerlato e Terra (2008) sobre as reuniões APIMEC realizadas em São Paulo entre 1997 e 2001 indicou que, em geral, tais eventos não promoveram retornos anormais significativos no período. O presente estudo diferencia-se do realizado por estes autores em relação ao período de análise, que é mais recente, e aos locais de organização dos eventos, que abrangem outros centros financeiros do país.

Nos resultados encontrados neste trabalho, destacam-se os retornos anormais cumulativos médios encontrados no intervalo que abrange os dois dias seguintes a realização do evento. Esses resultados indicam que, em geral, o mercado reage positivamente à realização das reuniões APIMEC no curto prazo.

A principal contribuição deste estudo é evidenciar a importância das reuniões públicas como ferramenta de comunicação voluntária reconhecida pelos investidores do mercado de capitais brasileiro. Os impactos nos preços das ações indicam que tais eventos têm importância informacional para o mercado.

O desenvolvimento deste trabalho tem a seguinte organização: no capítulo 1, é apresentada a definição do tema de estudo; no capítulo 2, sua justificativa e relevância; no capítulo 3, os objetivos gerais e específicos deste estudo; no capítulo 4, é realizada uma breve descrição da associação que promove as reuniões que constituem o tema central deste estudo – a APIMEC; no capítulo 5, é apresentada uma revisão da literatura pertinente; no capítulo 6, é descrita a metodologia a ser utilizada nas partes subsequentes da pesquisa; no capítulo 7, é apresentada a hipótese nula e alternativa a ser testada neste trabalho; no capítulo 8, é descrita a amostra utilizada; no capítulo 9, são analisados os resultados encontrados; e, finalmente, no capítulo 10, são apresentadas as principais conclusões e as implicações deste trabalho para o mercado acionário brasileiro.

1 DEFINIÇÃO DO TEMA DE ESTUDO

Diante da crescente exigência dos agentes do mercado de capitais por informações e transparência corporativa, o desenvolvimento de estruturas nas empresas para o atendimento das demandas dos investidores e analistas começou a ganhar destaque no Brasil na década de 80. A função de relações com investidores (RI) acompanhou este processo, ganhando maior relevância com a criação do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores em 1997. Segundo Soares (2008), a tendência atual é de crescimento e expansão da função de RI, tornando-a não só estratégica, como indispensável à manutenção da competitividade das empresas de capital aberto no cenário nacional e internacional.

Neste cenário, as ferramentas de comunicação voluntária entre a empresa e seus investidores ganharam importância, tais como: *releases* de resultados trimestrais, teleconferências, reuniões públicas ou individuais, apresentações em diversos tipos de conferências, visitas às áreas fabris da companhia, entre outras. Neste estudo, concede-se destaque especial às apresentações gerenciais em reuniões públicas organizadas pela APIMEC. Tais eventos se caracterizam como uma importante oportunidade de contato direto entre gerência da companhia e o mercado.

As reuniões tendem a melhorar o entendimento dos agentes sobre a empresa e, se bem conduzidas, podem produzir efeitos positivos no reconhecimento das oportunidades e características da companhia pelo investidor. Porém, ainda sabe-se muito pouco sobre as reações do mercado a estes eventos. Tais reações podem ser expressas através de movimentos nas cotações das ações ou na liquidez do papel no mercado acionário.

É importante lembrar que a organização de reuniões acarreta diversos custos para as empresas, além do tempo de alguns de seus principais executivos. Desta forma, torna-se importante a correta mensuração dos efeitos e do valor desta ferramenta de comunicação voluntária com o mercado para auxiliar as companhias no melhor emprego de seus recursos.

O presente trabalho visa, então, verificar as possíveis reações, em termos de retorno das ações, dos investidores do mercado acionário brasileiro às

apresentações gerenciais por parte de empresas negociadas na BOVESPA em reuniões públicas organizadas pela APIMEC.

2 JUSTIFICATIVA

Espera-se que o presente estudo incentive e auxilie as equipes de relações com investidores das empresas brasileiras a se aproximarem de seus públicos-alvo de uma forma cada vez mais eficaz. Verificando as reações dos preços das ações às reuniões públicas, busca-se, além de contribuir para a geração de conhecimento teórico sobre esta importante ferramenta de relações com investidores, colaborar para que as companhias brasileiras de capital aberto conheçam melhor os efeitos da promoção destes eventos no mercado e, assim, aloquem seus recursos e esforços da maneira mais eficiente possível.

As companhias que fazem parte do chamado Novo Mercado, criado pela Bovespa em 2000 para empresas com nível diferenciado de governança corporativa, têm de realizar reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano. Diversas empresas escolhem a APIMEC como realizadora destes eventos pela credibilidade da associação como facilitadora e orientadora no repasse de informações entre empresas, profissionais de investimentos e investidores. Os resultados obtidos através deste estudo tornam-se, portanto, do interesse de todas as empresas de capital aberto brasileiras preocupadas em envidar seus melhores esforços em termos de governança corporativa e *disclosure*.

Cabe lembrar que o desenvolvimento das relações com investidores no Brasil trata-se de um fenômeno recente. Poucos são os estudos nesta área específicos para o mercado brasileiro. A vasta literatura estrangeira sobre relações com investidores, principalmente a norte-americana, quando comparada ao pequeno número de publicações brasileiras mostra o quanto esta área ainda tem a evoluir no país. Acredita-se que o aprimoramento das relações com investidores no Brasil é vital para o crescimento do mercado de capitais e para o desenvolvimento econômico brasileiro. Este instrumento ajudará nesta importante tarefa.

3 OBJETIVOS

3.1 OBJETIVO GERAL

Este trabalho visa verificar as possíveis reações, em termos de retorno das ações, dos investidores do mercado acionário brasileiro às apresentações gerenciais de empresas negociadas na BOVESPA em reuniões públicas.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) coletar informações sobre as reuniões públicas com empresas de capital aberto brasileiras organizadas pela APIMEC;
- b) quantificar as reações do mercado a estas apresentações, em termos de retorno das ações, através de um estudo de evento;
- c) realizar segmentações da amostra, visando captar particularidades entre os grupos de eventos; e
- d) analisar e associar estes possíveis efeitos com os fatores e conceitos encontrados na fundamentação teórica.

4 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

4.1 RELAÇÕES COM INVESTIDORES

Conforme Mahoney (2007), a atividade de relações com investidores (RI) não é uma função em si: faz parte de um processo maior. As relações com investidores referem-se à compreensão das informações que capacitam os investidores a realizarem um trabalho melhor ao avaliarem a empresa. Segundo o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores - IBRI:

Relações com Investidores é o conjunto de atividades, métodos, técnicas e práticas que, direta ou indiretamente, propiciem a interação das áreas de Finanças, Contabilidade, Planejamento, Comunicação e Marketing, com o propósito de estabelecer uma ligação entre a administração da empresa, os acionistas (e seus representantes) e os demais agentes que atuam no mercado de capitais e que integram a comunidade financeira nacional ou internacional. Relações com Investidores é uma atividade estratégica de marketing corporativo que combina as disciplinas de finanças e comunicações, promovendo a disseminação de informações que possibilitem uma avaliação do desempenho atual e perspectivo da companhia.

Sendo assim, as atividades de RI tornam possível a conexão entre a empresa e o mercado de capitais. A construção de relações de qualidade com o mercado visa proporcionar aos investidores o melhor entendimento possível sobre a empresa, suas estratégias e sua operacionalização, para que estes possam tomar as decisões mais acertadas sobre as recompensas e os riscos de seus investimentos.

Do ponto de vista normativo, a Instrução CVM número 202, de 6 de dezembro de 1993, com redação dada pela Instrução CVM número 309, de 10 de junho de 1999, estabelece a necessidade e as responsabilidades do diretor de relações com investidores:

Para a companhia ser registrada na CVM, o estatuto social ou o Conselho de Administração deve atribuir a um diretor a função de relações com investidores, que poderá ou não ser exercida cumulativamente a outras atribuições executivas. O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de informações ao público investidor, à CVM e, caso a companhia tenha registro em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, a essas entidades, bem como manter atualizado o registro de companhia.

Porém, a importância das RI vai muito além da existência legal de um diretor que se responsabilize pela distribuição de informações ao mercado. Treiger (2009) afirma que a função de relações com investidores é parte estratégica da alta administração e tem como principal objetivo amplificar a credibilidade da companhia, impactando positivamente em seu valor de mercado e reduzindo seus custos de capital.

A oferta das melhores informações ao mercado é refletida no preço das ações, que atingem seu patamar justo. Tornar essas informações disponíveis ao maior número de investidores possível é a finalidade fundamental das atividades de relações com investidores.

4.1.1 Surgimento da função de relações com investidores

O primeiro departamento de relações com investidores, desenhado como área específica, foi criado nos Estados Unidos em 1953, pelo presidente da General Electric, Ralph Cordiner. Antes, a função era, geralmente, desempenhada por pessoas da área de comunicação corporativa das empresas (TREIGER, 2009).

A década de 1950 foi de grande crescimento econômico nos Estados Unidos. Os juros e inflação baixos, os bons resultados das empresas e o pagamento de bons dividendos tornaram o cenário propício para um maior desenvolvimento do mercado acionário. O número cada vez maior de investidores acompanhando as empresas tornou evidente a necessidade de melhorias e mudanças no canal de comunicação entre as companhias e o mercado.

Foi assim que as relações com investidores começaram a se desenvolver e a tomar a forma com que as conhecemos atualmente. Segundo Treiger (2009, p.13): “Nasciam, neste momento, uma nova área, uma nova especialidade e uma nova fase para o mundo corporativo”.

4.1.1.1 Desenvolvimento das relações com investidores no Brasil

A atividade de relações com investidores iniciou-se no Brasil em meados da década de 90, ainda de forma embrionária e em poucas empresas, com o objetivo de cumprir exigências meramente legais. Nesta época os departamentos de RI eram subordinados a outras áreas das organizações, tinham o nome de “Relações com o Mercado” e suas atividades eram exercidas, de forma esporádica, pelo diretor financeiro.

Segundo Treiger (2009, p. 15): “até a década de 1970, as informações sobre o desempenho das empresas eram consideradas estratégicas e mesmo sigilosas. Não havia a cultura da transparência”. Porém, ainda naquela década, alguns avanços começaram a ser sentidos. A aprovação da Lei das S.A., a criação da Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e o crescimento da importância da ABAMEC (futura APIMEC) foram fatos essenciais para o início do progresso do mercado financeiro.

Entretanto, foi na década de 1990 que o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro realmente acelerou. A abertura do mercado e da economia e o aumento do volume de investimentos nacionais e estrangeiros obrigaram as empresas brasileiras a disponibilizarem uma quantidade cada vez maior de informações e transparência ao mercado. Neste cenário, a *performance* operacional não era mais a única variável a ser considerada pelos investidores. As empresas perceberam que neste novo mercado global o valor de mercado de uma companhia aberta era um importante referencial competitivo.

Foi assim, que a partir de 1997, se inicia efetivamente a expansão da atividade de RI no Brasil, possuindo como marco a fundação do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI. Segundo o Guia IBRI-BOVESPA de Relações com Investidores (2007, p. 3):

A criação do IBRI, em junho de 1997, contribui decididamente para consolidar o trabalho dos profissionais de RI como intermediários entre as companhias e o mercado, de acordo com princípios éticos de conduta e com a permanente busca de aperfeiçoamento.

A criação das instituições de mercado e o crescimento das relações com investidores no Brasil estão intimamente ligados. De acordo com Mahoney (2007,

p.28): “Não há como separar as iniciativas das entidades e instituições do mercado de capitais do desenvolvimento da atividade de RI”. Diversas instituições atuam no mercado brasileiro atualmente, algumas delas: Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI, Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC, entre outras. Todas essas entidades, inclusive as não aqui citadas, contribuem significativamente para a evolução das atividades de relações com investidores no Brasil.

4.1.2 Atribuições de relações com investidores

Conforme Mahoney (2007), a principal atribuição das relações com investidores é manter um fluxo contínuo de informações de qualidade entre a empresa e o mercado de investimentos. Desta atribuição central ramificam-se diversas atividades básicas. Segundo Treiger (2009), as principais responsabilidades da área de RI são:

- a) atuação como porta-voz da companhia na comunicação com o mercado e com a imprensa econômica;
- b) relacionamento com os órgãos reguladores, entidades e instituições do mercado, bolsas de valores e mercados de balcão;
- c) ampliação da base acionária;
- d) avaliação contínua das respostas do mercado à atuação da companhia e promoção de reflexões internas com outras áreas da empresa;
- e) contribuição para definir a estratégia corporativa e idéias que agreguem valor;
- f) desenvolvimento da cultura de companhia aberta junto ao público interno;
- g) integração do programa de comunicação entre as diversas áreas da empresa;
- h) planejamento e execução da divulgação de informações obrigatórias e voluntárias;

- i) acompanhamento das avaliações e análises feitas sobre a companhia, bem como das condições de negociação dos valores mobiliários da empresa;
- j) coordenação e acompanhamento dos serviços aos acionistas e respectivas assembleias; e
- k) realização de reuniões públicas e individuais com analistas de investimento, acionistas e investidores potenciais.

Pode-se observar, através das diversas atribuições de RI, a abrangência multidisciplinar e a importância destas atividades para a companhia. A área de relações com investidores, cada vez mais, se caracteriza como importante órgão integrador da empresa com seu ambiente externo, validando a estratégia empresarial através de seu relacionamento com os diversos agentes do mercado.

4.1.3 Relações com investidores e governança corporativa

A governança corporativa pode ser descrita como um conjunto de regras e padrões que regulam a maneira como uma organização é administrada, com o objetivo de tornar a sua gestão o mais transparente possível perante seus acionistas, clientes, credores, fornecedores, funcionários e instituições reguladoras. Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

Através da transparência, da equidade das informações, da prestação de contas e da responsabilidade corporativa, os mecanismos de governança visam diminuir a assimetria de informações e garantir que os interesses de todos os *stakeholders*, principalmente dos acionistas, sejam respeitados.

O papel do RI e sua atuação são fundamentais para execução das boas práticas de governança corporativa. É responsabilidade do departamento de relações com investidores respeitar e assegurar o tratamento igualitário de todos os seus acionistas. As informações relevantes precisam ser divulgadas de forma

homogênea e transparente a todos os detentores de ações. Conforme Treiger (2009, p. 140):

Autores e especialistas no assunto confirmam que a percepção de boa qualidade das normas e das práticas de Governança de uma empresa influi de maneira relevante em seu Valor de Mercado e em seus custos de captação. Daí a ligação com as atividades e objetivos e RI.

O trabalho a ser desenvolvido pelo RI encontra-se intimamente ligado tanto ao desempenho financeiro da companhia quanto à sua reputação corporativa, a qual é fruto do nível de governança presente nas práticas de empresa perante todos seus *stakeholders*.

4.1.3.1 Assimetria informacional

De acordo com Brown, Finn e Hillegeist (2001), a assimetria informacional surge quando a administração da companhia possui informações relevantes que ainda não foram divulgadas ao mercado em geral, mas que podem ser obtidas de forma privilegiada por alguns acionistas ou investidores. A governança corporativa, através da promoção da equidade e da transparência das informações, pode, então, ser percebida como uma resposta às assimetrias informacionais. Conforme Procianoy e Antunes (2001, p.4):

Os gestores, na condição de insiders por serem pessoas que estão dentro da organização, possuem acesso exclusivo às informações sobre as expectativas dos fluxos de caixa futuro das empresas antes que os investidores no mercado. Esta diferença de informação corresponde a uma assimetria informacional entre estes dois grupos.

Sendo assim, gestores e administradores possuem informações que os investidores não têm, assim como os investidores possuem outro tipo de informação desconhecida pelos administradores. As reuniões públicas diminuem a assimetria informacional através da troca direta de informações entre a gerência e os participantes do mercado.

4.1.3.2 Disclosure

Segundo Souza (1995), *disclosure* é toda a divulgação deliberada de informação da companhia para o mercado, seja quantitativa ou qualitativa, requerida ou voluntária, via canais formais ou informais. De acordo com Niyama e Gomes (1996, p. 75):

Disclosure [...] diz respeito à qualidade das informações de caráter financeiro e econômico, sobre as operações, recursos e obrigações de uma entidade, que sejam úteis aos usuários das demonstrações contábeis, entendidas como sendo aquelas que de alguma forma influenciem na tomada de decisões, envolvendo a entidade e o acompanhamento da evolução patrimonial, possibilitando o conhecimento das ações passadas e a realização de inferências em relação ao futuro.

Conforme Bueno (1999, p.3): “o fundamental é que as informações sejam as mesmas para todos, a fim de que sejam evitadas práticas condenáveis de acesso às informações privilegiadas”. As reuniões públicas, como ferramenta voluntária de comunicação com o mercado, promovem o *disclosure* das informações corporativas e diminuem a assimetria informacional entre a gerência da companhia e os investidores.

Bushman, Smith e Piotroski (2004) afirmam que o *disclosure* é essencial para a avaliação das oportunidades de investimento e tem como papel principal auxiliar os investidores a alocarem seus recursos da forma mais eficiente possível diante das inúmeras opções disponíveis no mercado. Desta forma, o *disclosure* voluntário promovido durante as reuniões torna-se um instrumento importante de diferenciação entre as empresas na busca da atenção dos investidores.

4.1.4 Papel, valor e custos das relações com investidores

O papel do departamento de RI pode ser visto como o de um administrador pró-ativo de uma carteira de relacionamentos que cria real valor para a empresa. Conforme Falcão e Stefano (2007, p.22):

Como o centro da negociação que administra o fluxo das informações para construir valor para um crescente número de relacionamentos corporativos vitais, o novo RI deveria redefinir o seu título como sendo o “Orquestrador de Informações e Relacionamentos”.

Deephouse e Wiseman (2000) complementam esse conceito, sugerindo que assim como o relacionamento com clientes, fornecedores e consumidores, as relações com os investidores e a reputação da empresa constituem recursos intangíveis, capazes de aumentar a habilidade da empresa de superar seus concorrentes em termos de criação de valor de longo prazo. Sendo assim, o papel do RI deve ser o de criar um círculo de influência, aumentando a visibilidade da empresa através do relacionamento com analistas, mídia e investidores (BUSHEE & MILLER, 2007).

Tais relacionamentos são baseados na confiança, principal ativo das relações com investidores. A responsabilidade do RI é assegurar que esta confiança seja desenvolvida e fortalecida, aumentando o padrão de reputação corporativa da companhia e, conseqüentemente, o seu valor. O RI e a empresa que satisfizerem as necessidades dos seus investidores alcançarão a excelência nos relacionamentos (FALCÃO & STEFANO, 2007).

As relações com investidores são parte importante da estrutura de geração de valor de uma empresa. De acordo com Mahoney (2007), o RI executa o papel de assessor da equipe executiva da empresa, fornecendo informações de como o mercado avalia a empresa e auxiliando a cúpula administrativa a formular estratégias em um contexto de melhor geração de valor para o acionista.

Uma política de RI efetiva promove a valorização também através da diferenciação competitiva que constrói. Segundo Soares e Tucci (2003, p.7):

[...] efetivamente abertas, que vêem no mercado de capitais uma fonte permanente de captação de recursos, têm dado cada vez mais importância à forma de se comunicar com o universo dos investidores. O valor de mercado das companhias abertas espelha cada vez mais o referencial competitivo, pois, quanto maior este for, maior será a capacidade de a empresa obter recursos a baixo custo, viabilizando, assim, novas operações e investimentos.

Porém, há que se ter cuidado com a utilização eficiente dos recursos de relações com investidores. O desenvolvimento destas atividades gera custos para a empresa, como tarifas de passagens aéreas, diárias de hotéis, taxas de promoção e organização de eventos, entre outros. Não esquecendo o mais importante: demandam tempo de alguns dos principais executivos da organização, geralmente: o Diretor de Relações com Investidores, o CFO e o CEO. Segundo estudo conduzido por Hong e Huang (2003), para empresas pequenas ou recém-listadas as

atividades de RI chegam a exigir, aproximadamente, de 20 a 25% do tempo do CEO e 50% do tempo do CFO.

Hong e Huang (2003) ainda destacam o fato de que os custos das atividades de RI são pagos por todos os acionistas. Portanto, o cuidado com estas despesas é obrigação ética da empresa, devendo fazer parte do rol das práticas de boa governança corporativa da companhia.

Sendo assim, é extremamente importante que o valor e a demanda pelas atividades de relações com investidores sejam corretamente mensurados, evitando custos desnecessários para a empresa. Conforme Mahoney (2007, p. 55):

Aparentemente, os profissionais de RI se comportam como se sempre houvesse algo mais a ser feito – mais reuniões com investidores, mais *road shows*, mais comunicados à imprensa mais atividades referentes ao público-alvo, mais programas de varejo. Talvez esse não seja o caso. Esses esforços adicionais podem resultar em desperdício de dinheiro e tempo dos executivos, praticamente sem agregar nenhum valor em termos de aumento de interesse do mercado e preço da ação. É útil saber quando suficiente é de fato, suficiente.

Neste cenário, torna-se muito importante medir o valor das relações com investidores. Métodos de mensuração vêm sendo estudados por décadas, visando identificar as contribuições das atividades para os negócios e melhorá-las (MAHONEY, 2007).

Um possível método de avaliação dos retornos das atividades de relações com investidores é o reflexo destas nos preços das ações. Há que se levar em conta que o preço das ações é fruto de uma série de fatores, como desempenho operacional e financeiro da empresa, que estão fora do controle dos profissionais de RI. Porém, as relações com investidores são parte importante da equação de formação de preço das ações, já que utilizam o poder da informação para ajudar a criar um mercado bem informado, capaz de atribuir um valor justo às ações.

Para Brennan e Tamarowski (2000), a relação entre o RI e o preço das ações é indireta. Como o retorno requerido para uma ação é determinado pela sua liquidez, através da redução do custo da informação para o mercado, para analistas em particular, a empresa pode reduzir seu custo de capital e aumentar o preço de suas ações.

Obviamente, a informação é o ingrediente básico nessa receita para valorizar os títulos de uma empresa de forma justa, porém, o que interessa é a qualidade e não necessariamente a quantidade de informação. De acordo com Mahoney (2009,

p.14): “A informação leva ao entendimento do valor intrínseco da empresa. Enquanto as estratégias, iniciativas e programas bem implementados criam valor, a informação permite que essas atividades sejam entendidas”.

Convém lembrar que as expectativas governam o preço das ações. Se o desempenho financeiro de uma empresa em relação aos seus concorrentes é semelhante, assim como seus índices de mercado, receitas, valor contábil e fluxo de caixa, porém, o preço de suas ações é substancialmente inferior, é provável que as expectativas do mercado em relação à empresa sejam menores. Conforme Falcão e Stefano (2007, p.21):

Quando o preço da ação não está num nível justo pela perspectiva da empresa, não significa necessariamente que o mercado esteja errado na sua precificação, mas pode também significar que a empresa não entende a perspectiva do mercado.

Segundo Mahoney (2007), nestes casos o departamento de RI deve questionar investidores, analistas e corretores. Talvez haja falta de informação ou de confiança que indiquem a necessidade de melhores informações, o estabelecimento de relações e algumas ações voltadas ao público investidor. Um bom exemplo de atitude que estreita o relacionamento entre os investidores e a companhia, aumentando o nível de confiança, é a promoção de reuniões públicas. Nestes eventos, os investidores podem ouvir e questionar pessoalmente a gerência sobre os mais diversos aspectos da organização.

4.1.5 Públicos de relações com investidores

Cabe ao RI atender a um público composto principalmente pelos seguintes grupos:

- a) analistas de investimentos (*sell side*);
- b) investidores institucionais (*buy side*);
- c) investidores individuais (pessoas físicas);
- d) jornalistas da área econômica;
- e) órgãos regulamentadores;

- f) público interno: conselho de administração e demais executivos e funcionários; e
- g) público acadêmico em geral.

O departamento de RI deve identificar as demandas específicas destes grupos e atendê-las de forma diferenciada. Cada tipo de público exigirá um enfoque em comunicação diferente, de acordo com seus objetivos. É papel do RI desenvolver técnicas e abordagens para cada um destes públicos, pois todos eles necessitam de informação e podem influenciar na visão do mercado sobre a empresa.

4.1.5.1 Analistas de *buy side*

Os analistas de *buy side* são basicamente os analistas e gestores de fundos de investimentos, fundos de pensão, seguradoras, *hedge funds*, administradores de carteiras (*asset managers*) e bancos. São, portanto, profissionais que atuam na ponta compradora, administrando recursos que, geralmente, não os pertencem.

Segundo Treiger (2009), os analistas de *buy side* constituem o público prioritário e especial de RI. A importância deste público provém da influência que possuem sobre o valor das ações no mercado. Conforme o Guia IBRI-BOVESPA de Relações com Investidores (2007, p.41): “[...] seus movimentos de compra, quando associados a grandes fundos, podem afetar as oscilações e tendências do mercado”. A atração de um grande investidor institucional pode acarretar uma alta no valor das ações da companhia, assim como sua saída da carteira de acionistas pode levar a quedas significativas.

O desenvolvimento do relacionamento com tais profissionais, em geral, exige o contato direto com a alta gerência da companhia. De acordo com Mahoney (2009), o principal benefício do contato direto entre a empresa e os analistas de *buy side* é a capacidade de influenciar as informações, transmitir as mensagens principais e responder as mais importantes perguntas dos investidores. Bushee e Miller (2007) corroboram esta idéia afirmando que a comunicação direta com os analistas de *buy side* é crucial para criar uma base estável de investidores sofisticados com a

habilidade de entender a empresa. As reuniões tanto individuais quanto públicas configuram-se como excelentes oportunidades de melhorar a comunicação entre os analistas e a gerência.

4.1.5.2 Analistas de *sell side*

Os analistas de *sell side* atuam em bancos e corretoras de valores, prospectando investimentos e recomendando a compra ou venda de ações, através de relatórios elaborados para seus clientes. Estes profissionais estão na ponta vendedora, recebendo as ordens de negociação do *buy side* e as executando. Sua função, portanto, é de um intermediário cuja principal função é vender títulos aos investidores.

Tais profissionais também constituem um dos principais públicos de RI. Segundo Treiger (2009), os analistas de *sell side* são agentes da informação que ajudam a companhia a precificar corretamente suas ações no mercado. Além disso, exercem importante função no aumento da liquidez dos papéis das empresas que cobrem, estimulando a compra e venda de suas ações.

A demanda de informação dos analistas de *sell side* tende a ser mais específica e focada em dados pontuais. Conforme o Guia IBRI-BOVESPA de Relações com Investidores (2007, p.42): “os analistas que atuam como *sell side* buscam o máximo de *disclosure* da companhia e, assim como acontece no *buy side*, também exigem contato com a alta gerência”.

Novamente, a realização espontânea de eventos para o mercado aparece como elemento importante na comunicação com os públicos-alvo de RI. Segundo Treiger (2009, p.43): “No Brasil, existe um canal especialmente útil e muito eficiente para atender aos analistas do *buy side* e do *sell side*, ganhando em exposição e maior cobertura: as reuniões da atual APIMEC”.

4.1.5.3 Investidores individuais

Os investidores individuais são pessoas físicas que investem, de forma independente, suas economias no mercado de capitais. Devido ao baixo montante de recursos que movimentam se comparado ao dos investidores institucionais, sua importância está ligada essencialmente ao aumento na liquidez dos papéis da companhia, provocado por suas inúmeras movimentações de compra e venda. Segundo o Guia IBRI-BOVESPA de Relações com Investidores (2007, p.44): “sua participação é essencial para ampliar a base acionária da companhia e a consistência do mercado”.

Os principais canais de comunicação da área de RI com este público são as reuniões públicas periódicas, o *website* de relações com investidores e a imprensa especializada. Dificilmente estes investidores conseguirão contato direto com a alta gerência através de encontros individuais, conseqüentemente, as reuniões públicas tornam-se um meio de comunicação muito importante para este público.

4.1.5.4 Público interno

Segundo o Guia IBRI-BOVESPA de Relações com Investidores (2007), a disseminação da cultura de capital aberto entre os diversos níveis de público interno é uma das tarefas prioritárias da área de RI. Direcionando o comportamento dos demais colaboradores no que diz respeito aos conceitos de ética e transparência, o RI contribui para aprimorar o relacionamento da empresa com a comunidade de investidores.

Além disso, a interação com os demais departamentos da organização, como jurídico, contabilidade, controladoria, relações públicas, recursos humanos e produção, é extremamente importante para a coleta de informações internas e para o domínio de todos os aspectos do negócio. A síntese desse processo é dada por Treiger (2009, p. 23):

Tudo funciona como uma engrenagem que se autoalimenta: o RI precisa de informações de todas as áreas internas e, em especial, da alta administração, que, por sua vez, pode ter nesse profissional a chave, o acesso e a capacidade disponível para disseminar e captar informações de seu interesse.

O ciclo então se fecha quando além de se relacionar com os mais diversos agentes do mercado externo, o departamento de RI consegue também estabelecer uma relação extremamente próxima com todas as áreas da empresa. Essa relação concede inúmeros benefícios aos investidores, que passam a ter informações cada vez mais acuradas e precisas, e à empresa que passa a tomar o máximo proveito do *feedback* recebido do mercado.

4.1.6 Ferramentas de relações com investidores

As empresas possuem diversos veículos de comunicação disponíveis para atingir seus diferentes públicos de RI, são eles:

- a) comunicados de resultados trimestrais;
- b) comunicados de mercado sobre eventos relevantes;
- c) teleconferências;
- d) apresentações e reuniões, públicas ou individuais;
- e) fact books;
- f) relatório anual;
- g) relatórios de pesquisa de analistas;
- h) revistas, boletins e relatórios periódicos;
- i) artigos e perfis de empresas abertas inseridos em publicações do setor;
- j) apresentações em vídeo; e
- k) site de relações com investidores.

Segundo estudo conduzido por Procianny e Rocha (2002), a realização de reuniões, com 76,9% das respostas, a elaboração de publicações informativas, com 64,6%, e a realização de apresentações, 61,5%, são os principais serviços prestados pelos departamentos de relações com investidores das empresas brasileiras.

4.1.6.1 Reuniões e apresentações públicas

As reuniões públicas são uma ferramenta de relações com investidores cada vez mais significativa diante da busca crescente por melhores práticas de governança corporativa. Segundo Merton (1987), investidores apenas investem em ações que conhecem. As variações resultantes do grau de conhecimento do investidor influenciam o preço de equilíbrio da ação. Sendo assim, um programa de relações com investidores bem controlado e organizado pode despertar o interesse em investir na companhia (CRAVEN & MARSTON, 1997).

Conforme Comerlato e Terra (2008), as reuniões públicas possibilitam à gerência da companhia revelar pessoalmente informações sobre seus produtos; suas operações, principais clientes e fornecedores; seus resultados e perspectivas futuras; sua visão macroeconômica do setor em que atua; e sobre os rumos da economia do país e em âmbito global. Para as empresas esse contato direto também é imprescindível, pois as reuniões são boas oportunidades de receber um *feedback* dos investidores, ter uma idéia do sentimento do mercado, obter conhecimento e construir a lealdade dos investidores (MARSTON, 1997).

Lehavy e Sloan (2005) sugerem que a visibilidade impacta mais no preço da ação do que os próprios fundamentos da empresa. Segundo teste empírico conduzido por estes mesmos autores, o reconhecimento do investidor explica 9,3% das variações nos retornos das ações, enquanto notícias de fluxo de caixa explicam apenas 4,6%. Tais dados reiteram a importância de eventos, como as reuniões públicas, que aumentam a visibilidade das companhias de capital aberto. A visibilidade é uma variável não-financeira que pode afetar a liquidez e o preço dos papéis da companhia (BUSHEE & MILLER, 2007; BRENNAN & TAMAROWSKI, 2000).

Reuniões públicas são eventos economicamente significativos em termos de informação e têm um papel importante na interação da empresa com os participantes de mercado (BUSHEE, JUNG & MILLER, 2009). Barker (1998) afirma que os investidores classificam as reuniões como a fonte mais importante de informação disponível e sugere que as reuniões com investidores são de central importância para a determinação do preço das ações. Lehavy e Sloan (2005)

corroboram esta idéia afirmando que eventos que aumentam o reconhecimento do investidor levam a aumentos no valor da ação.

A elevada importância que os participantes do mercado atribuem às reuniões públicas deriva do fato destas constituírem-se em uma ótima oportunidade de conhecer melhor a empresa e seus executivos. Esse contato ocorre de uma maneira única, que não se faz possível apenas pela comunicação formal escrita. Conforme Mahoney (2007, p.305-306):

As reuniões dão aos investidores e analistas oportunidades para perguntar suas maiores dúvidas, iniciar um diálogo, ler a “linguagem corporal” de um executivo à medida que a discussão ocorre, avaliar a inteligência e a honestidade do CEO, além de seu domínio do setor e do negócio, separar fato da ficção.

Ou seja, as reuniões públicas abrem espaço para o questionamento sobre as diversas informações apresentadas sobre a companhia. Tais perguntas feitas diretamente aos profissionais de RI e aos demais diretores permitem a consideração, por parte de analistas e investidores, de fatores subjetivos, porém muito importantes em suas decisões de investimento.

Desta forma, reuniões bem organizadas e que forneçam informação de qualidade podem influenciar nas análises de investimento de seus participantes, fazendo com estes decidam iniciar ou aumentar sua posição acionária na empresa. O contrário também é possível, reuniões mal conduzidas podem gerar impressões negativas e desencorajar investimentos. Reuniões que não vão bem ou *feedbacks* ruins podem indicar que mudanças precisam ser feitas dentro companhia, promovendo a reorganização e a racionalização de certos processos. (ROBERTS *et al.*, 2006). É importante, então, que os profissionais de RI dediquem parte significativa de seu tempo na elaboração das apresentações para as reuniões, pois esta atividade é definitivamente capaz de agregar valor aos investidores.

As reuniões públicas constituem importante ferramenta de comunicação do RI com seus mais diversos públicos. Analistas de *buy side* e de *sell side* privilegiam-se da oportunidade de realizar perguntas diretamente à alta gerência e de obter impressões subjetivas, assim como o investidor individual de apreciar um panorama mais completo graças à opinião e às questões levantadas pelos analistas.

Estudos sobre os efeitos das reuniões públicas no mercado são de certa forma recentes. Bushee, Jung e Miller (2009), através de pesquisa realizada com uma amostra contendo 95.105 apresentações de empresas americanas realizadas

em conferências de mercado entre 1999 e 2007, constataram que reuniões públicas em conferências impactam o mercado tanto no curto quanto no longo prazo. Os resultados encontrados indicaram impactos significativos nos retornos das ações, na carteira de acionistas, no volume negociado e na cobertura de analistas.

Segundo pesquisa realizada por Demos e Marston (2009) com analistas de mercado e empresas listadas na bolsa de Atenas, todos os tipos de reuniões públicas e conferências são ferramentas muito práticas e econômicas de comunicação, especialmente nos mercados emergentes. Estas ferramentas podem ser muito efetivas para aumentar a visibilidade, a atenção, o conhecimento, a demanda pelas ações e a liquidez dos papéis da companhia.

Já no âmbito nacional, Comerlato e Terra (2008) investigaram os possíveis efeitos das apresentações gerenciais em reuniões organizadas pela APIMEC na cidade de São Paulo, entre os anos de 1997 e 2001. Foi analisado o comportamento dos retornos anormais das ações de 91 empresas brasileiras que promoveram 247 apresentações. O resultado obtido indicou que, em geral, tais eventos não promoveram retornos anormais significativos no período analisado.

4.1.6.1.1 *Preparação para as reuniões públicas*

O trabalho na preparação para as reuniões é contínuo para a equipe de RI. Trata-se de um ensaio, onde a maioria do esforço está em antecipar as necessidades dos investidores e construir uma apresentação da empresa de acordo, tornando a companhia atrativa para o investidor alvo (ROBERTS *et al.*, 2006).

A elaboração da apresentação é, então, parte essencial da preparação para uma reunião pública. De acordo com Mahoney (2007), a elaboração das apresentações é uma das atividades de RI que agrega valor, compreendendo temas que variam da oferta de pouco valor à prestação de valor significativo aos participantes.

Conforme Treiger (2009, p.79): “Uma apresentação de RI precisa ser atraente. Mais do que entreter a platéia, o RI deve despertar interesse real naquilo que está sendo mostrado: a empresa na qual trabalha, o produto que ele vende”.

Para isso um bom domínio do público e certa dose de criatividade tornam-se muito importantes.

Em termos de conteúdo, a apresentação deve abranger diversos aspectos considerados relevantes pelo mercado. Segundo o Guia IBRI-BOVESPA de Relações com Investidores (2007, p.25):

Os profissionais de RI devem providenciar uma apresentação detalhada, objetiva e impecável dos resultados da companhia; suas principais iniciativas nas diversas áreas, lançamentos de produtos; mudanças de estratégia; tendências setoriais; questões regulatórias e de legislação; dados sobre a governança corporativa; responsabilidade social e ambiental; investimentos; política de distribuição de dividendos e demais aspectos conjunturais e institucionais que tenham contribuído para o desempenho, bem como suas perspectivas.

Apesar do grande número de informações consideradas relevantes que a apresentação deve conter não se recomenda que esta seja demasiadamente extensa, o que pode cansar a platéia. Gráficos e outros tipos de ilustrações geralmente são utilizados para tornar a apresentação mais leve e prender a atenção do público.

A maneira de apresentar informações também pode fazer diferença sobre como elas serão captadas. Segundo os psicólogos econômicos Kahneman e Tversky (1981), este fenômeno é chamado de *framing effects*, e acontece quando determinado viés da informação é enfatizado, empregando-se uma linguagem diferente. Assim, é privilegiada uma porção da informação, deixando-se de lado o restante.

Após a apresentação em si, inicia-se a sessão de perguntas e respostas. Além de preparar a apresentação propriamente dita, também é preocupação da equipe de RI estudar as possíveis perguntas e preparar-se para respondê-las de forma concisa e clara.

Para as empresas uma boa reunião é aquela onde todo o cuidadoso trabalho de preparação da apresentação resulta em investidores que parecem entender a empresa de uma maneira que é consistente com o que os executivos desejam, e parecem felizes com as respostas dadas pelos executivos sobre as suas questões (ROBERTS *et al.*, 2006).

Sendo assim, são diversos os fatores a serem considerados na elaboração da apresentação para que os efeitos e as impressões provocadas nos participantes sejam os desejados. A postura do apresentador, o formato e conteúdo da apresentação, assim como a maneira com que as informações são apresentadas,

constituem-se nas principais variáveis a serem consideradas pela equipe de RI nesta etapa tão importante de preparação para as reuniões públicas.

4.1.6.1.2 *Regulamentação das reuniões públicas*

O Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado – CODIM – aprovou em julho de 2007 o Pronunciamento de Orientação sobre o tema “Apresentações Públicas Periódicas”. As diretrizes do CODIM para as reuniões públicas são:

- a) a companhia deve anunciar com antecedência de 30 dias, e de maneira ampla, as seguintes informações sobre suas apresentações: (i) data, local e horário de sua realização; (ii) a qual público se destina; (iii) eventuais regras de acesso para os interessados, consignando limite numérico de participantes presenciais em função do tamanho do auditório; (iv) se haverá a transmissão pela *Internet*, através de sistema *webcast*, informando ostensivamente o endereço na *web*;
- b) no anúncio das apresentações deverá ser previamente informada a política da companhia no que diz respeito à forma de registro de reuniões, no caso de serem gravadas, e como acessar as gravações e/ou transcrições, sem prejuízo de outras condições julgadas necessárias de serem explicitadas;
- c) a companhia deve realizar ao menos uma apresentação pública durante cada exercício social devendo envidar seus melhores esforços para realizar apresentações em diferentes localidades, sendo sempre representada pelos seus mais altos executivos e em ao menos uma delas, ter a presença de seu principal executivo;
- d) todas as reuniões devem contar com a presença de um representante da área de relações com investidores da companhia, que será o responsável pela apresentação e pelas informações nela prestadas, desde que emitidas em nome da companhia;

- e) as apresentações, mesmo quando direcionadas a um público específico, sempre se revestirão do caráter de abertas ao público em geral e se restringirão à divulgação, explicação ou abordagem de fatos previamente comunicados aos órgãos reguladores e auto-reguladores;
- f) por se tratar de apresentações desenvolvidas para o esclarecimento de determinado público, as reuniões deverão privilegiar a forma de comunicação mais adequada aos participantes;
- g) as apresentações devem ter início com uma sessão expositiva, cujas informações devem ser escritas em *slides*, e terminar com uma sessão de perguntas e respostas;
- h) com relação à sessão de perguntas e respostas, devido ao caráter público das reuniões, nenhuma pergunta relacionada, direta ou indiretamente, ao(s) tema(s) previamente comunicado(s) aos órgãos reguladores e auto-reguladores poderá ser filtrada, ou seja, todas devem ser respondidas. No caso de transmissão via *webcast*, a companhia deve divulgar, amplamente, e-mail para os participantes realizarem perguntas com total interatividade. Caso não haja tempo suficiente para responder todas as perguntas recebidas durante as reuniões, a companhia deve alocá-las junto com as demais perguntas e respostas no seu *website*;
- i) a companhia disponibilizará, concomitantemente, a apresentação dos *slides* utilizados em seu inteiro teor no seu *website* e, também os enviará, para os órgãos reguladores e auto-reguladores, através do sistema IPE (Informações Periódicas e Eventuais) e, posteriormente, deve alocar o áudio e/ou a transcrição do evento em seu *website*. Caso a empresa realize outra apresentação pública com o mesmo conteúdo não haverá necessidade de disponibilizar todo o evento no *website*. Entretanto, deve disponibilizar em seu *website* o áudio da sessão de perguntas e/ou sua respectiva transcrição; e
- j) caso ocorra, no decorrer de uma reunião, a divulgação de informação relevante, não pública, que possa modificar as expectativas em relação à companhia, e especialmente influir na cotação de seus valores mobiliários ou a eles referenciados ou na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou na decisão dos investidores de exercer

quaisquer direitos inerentes à condição de titular desses valores mobiliários, o representante da área de relações com investidores deverá providenciar, de imediato, a divulgação da informação anteriormente mencionada aos órgãos reguladores e auto-reguladores, disseminá-la junto ao mercado e disponibilizá-la no *website* da companhia nos termos da Instrução CVM Nº 358.

Sendo assim, além de preocuparem-se com a elaboração da apresentação, os profissionais de RI devem estar atentos à regulamentação existente, visando divulgar e realizar suas reuniões públicas corretamente, disponibilizando a informação da forma mais abrangente possível.

5 A APIMEC

5.1 BREVE HISTÓRICO E OBJETIVOS

A Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC)¹ foi fundada em 1970, no Rio de Janeiro. Posteriormente, foram sendo constituídas congêneres em diversas outras unidades da Federação. Em 1988, foi criada a APIMEC Nacional, com a finalidade de congregar todas as APIMECs regionais, visando dar maior representativa à comunidade de analistas perante autoridades e demais órgãos de mercado e associações de classe. Hoje a APIMEC, além da entidade nacional, conta com seis regionais: Distrito Federal, Minas Gerais, Nordeste, Rio de Janeiro, São Paulo e Sul.

A APIMEC Nacional funciona como uma confederação das APIMECs e concentra suas atividades na certificação dos profissionais, representação política institucional frente ao governo e entidades representativas congêneres do mercado, no intercâmbio internacional com outras confederações de profissionais. Desenvolve também estudos e pesquisas visando o desenvolvimento do mercado de capitais e a capacitação dos profissionais. Promove em bases bianuais o congresso geral da categoria e anualmente o "Prêmio APIMEC" que distingue profissionais e empresas que mais se destacaram no período nas categorias analista, companhia aberta, imprensa, relações com investidores e especial.

A APIMEC Nacional é sócia fundadora e membro do Board da ACIIA - *Association for International Investment Analyst* - entidade internacional que se dedica à certificação de profissionais em todo o mundo. É ainda membro do ICIA - *International Council of Investment Association* - entidade que congrega Federações de profissionais de investimento de todo o mundo (APIMEC, AIMR, ASAF, EFFAS E IASSA).

¹ Até 2003, a APIMEC era denominada ABAMEC: Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais.

5.2 REGIONAIS DA APIMEC

As APIMECs regionais são dotadas de personalidade jurídica própria e têm âmbito de atuação sobre o território que lhes for atribuído pelo conselho diretor da APIMEC Nacional. As regionais dedicam-se ao treinamento dos profissionais, através de cursos e seminários; à elaboração de trabalhos técnicos através de comissões temáticas permanentes; à promoção de reuniões públicas com empresas e ao relacionamento com todos os associados.

5.3 REUNIÕES APIMEC

Uma das funções das APIMECs regionais é a promoção e realização de reuniões públicas para empresas. As reuniões promovidas pela APIMEC com companhias abertas ocorrem, pelo menos, uma vez ao ano. Porém, é recomendado que as empresas se apresentem ao mercado a cada trimestre e levem a alta administração para os eventos organizados em conjunto com as APIMECs regionais.

Se a empresa for muito grande, é indicado realizar apresentações também fora do eixo Rio-São Paulo, que concentram a maior parte das reuniões do gênero. Nos encontros, são divulgados desde dados referentes aos resultados da companhia até planos estratégicos para o futuro.

Qualquer interessado pode participar das reuniões, desde analistas até potenciais investidores pessoa física, promovendo uma democratização das informações. Devido a sua diversidade de participantes, as reuniões APIMEC criam um ambiente coletivo muito construtivo, com questões de investidores, de profissionais de investimentos e de jornalistas que se complementam e levam cada público a entender melhor a companhia.

O público participante das reuniões pode variar de 60 a 500 participantes, dependendo da visibilidade e do porte da empresa que está se apresentando. As reuniões funcionam da seguinte forma: primeiramente a empresa faz sua

apresentação, geralmente utilizando o auxílio de *slide shows* ou vídeos, e após é aberta uma sessão de perguntas e respostas, onde o público pode questionar a empresa sobre diversos aspectos. Algumas grandes empresas brasileiras chegam a transmitir suas reuniões também pela internet, com tradução simultânea para outros idiomas, o que aumenta ainda mais o espectro de participantes.

As reuniões APIMEC, sendo eventos fundamentalmente presenciais, reforçam o relacionamento entre o público estratégico e as empresas. Durante estas reuniões, o profissional de RI tem a chance de perceber as necessidades e demandas do mercado e reavaliar sua postura estratégica. Estes eventos também aumentam a visibilidade da companhia no mercado e sinalizam a abertura da empresa para um contato mais estreito com os investidores.

6 METODOLOGIA

Este capítulo é dedicado ao método adotado neste trabalho e aos cálculos efetuados. Foi utilizada a metodologia de estudo de evento para verificar a existência de retornos anormais das ações nas datas entorno das apresentações das empresas nas reuniões da APIMEC.

6.1 ESTUDO DE EVENTO

Introduzida por Fama, Fisher, Jensen e Roll (1969), a metodologia de estudo de evento pode ser descrita como a análise quanto à existência ou não de uma reação significativa do mercado acionário frente à determinada informação, fato ou evento. Tal reação é refletida no valor de mercado da empresa e medida através do retorno anormal das ações no período, obtido subtraindo-se do retorno observado da ação o seu retorno esperado.

O retorno esperado é calculado com base em uma série de retornos observados antes da ocorrência do evento, no chamado período de estimação. É o retorno “normal”, que deveria ser observado caso o evento não ocorresse. Comparam-se, então, os retornos que efetivamente ocorreram no período do evento com aqueles que deveriam ter ocorrido para avaliar a existência de comportamento anormal nas cotações das ações nos períodos próximos aos eventos que julgamos significativos para o mercado.

De acordo com Campbell, Lo e MacKinlay (1997), devido à racionalidade do mercado, os efeitos de um evento são imediatamente refletidos no preço das ações. O objetivo deste trabalho é detectar as reações do mercado às reuniões APIMEC, descontando eventuais alterações nas cotações que sejam resultado de outros aspectos, como os macroeconômicos, que afetam o mercado em sua totalidade. Para isto, utiliza-se o modelo de retorno ajustado ao risco e ao mercado, sugerido por Brown e Warner (1980, 1985).

6.1.1 As etapas do Estudo de Evento

Conforme Campbell, Lo e MacKinlay (1997), os passos a serem seguidos para a elaboração de um estudo de evento são os seguintes: definição do evento de estudo, seleção da amostra, medição dos retornos normais e anormais, procedimento de estimação, procedimento de teste, resultados empíricos, interpretação e conclusões.

6.1.1.1 Definição do evento de estudo e seleção da amostra

Neste trabalho, define-se como evento a realização de apresentação em reunião pública organizada pela APIMEC por empresas negociadas na BOVESPA. O período de análise dos preços das ações utilizado, chamado de “janela do evento”, abrange os dez pregões anteriores e os dez pregões posteriores ao evento, sendo constituído pelas datas -10 a +10, considerando como “data 0” o dia em que a reunião foi realizada. O período antecedente ao evento utilizado como base para o cálculo do retorno esperado do ativo, chamado de “período de estimação”, abrange os 90 pregões anteriores a janela do evento, sendo constituído pelas datas -100 a -11.

A amostra deste estudo é constituída pelas empresas de capital aberto que realizaram reuniões nas regionais da APIMEC do Distrito Federal, de Minas Gerais, da região Nordeste, do Rio de Janeiro e da região Sul, no período entre janeiro de 2005 e junho de 2009. Os dados sobre as reuniões foram disponibilizados pela gerência administrativa da APIMEC Nacional.

6.1.1.2 Mensuração dos retornos anormais e procedimento de estimação

Para mensuração dos retornos utilizam-se as cotações médias diárias das ações das empresas, coletadas através do banco de dados Economática. Os retornos diários são calculados com base na equação 1 a seguir:

$$R_{it} = \ln (P_{i_t} / P_{i_{t-1}}) \quad \text{Equação (1)}$$

Sendo R_{it} o retorno da ação i na data t e P_{i_t} , o preço da ação i na data t .

Quanto ao cálculo dos retornos anormais, Brown e Warner (1980, 1985) sugerem três modelos que podem ser utilizados em estudos de evento, são eles: o modelo de retornos ajustados à média, o modelo de retornos ajustados ao mercado e o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado. Como já mencionado anteriormente, neste trabalho utiliza-se o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado. Tal modelo segue as mesmas premissas utilizadas no método de precificação de ativos CAPM ou modelo de mercado. Segundo este modelo, o retorno anormal é calculado da seguinte forma:

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad \text{Equação (2)}$$

Sendo AR_{it} o retorno anormal da ação i na data t ; R_{it} o retorno da ação i na data t ; R_{mt} o retorno do portfólio de mercado na data t ; α_i o alfa estimado da ação i ; e β_i o beta estimado da ação i . A estimação dos parâmetros α_i e β_i é feita através de regressão linear, utilizando o método dos mínimos quadrados durante o período de estimação. O portfólio de mercado utilizado neste trabalho é representado pelo índice Ibovespa. Para obter os retornos anormais cumulativos de cada evento é realizado o somatório dos retornos anormais encontrados entre duas datas quaisquer t_1 e t_2 , conforme a seguinte equação:

$$CAR_{i_{t_1, t_2}} = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it} \quad \text{Equação (3)}$$

Após o cálculo dos retornos anormais dos ativos para cada dia da janela do evento, é então calculada a média dos retornos anormais segundo a fórmula:

$$\overline{AR}_t = 1/N * (\sum AR_t) \quad \text{Equação (4)}$$

Onde \overline{AR}_t é o retorno anormal médio no instante t e N é o número de eventos da amostra. O mesmo procedimento é realizado com os retornos anormais cumulativos, dando origem ao retorno anormal cumulativo médio entre as datas t_1 e t_2 :

$$\overline{CAR}_{t_1,t_2} = 1/N * (\sum CAR_{t_1,t_2}) \quad \text{Equação (5)}$$

6.1.1.3 Procedimento de teste

Para verificar se os retornos anormais encontrados são significativos é realizado o teste t com o auxílio do programa SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*). Geralmente em estudos de Finanças, os retornos anormais são considerados significativos quando atingem níveis de significância do teste t de 10%, 5% ou 1%. Somente após o teste de significância é que se pode afirmar se existiram ou não retornos anormais nas janelas dos eventos.

7 HIPÓTESES

Conforme os objetivos deste trabalho, a seguinte hipótese é testada:

Hipótese nula (H0): não ocorrem retornos anormais significativos quando da realização de apresentações gerenciais em reuniões públicas organizadas pela APIMEC (reuniões não trazem novas informações e impressões).

$$H0: \overline{AR}_t = 1/N * (\sum AR_t) = 0$$

Hipótese alternativa (H1): ocorrem retornos anormais significativos quando da realização de apresentações gerenciais em reuniões públicas organizadas pela APIMEC (reuniões trazem novas informações e impressões).

$$H1: \overline{AR}_t \neq 0$$

8 DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

A amostra coletada para análise neste estudo compreende as empresas cujas ações foram negociadas na BOVESPA entre janeiro de 2005 e junho de 2009 e que realizaram ao menos uma reunião pública organizada pela APIMEC neste período nas regionais do Distrito Federal, de Minas Gerais, do Nordeste, do Rio de Janeiro ou da região Sul. As reuniões realizadas na regional de São Paulo não fazem parte da amostra pela não disponibilidade das informações sobre estes eventos.

Inicialmente, a amostra contava com 827 eventos de 107 empresas. Foram então excluídos da amostra inicial: (i) os eventos referentes a empresas sem informações disponíveis na base de dados do Economática; (ii) os eventos de uma mesma empresa realizados em períodos muito próximos, menores do que um mês, para evitar a sobreposição das janelas de evento; (iii) os eventos cujas ações apresentaram 10 ou mais dias sem negociação na janela do evento (-10 a +10) e 30 ou mais dias sem negociação na janela de estimação (-100 a -11).

As empresas com menos de 10 dias sem negociação na janela do evento e menos de 30 dias na janela de estimação foram mantidas na amostra, sendo estes dias excluídos e substituídos pelo dia imediatamente anterior, de modo a obter apenas dias com negociação.

Após as exclusões, restaram 386 eventos referentes a 90 empresas. No caso da empresa possuir no mercado ações de mais de uma classe, foram utilizadas as cotações daquela com maior liquidez. A relação das empresas que compuseram a amostra final está listada na tabela a seguir. A média de eventos é de 4,29 por empresa, a mediana é 2,00 e o desvio padrão é de 4,38.

Tabela 1 - Descrição da amostra: Empresa/Setor/Ibovespa/Eventos

Empresa	Setor	Pertence ao Ibovespa?	Eventos
Acesita	Indústria Manufatureira	Sim - 2005	2
Açúcar Guarani	Indústria Manufatureira	Não	1
Aes Tietê	Eletricidade, Gás e Água	Não	3
Aracruz	Indústria Manufatureira	Sim - 2005 e 2009	3
Arcelor Brasil	Indústria Manufatureira	Não	1
Banco Daycoval	Finanças e Seguros	Não	3
Banco do Brasil	Finanças e Seguros	Sim - 2005 e 2009	11
Banco Panamericano	Finanças e Seguros	Não	1
Banco Pine	Finanças e Seguros	Não	1
Banco Sofisa	Finanças e Seguros	Não	3
Banrisul	Finanças e Seguros	Não	2
Bematech	Indústria Manufatureira	Não	2
Bombril	Indústria Manufatureira	Não	1
Bradesco	Finanças e Seguros	Sim - 2005 e 2009	15
Bradespar	Adm. de Empreendimentos	Sim - 2005 e 2009	5
Brasil Brokers	Imobiliária e Locadora	Não	1
Brasil Telecom	Informação	Sim - 2005 e 2009	4
Brasil Telecom Participações	Informação	Sim - 2005 e 2009	2
Braskem	Indústria Manufatureira	Sim - 2005 e 2009	13
Camargo Correa	Construção	Não	2
CCR	Transporte	Sim - 2009	6
Cemig	Eletricidade, Gás e Água	Sim - 2005 e 2009	14
Coelce	Eletricidade, Gás e Água	Não	6
Companhia Providência	Indústria Manufatureira	Não	2
Copasa	Eletricidade, Gás e Água	Não	5
Copel	Eletricidade, Gás e Água	Sim - 2005 e 2009	4
Copesul	Indústria Manufatureira	Não	1
CPFL Energia	Eletricidade, Gás e Água	Sim - 2009	13
CR2	Construção	Não	2
CSN	Indústria Manufatureira	Não	1
CST	Indústria Manufatureira	Não	2
CSU Cardsystem	Serviços de Apoio a Emp	Não	3
Cyrella	Construção	Sim - 2009	1
Dasa	Assistência Médica	Não	1
Drogasil	Comércio	Não	1
Eletrobrás	Eletricidade, Gás e Água	Sim - 2005 e 2009	9
Eletropaulo	Eletricidade, Gás e Água	Sim - 2005 e 2009	4
Embraer	Indústria Manufatureira	Sim - 2005 e 2009	9
Energias do Brasil	Eletricidade, Gás e Água	Não	6
Energisa	Eletricidade, Gás e Água	Não	2
Equatorial Energia	Eletricidade, Gás e Água	Não	1
Eternit	Indústria Manufatureira	Não	6
Fras-Le	Indústria Manufatureira	Não	4
Gerdau	Indústria Manufatureira	Sim - 2005 e 2009	4
Gol	Transporte	Sim - 2009	2
Indústrias Romi	Indústria Manufatureira	Não	1
Itaú Unibanco	Finanças e Seguros	Sim - 2005 e 2009	17
Klabin	Indústria Manufatureira	Sim - 2005 e 2009	1
Light	Eletricidade, Gás e Água	Sim - 2005 e 2009	7
Localiza	Imobiliária e Locadora	Não	6

Continuação da tabela:

Empresa	Setor	Pertence ao Ibovespa?	Eventos
Log-In	Transporte	Não	1
Lojas Renner	Comércio	Sim - 2009	2
Lupatech	Indústria Manufatureira	Não	1
M. Dias Branco	Indústria Manufatureira	Não	4
Magnesita	Mineração	Não	1
Marcopolo	Indústria Manufatureira	Não	4
Marfrig	Indústria Manufatureira	Não	1
MPX	Eletricidade, Gás e Água	Não	1
MRV Engenharia	Construção	Não	2
Multiplan	Imobiliária e Locadora	Não	1
Natura	Comércio	Sim - 2009	1
Net	Informação	Sim - 2005 e 2009	19
OGX	Petróleo e Gás	Não	1
OHL Brasil	Transporte	Não	3
Paraná Banco	Finanças e Seguros	Não	2
Parapanema	Indústria Manufatureira	Não	1
PDG Realty	Construção	Não	2
Perdigão	Indústria Manufatureira	Sim - 2009	1
Petrobrás	Petróleo e Gás	Sim - 2005 e 2009	15
Petroflex	Indústria Manufatureira	Não	1
Porto Seguro	Finanças e Seguros	Não	9
Profarma	Comércio	Não	1
Randon	Indústria Manufatureira	Não	5
Rodobens Negócios Imobiliários	Construção	Não	2
São Carlos	Imobiliária e Locadora	Não	1
Souza Cruz	Indústria Manufatureira	Sim - 2005 e 2009	17
Suzano Papel e Celulose	Indústria Manufatureira	Não	4
Suzano Petroquímica	Indústria Manufatureira	Não	6
TAM	Transporte	Sim - 2009	5
Taurus	Indústria Manufatureira	Não	1
Telemar	Informação	Sim - 2005 e 2009	6
Telemig	Informação	Sim - 2005	1
Tractebel	Eletricidade, Gás e Água	Sim - 2005	6
Ultrapar	Indústria Manufatureira	Não	1
Unibanco	Finanças e Seguros	Sim - 2005	8
Unipar	Indústria Manufatureira	Não	2
Usiminas	Indústria Manufatureira	Sim - 2005 e 2009	13
Vale	Mineração	Sim - 2005 e 2009	9
VCP	Indústria Manufatureira	Sim - 2005 e 2009	1
Weg	Indústria Manufatureira	Não	7
Total Empresas - 90		Sim = 35 empresas	386
Média			4,29
Desvio-padrão			4,38
Mediana			2,00

Fonte: BOVESPA, 2009.

Para verificar a representatividade das empresas da amostra no índice Ibovespa, foram utilizadas as carteiras do índice de maio de 2005 e maio de 2009.

Em 2005, 27 empresas da amostra (30%) faziam parte do Ibovespa e suas ações representavam 72,65% do peso total da carteira. Em 2009, 31 empresas da amostra (34%) faziam parte do Ibovespa e representavam 70,33 do peso total da carteira. Das 90 empresas da amostra, 23 (26%) faziam parte do Ibovespa tanto em 2005 quanto em 2009, e 35 empresas (58%) faziam parte do índice em 2005, em 2009 ou em ambos os anos. Tais informações destacam a representatividade e a liquidez no mercado de grande parte das empresas da amostra.

A divisão por setores de atividade dos eventos pode ser visualizada na tabela 2. Destacam-se com maior representatividade na amostra os setores da indústria manufatureira, com 32,1% dos eventos, de eletricidade, gás e água, com 21%, e de finanças e seguros, com 18,7% dos eventos da amostra.

Tabela 2 - Divisão dos eventos por setores

Setores	Eventos	%
Indústria Manufatureira	124	32,1%
Eletricidade, Gás e Água	81	21,0%
Finanças e Seguros	72	18,7%
Informação	32	8,3%
Transporte	17	4,4%
Petróleo e Gás	16	4,1%
Construção	11	2,8%
Mineração	10	2,6%
Imobiliária e Locadora	9	2,3%
Adm. de Empreendimentos	5	1,3%
Comércio	5	1,3%
Serviços de Apoio a Emp	3	0,8%
Assistência Médica	1	0,3%
Total	386	100%

Fonte: elaborada pela autora

A tabela 3 a seguir apresenta a divisão por anos do número de eventos, do número de empresas e da média de participantes. Nota-se que o ano de 2008 destaca-se pelo maior número de eventos (107) e pelo maior número de empresas (73). O ano de 2009, por sua vez, destaca-se pela maior média de participantes (94). Cabe lembrar que os dados referentes ao ano de 2009 não abrangem o ano inteiro, apenas os meses de janeiro a junho, não podendo assim caracterizar uma possível queda do número de eventos neste ano em relação aos anos anteriores.

Tabela 3 - Divisão por anos: Eventos/Empresas/Média de participantes

Anos	Eventos	Empresas	Média de participantes
2005	60	40	85
2006	90	56	84
2007	97	63	86
2008	107	73	78
2009 (até junho)	32	34	94
Total	386	90	84

Fonte: elaborada pela autora

A tabela 4, por sua vez, apresenta a divisão dos eventos por trimestre. Verifica-se que os trimestres com mais reuniões realizadas foram o segundo e o quarto. Foram realizados 114 eventos para discutir os resultados referentes ao segundo trimestre, representado 30% da amostra, e 107 para os resultados do quarto trimestre, representando 28% da amostra total. Para realizar esta classificação foi utilizado o trimestre que serviu de base à apresentação gerencial, ou seja, quais resultados trimestrais foram discutidos na reunião e não em qual trimestre do ano as reuniões foram efetivamente realizadas. Para verificar as datas das divulgações dos resultados trimestrais de cada empresa foram utilizadas as informações disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Tabela 4 - Divisão por anos: Eventos/Empresas/Média participantes

Trimestre	Eventos	%
1º	79	20%
2º	114	30%
3º	86	22%
4º	107	28%
Total	386	100%

Fonte: elaborada pela autora

O gráfico 1 apresenta a divisão de eventos por regional, destacando a regional do Rio de Janeiro, com 180 eventos (47%), seguida da regional de Minas Gerais com 75 eventos (19%).

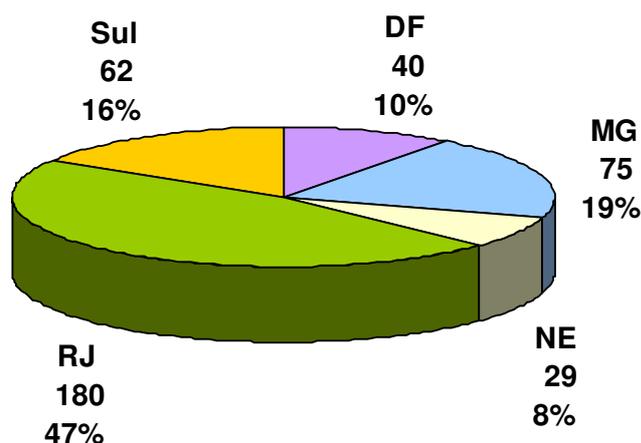


Gráfico 1 - Divisão de eventos por regional

Fonte: elaborado pela autora

Quanto ao número de participantes, os eventos da amostra analisada reuniram 30.043 pessoas, com uma média de 84 participantes por evento. A regional do Rio de Janeiro, devido ao maior número de reuniões organizadas, reuniu também o maior número de participantes. Entretanto, a regional com a maior média de participantes por evento é a do Nordeste, com 97 participantes por reunião, como pode-se observar na tabela 5.

Tabela 5 - Participantes por regional

Regionais	Total de participantes	Média por evento
RJ	14.152	88
MG	5.261	85
Sul	4.668	97
DF	3.345	79
NE	2.617	90
Total	30.043	84

Fonte: elaborada pela autora

A tabela 6 apresenta a divisão dos eventos por classe de ação. As ações preferenciais constituem a maioria da amostra, com 236 eventos (61%).

Tabela 6 – Eventos por classe de ação

Classe	Eventos	%
Preferenciais	236	61%
Ordinárias	150	39%
Total	386	100%

Fonte: elaborada pela autora

9 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A amostra analisada neste trabalho está compreendida entre as datas de 07/03/2005 e 24/06/2009. Após as exclusões explicadas no capítulo 8, a amostra completa conta com 386 eventos referentes a 90 empresas. Com estes eventos, foram efetuados os cálculos dos retornos anormais e o teste t de significância estatística. Em um segundo momento, foram realizadas diversas segmentações da amostra e efetuados novamente os cálculos de retorno e significância, para captar as possíveis particularidades existentes entre os grupos de eventos. Com o teste t, foram testadas as significâncias dos retornos anormais médios (AR) e dos retornos anormais cumulativos médios (CAR) com a significância ao nível de 1%, 5% e 10%.

A tabela 7 apresenta os resultados para a amostra completa dos retornos anormais médios na janela dos pregões de -10 a +10 dias e os respectivos valores de t. Os asteriscos demonstram a significância estatística dos retornos.

Tabela 7 – Resultados de AR para a amostra completa

Dia	AR	Teste t
[-10]	0,079%	0,752
[-9]	-0,078%	-0,611
[-8]	0,014%	0,119
[-7]	0,302%**	2,418
[-6]	0,049%	0,499
[-5]	-0,046%	-0,453
[-4]	0,050%	0,497
[-3]	0,277%***	2,722
[-2]	0,060%	0,588
[-1]	-0,221%	-2,082
[0]	-0,074%	-0,761
[1]	0,141%	1,426
[2]	0,219%**	2,046
[3]	-0,032%	-0,326
[4]	0,036%	0,371
[5]	-0,059%	-0,550
[6]	-0,097%	-0,848
[7]	-0,059%	-0,527
[8]	0,053%	0,510
[9]	-0,041%	-0,418
[10]	-0,182%	-1,578

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

A análise do teste t apresentou significância estatística para alguns dias da janela do evento. Os retornos anormais médios dos dias -7 e 2 são significativos ao nível de 5% e possuem valores positivos de 0,302% e 0,219%, respectivamente. O AR do dia -3, por sua vez, é significativo ao nível de 1% e também apresenta valor positivo de 0,277%.

A tabela 8 apresenta os valores de CAR para os diferentes intervalos de dias da janela do evento e os respectivos valores de t. A fim de analisar isoladamente períodos mais curtos e mais próximos ao evento foram incluídos na análise os intervalos [-1,1] e [1,2].

Tabela 8 – Resultados de CAR para a amostra completa

Dia	CAR	t
[-10]	0,079%	0,75174
[-10,-9]	0,001%	0,00517
[-10,-8]	0,015%	0,06524
[-10,-7]	0,317%	1,18478
[-10,-6]	0,365%	1,24457
[-10,-5]	0,320%	1,01113
[-10,-4]	0,369%	1,05646
[-10,-3]	0,646%*	1,693
[-10,-2]	0,706%*	1,678
[-10,-1]	0,485%	1,08738
[-10,0]	0,411%	0,88511
[-10,1]	0,552%	1,16433
[-10,2]	0,771%	1,5459
[-10,3]	0,739%	1,42984
[-10,4]	0,775%	1,44648
[-10,5]	0,716%	1,26347
[-10,6]	0,619%	1,03987
[-10,7]	0,560%	0,90448
[-10,8]	0,613%	0,96345
[-10,9]	0,571%	0,86975
[-10,10]	0,390%	0,5769
[-1,1]	-0,153%	-0,8632
[1,2]	0,360%**	2,301

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

Os retornos anormais cumulativos médios de [-10,-3] e [-10,-2] são significativos ao nível de 10% e apresentam valores positivos de 0,646% e 0,706%, respectivamente. Já o CAR [1,2] é significativo ao nível de 5% e possui valor positivo de 0,360%.

O gráfico 2 apresenta os perfis de AR e CAR para a janela de -10 a +10 dias. O perfil de AR demonstra que houve sucessivos retornos positivos e negativos, tanto antes quanto depois do evento. No dia -1 o AR obteve seu menor valor, de -0,221%, recuperando-se um pouco, mas continuando negativo no dia 0, com retorno de -0,074%. Nos dias 1 e 2 após o evento, houve AR positivos de 0,141% e 0,219%, que voltaram a valores próximos de 0% após estes dias. Já o perfil de CAR é positivo durante todo o período (-10 a +10) e obteve seu menor valor no dia 0, de 0,411%, e seus maiores valores nos dias 2 e 4, de 0,711% e 0,775%, respectivamente.

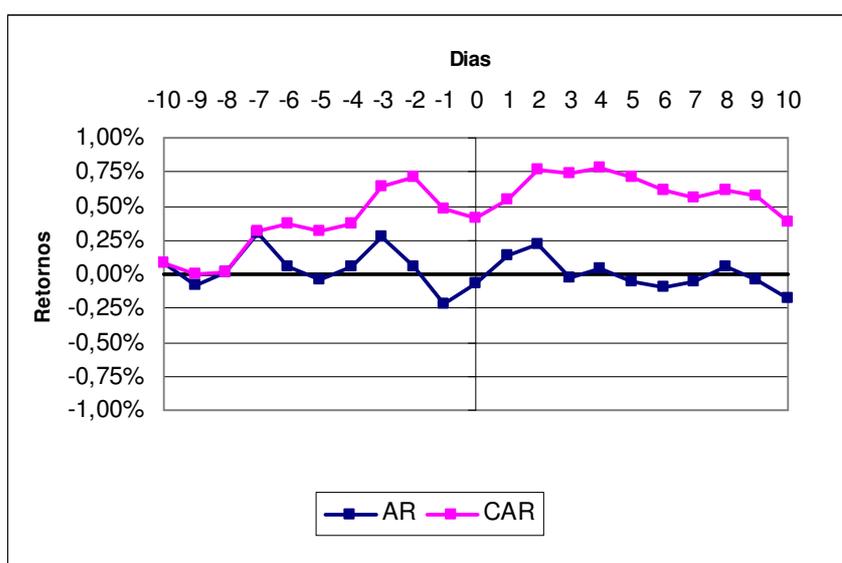


Gráfico 2 – Perfil de AR e CAR para a amostra completa

Fonte: elaborado pela autora

Com os dados da amostra completa foram realizadas diversas segmentações e feito o teste de significância novamente, conforme se pode observar nas seções a seguir.

9.1 SEGMENTAÇÃO POR ANO

A segmentação por ano verifica a existência de algum comportamento específico nos anos em estudo que possa ter relação com acontecimentos macro ou microeconômicos que tenham interferido nos resultados encontrados com a amostra completa. Esta segmentação separa a amostra pelo ano de ocorrência do evento, dividindo-a assim em cinco grupos (2005-2009).

Os resultados do teste t para os valores de AR segmentados por ano indicaram, assim como para amostra completa, retornos positivos com significância estatística ao nível de 5% e 10% no dia -7, para os anos de 2005 e 2007, e ao nível de 1% no dia -3, para o ano de 2008. Cabe destacar, com significância estatística ao nível de 1%, o retorno positivo encontrado no dia 3 de 2009, de 0,706%, e o retorno negativo no dia 5 de 2007, de -0,4%.

Tabela 9 – Resultados de AR segmentados por ano

Dia	2005	2006	2007	2008	2009
[-10]	-0,139%	-0,060%	0,127%	0,212%	0,288%
[-9]	-0,067%	0,321%	-0,283%	-0,119%	-0,464%
[-8]	-0,116%	-0,148%	-0,092%	0,296%	0,091%
[-7]	0,490%**	0,291%*	-0,038%	0,562%	0,147%
[-6]	-0,145%	0,221%	0,146%	-0,058%	-0,015%
[-5]	-0,282%	-0,022%	0,006%	-0,046%	0,177%
[-4]	0,161%	0,114%	-0,254%	0,161%	0,220%
[-3]	0,031%	0,228%	0,086%	0,594%***	0,399%
[-2]	-0,008%	0,048%	-0,213%	0,289%	0,298%
[-1]	0,025%	-0,271%	-0,152%	-0,511%*	0,236%
[0]	-0,062%	-0,227%	-0,121%	-0,067%	0,470%*
[1]	0,094%	-0,036%	0,238%	0,219%	0,166%
[2]	0,039%	0,271%	-0,002%	0,417%	0,434%
[3]	-0,498%**	0,006%	-0,087%	0,035%	0,706%***
[4]	0,170%	0,230%	-0,276%*	-0,063%	0,538%
[5]	-0,147%	0,469%**	-0,400%***	-0,183%	0,083%
[6]	-0,091%	-0,009%	-0,275%	-0,155%	0,390%
[7]	-0,185%	0,153%	-0,153%	-0,184%	0,298%
[8]	0,441%**	0,009%	0,173%	-0,269%	0,158%
[9]	-0,015%	0,011%	0,022%	-0,186%	0,054%
[10]	-0,069%	-0,156%	-0,243%	-0,389%	0,434%

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

Os resultados do teste t para os valores de CAR segmentados por ano indicaram significância estatística aos níveis de 5% e 1% para a maioria dos dias de 2009 e para seis dias de 2007. O ano de 2008 apresentou significância ao nível de 10% e 5% em cinco dias. Já o ano de 2005 apresentou significância ao nível de 10% apenas para o período [-1,1]. O CAR [1,2] é positivo para todos os anos, mas apenas significativo ao nível de 10% para 2008.

Tabela 10 – Resultados de CAR segmentados por ano

Dia	2005	2006	2007	2008	2009
[-10]	-0,139%	-0,060%	0,127%	0,212%	0,288%
[-10,-9]	-0,206%	0,261%	-0,156%	0,093%	-0,176%
[-10,-8]	-0,322%	0,114%	-0,248%	0,390%	-0,085%
[-10,-7]	0,168%	0,405%	-0,287%	0,952%	0,062%
[-10,-6]	0,023%	0,625%	-0,140%	0,894%	0,047%
[-10,-5]	-0,258%	0,603%	-0,135%	0,849%	0,224%
[-10,-4]	-0,097%	0,717%	-0,388%	1,009%	0,444%
[-10,-3]	-0,066%	0,946%	-0,302%	1,604%*	0,843%
[-10,-2]	-0,074%	0,993%	-0,515%	1,893%**	1,141%
[-10,-1]	-0,049%	0,723%	-0,668%	1,382%	1,377%
[-10,0]	-0,111%	0,496%	-0,789%	1,315%	1,848%**
[-10,1]	-0,016%	0,460%	-0,550%	1,535%	2,014%**
[-10,2]	0,023%	0,731%	-0,553%	1,952%*	2,448%***
[-10,3]	-0,475%	0,736%	-0,640%	1,987%*	3,154%***
[-10,4]	-0,305%	0,966%	-0,916%	1,924%*	3,691%***
[-10,5]	-0,452%	1,435%	-1,316%**	1,741%	3,774%***
[-10,6]	-0,543%	1,427%	-1,590%**	1,586%	4,164%***
[-10,7]	-0,728%	1,580%	-1,743%***	1,402%	4,462%***
[-10,8]	-0,287%	1,589%	-1,570%**	1,133%	4,620%***
[-10,9]	-0,302%	1,600%	-1,547%**	0,948%	4,675%***
[-10,10]	-0,371%	1,444%	-1,790%***	0,559%	5,108%***
[-1,1]	0,058%	-0,533%*	-0,035%	-0,358%	0,872%**
[1,2]	0,134%	0,235%	0,236%	0,637%*	0,600%

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

Devido à maior significância estatística encontrada para os valores de CAR, serão analisados primeiramente os gráficos dos anos de 2007, 2008 e 2009.

O gráfico 3 apresenta o perfil de AR e CAR para 2007. Pode-se notar que, enquanto os valores de AR oscilam no entorno de 0%, sendo ligeiramente positivos ou negativos, o perfil de CAR é positivo apenas no dia -10, assumindo valores cada vez menores após a data do evento. Aparentemente, para este ano, a ocorrência do evento acarretou uma queda nos retornos anormais das ações.

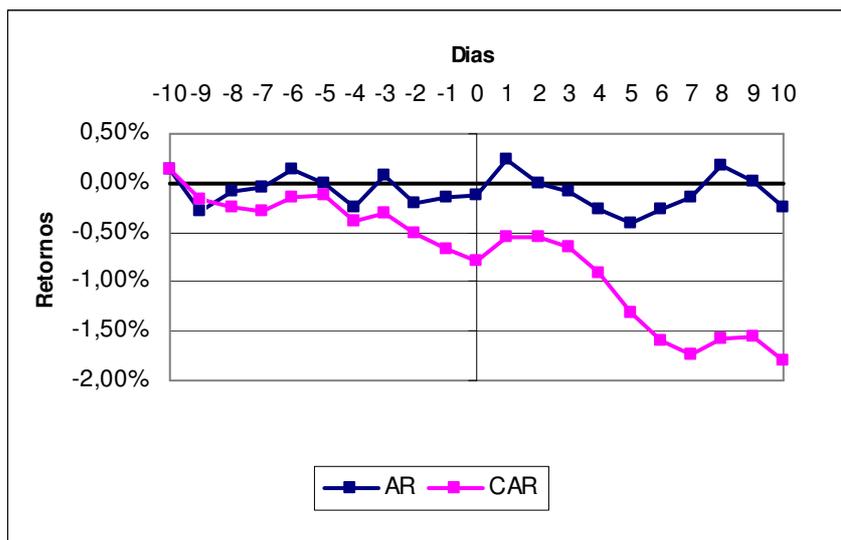


Gráfico 3 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2007

Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 4 mostra o perfil de AR e CAR para 2008. O perfil de AR oscila entre valores positivos e negativos ao longo do período, atingindo seu menor valor, de -0,511%, no dia anterior ao evento e seu maior valor, de 0,417%, dois dias após o evento. O perfil de CAR por sua vez, diferentemente do que ocorre em 2007, é positivo em sua totalidade, atingindo seu maior valor no dia 3 e entrando em movimento de queda após esta data. Neste ano, a realização do evento trouxe retornos anormais positivos nos dias 1 e 2, e depois disto uma queda nos retornos.

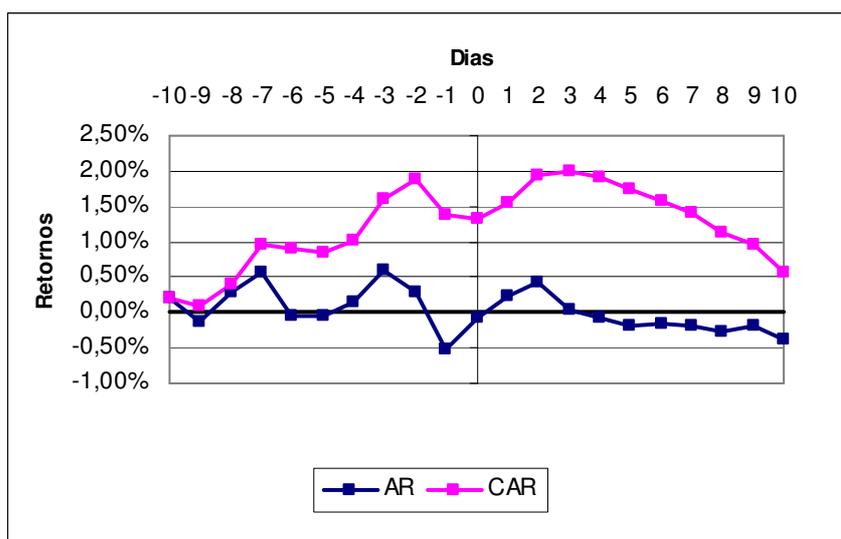


Gráfico 4 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2008

Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 5 mostra o perfil de AR e CAR para o ano de 2009. O perfil de AR para este ano mantém-se praticamente estável ao longo dos 21 dias do período,

assumindo valores em sua maioria positivos. Por esta razão, o perfil do CAR é totalmente positivo após o dia -8 e apresenta uma linha constante de alta após do dia -5 até o final do período.

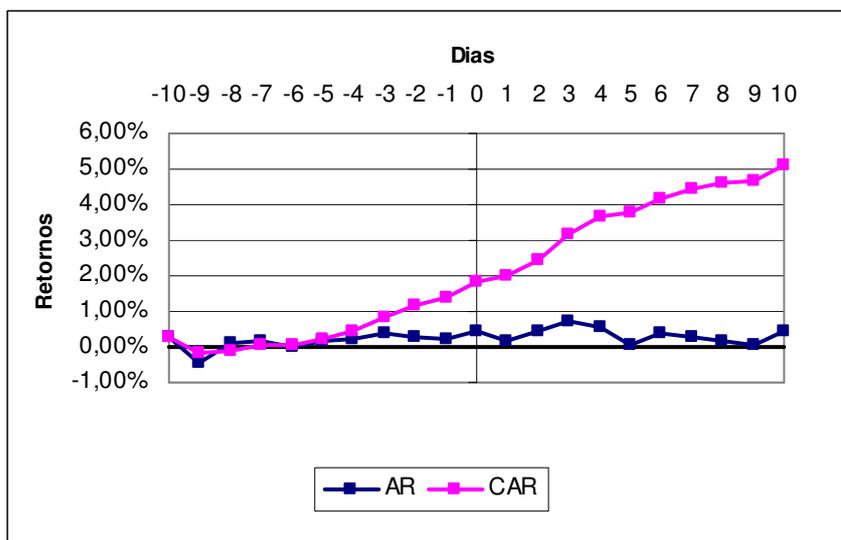


Gráfico 5 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2009

Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 6 apresenta o perfil de AR e CAR para o ano de 2005. Pode-se notar que ambos são bastante instáveis e não apresentam uma tendência definida. Tanto o AR quanto o CAR permanecem estáveis do dia -3 ao dia 2 e ambos apresentam uma forte queda no terceiro dia após o evento.

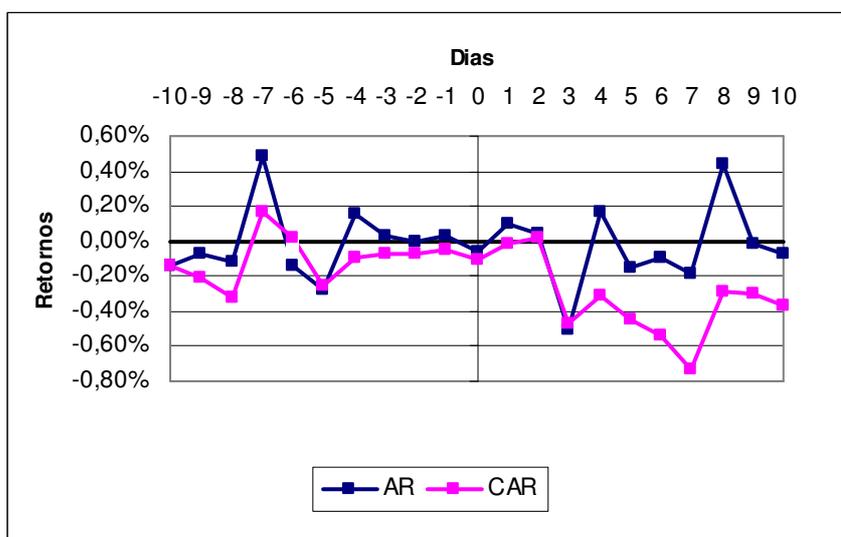


Gráfico 6 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2005

Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 7 mostra o perfil de AR e CAR para o ano de 2006. O AR apresenta valor negativo no dia do evento, de -0,227%, subindo após esta data até atingir o valor positivo de 0,272% no dia 2. O perfil de AR é positivo em sua totalidade, subindo do dia 1 ao dia 9, de 0,46% a 1,6%.

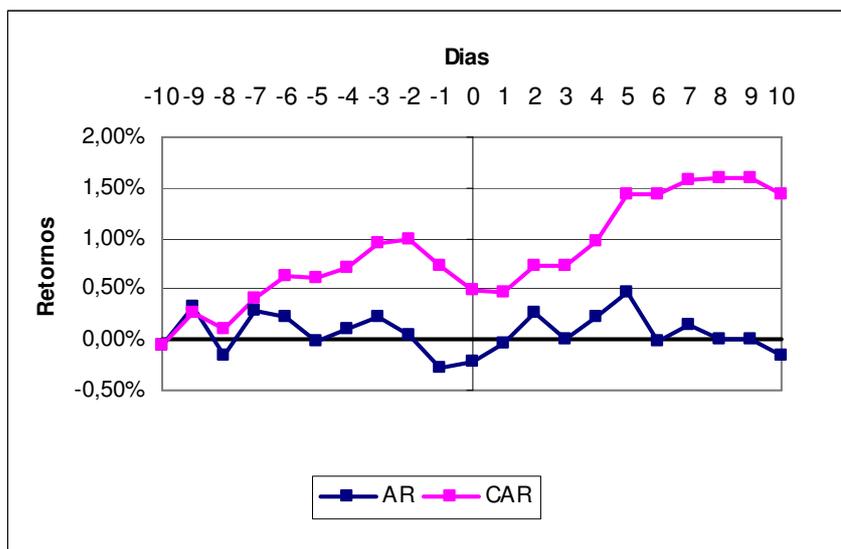


Gráfico 7 – Perfil de AR e CAR para o ano de 2006

Fonte: elaborado pela autora

9.2 SEGMENTAÇÃO POR REGIONAL

A segmentação da amostra pelas regionais busca verificar se o local (região) onde a reunião foi realizada acarreta em particularidades no comportamento dos retornos anormais encontrados na janela do evento. Esta segmentação dividiu a amostra em cinco grupos (reuniões realizadas no Distrito Federal, em Minas Gerais, no Nordeste, no Rio de Janeiro e na região Sul).

A tabela 11 apresenta os resultados de AR para esta segmentação. Destacam-se os retornos positivos significativos ao nível de 1% no dia -7 em Minas Gerais e no dia -3 no Rio de Janeiro. Após a data do evento o teste t só indicou significância estatística em 3 dias (dias 6, 9 e 10, nas regiões do Distrito Federal, Nordeste e Sul), todos eles com retornos negativos.

Tabela 11 – Resultados de AR segmentados por regional

Dia	DF	MG	NE	RJ	SUL
[-10]	-0,316%	-0,074%	0,296%	0,268%*	-0,128%
[-9]	-0,463%**	-0,058%	-0,150%	-0,108%	0,265%
[-8]	-0,051%	0,109%	0,134%	-0,003%	-0,066%
[-7]	0,313%	0,875%***	0,518%	0,058%	0,205%
[-6]	-0,505%**	0,382%	0,235%	-0,191%	0,599%**
[-5]	0,006%	-0,405%*	0,251%	0,027%	0,006%
[-4]	-0,261%	-0,122%	0,733%**	0,136%	-0,110%
[-3]	0,229%	-0,097%	0,479%	0,405%***	0,294%
[-2]	-0,014%	-0,009%	0,266%	-0,030%	0,350%
[-1]	-0,519%*	-0,369%*	0,571%*	-0,261%	-0,104%
[0]	-0,009%	-0,080%	0,326%	-0,164%	-0,036%
[1]	-0,115%	0,196%	0,092%	0,229%	0,011%
[2]	0,341%	0,299%	0,439%	0,063%	0,391%
[3]	0,220%	0,159%	0,025%	-0,060%	-0,366%
[4]	0,409%	0,116%	-0,188%	-0,114%	0,231%
[5]	0,275%	-0,171%	0,559%	-0,161%	-0,134%
[6]	-0,424%*	-0,001%	-0,340%	-0,044%	-0,044%
[7]	-0,446%	0,041%	-0,288%	-0,036%	0,106%
[8]	0,204%	-0,013%	-0,102%	-0,006%	0,275%
[9]	-0,438%	0,053%	-0,778%**	0,024%	0,253%
[10]	-0,446%	-0,275%	-0,019%	0,001%	-0,497%**

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

A tabela 12 apresenta os resultados de CAR segmentados por regional. Destaca-se a regional do Nordeste com retornos acumulados positivos e significativos do dia -4 até o dia 10.

Tabela 12 – Resultados de CAR segmentados por regional

Dia	DF	MG	NE	RJ	SUL
[-10]	-0,316%	-0,074%	0,296%	0,268%*	-0,128%
[-10,-9]	-0,778%*	-0,132%	0,146%	0,160%	0,136%
[-10,-8]	-0,829%*	-0,023%	0,280%	0,156%	0,070%
[-10,-7]	-0,516%	0,852%	0,799%	0,214%	0,276%
[-10,-6]	-1,021%	1,234%**	1,033%	0,024%	0,874%
[-10,-5]	-1,015%	0,829%	1,284%	0,050%	0,880%
[-10,-4]	-1,276%	0,707%	2,017%**	0,187%	0,770%
[-10,-3]	-1,047%	0,610%	2,497%**	0,592%	1,064%
[-10,-2]	-1,061%	0,601%	2,763%**	0,562%	1,413%
[-10,-1]	-1,580%	0,232%	3,334%**	0,301%	1,310%
[-10,0]	-1,589%	0,152%	3,660%**	0,137%	1,274%
[-10,1]	-1,704%	0,348%	3,752%**	0,366%	1,285%
[-10,2]	-1,363%	0,646%	4,191%**	0,428%	1,676%
[-10,3]	-1,142%	0,805%	4,216%***	0,369%	1,310%
[-10,4]	-0,733%	0,921%	4,028%**	0,255%	1,541%
[-10,5]	-0,458%	0,750%	4,589%**	0,094%	1,407%
[-10,6]	-0,882%	0,749%	4,248%**	0,049%	1,363%
[-10,7]	-1,328%	0,790%	3,960%**	0,014%	1,469%
[-10,8]	-1,123%	0,777%	3,858%**	0,007%	1,744%
[-10,9]	-1,562%	0,830%	3,081%**	0,031%	1,997%
[-10,10]	-2,008%	0,555%	3,062%**	0,032%	1,500%
[-1,1]	-0,643%	-0,253%	0,989%	-0,196%	-0,128%
[1,2]	0,226%	0,494%	0,531%	0,291%	0,402%

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora.

Devido à maior significância estatística encontrada para os valores de CAR, será analisado primeiramente o gráfico da regional Nordeste.

O gráfico 8 apresenta o perfil de AR e CAR para os eventos organizados pela regional do Nordeste. O perfil de AR permanece estável no período, oscilando entre -0,778% e 0,773%. O perfil de CAR é positivo durante os 21 dias da janela, apresentando tendência de alta que só se altera levemente após o dia 5.

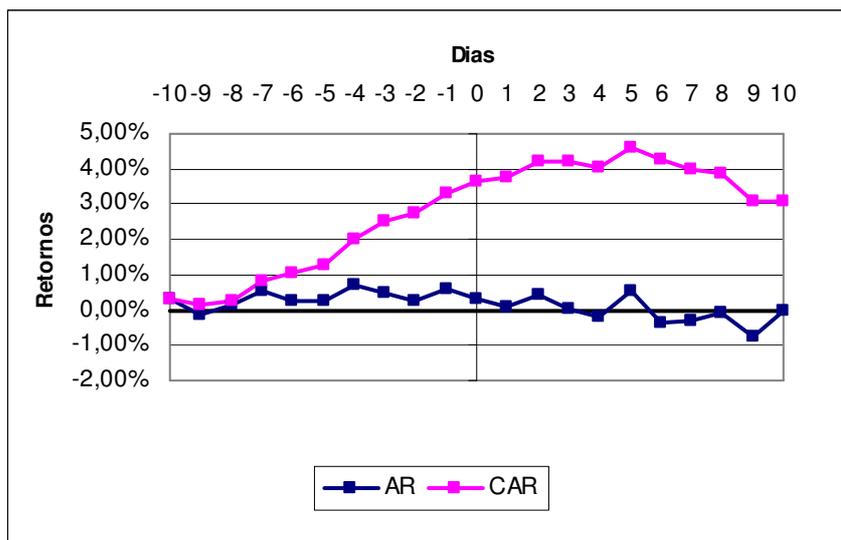


Gráfico 8 – Perfil de AR e CAR para a regional do NE

Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 9 mostra o perfil de AR e CAR para os eventos organizados pela regional do Distrito Federal. Os valores de AR oscilam entre 0,50% e -0,50% durante o período, apresentando valor próximo a 0% na data do evento, valor ligeiramente negativo no dia 1 e valores positivos do dia 2 ao dia 5, voltando a apresentar valores negativos após esta data. O perfil de CAR é negativo durante todo o período, ensaiando breve recuperação de -1,589% no dia do evento até -0,458% no dia 4, voltando a cair depois disto.

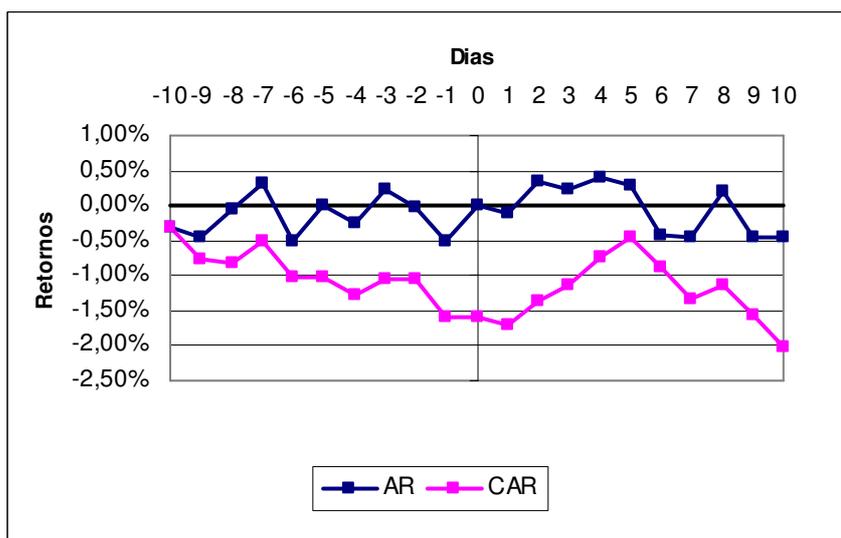


Gráfico 9 – Perfil de AR e CAR para a regional do DF

Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 10 mostra o perfil de AR e CAR para os eventos organizados pela regional de Minas Gerais. O perfil de AR obtém seu pico positivo no dia -7, quando atinge retorno de 0,875%, após isso cai para -0,405%, no dia -5. Do dia do evento ao dia 2 o AR sobe levemente, indo de -0,08% a 0,299%. O CAR apresenta valores positivos após o dia -8 e também sobe após a data do evento, indo de 0,152%, no dia 0, a 0,921%, no dia 4, estabilizando-se após isso e voltando a cair no dia 10.

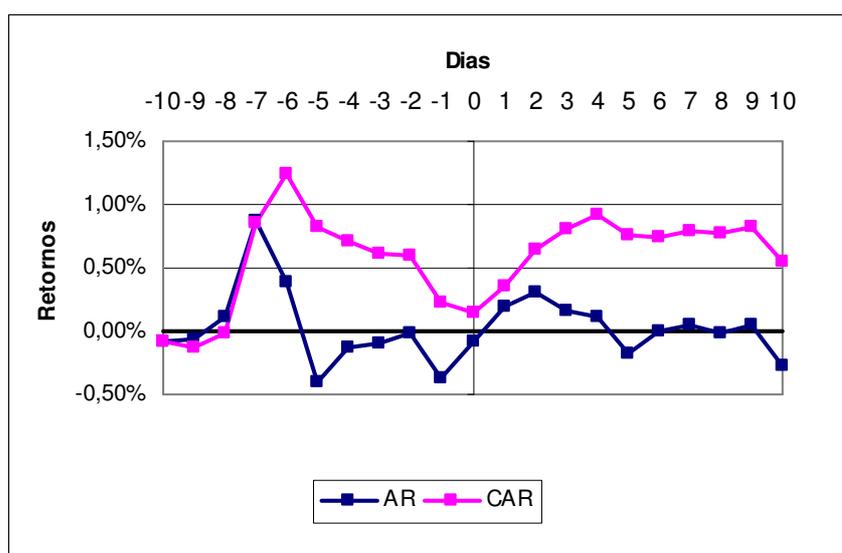


Gráfico 10 – Perfil de AR e CAR para a regional de MG
Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 11 apresenta o perfil de AR e CAR para os eventos organizados pela regional do Rio de Janeiro. Os eventos desta regional têm grande representatividade no total da amostra (47%). Por este motivo, os movimentos de AR e CAR assemelham-se aos apresentados pela amostra completa, porém ocorrem de forma mais acentuada. Tanto o AR quanto o CAR apresentam picos positivos no dia -3 e caem deste dia até o dia anterior ao evento, no caso do AR, e até o dia do evento, no caso do CAR. Após a data do evento, ambos recuperam-se no dia 1 e voltam a cair depois desse momento.

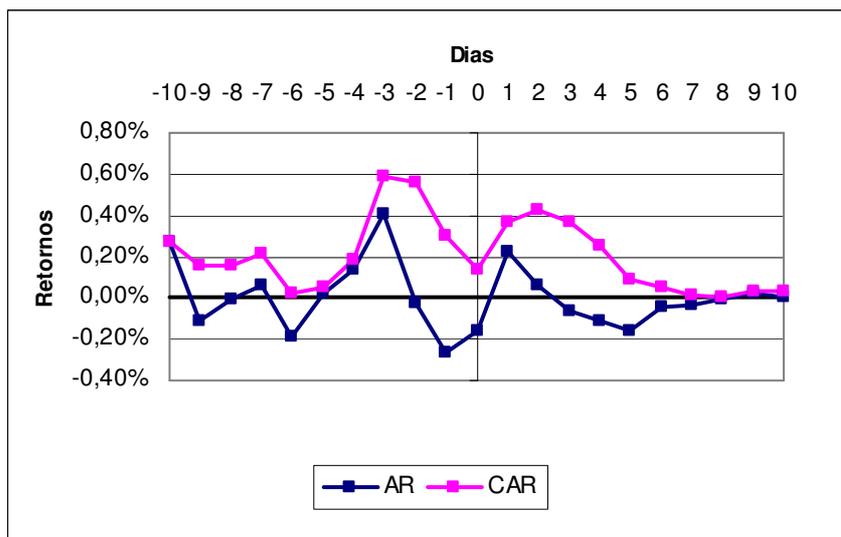


Gráfico 11 – Perfil de AR e CAR para a regional do RJ
Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 12 descreve o perfil de AR e CAR para os eventos organizados pela regional Sul. Tanto AR quanto o CAR apresentaram retornos estáveis do dia -1 ao +1, tendo uma leve alta no dia 2. Os perfis de AR e CAR são bastante parecidos, porém o CAR é positivo do dia -9 até o final do período e o AR oscila entre valores negativos e positivos, entre -0,497% e 0,599%, durante a janela.

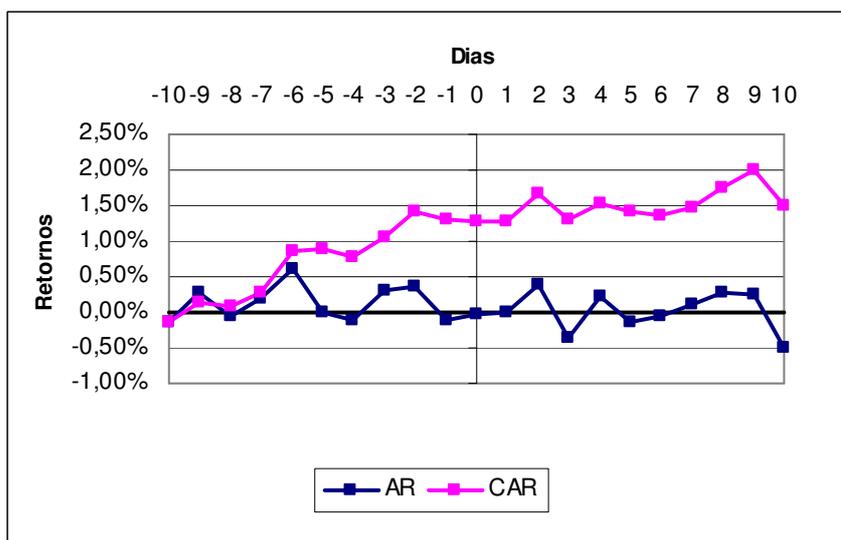


Gráfico 12 – Perfil de AR e CAR para a regional Sul
Fonte: elaborado pela autora

9.3 SEGMENTAÇÃO POR SETOR

A segmentação da amostra pelo setor de atuação das companhias visou identificar se os retornos anormais comportam-se de maneira diferente de acordo com a atividade da empresa. Esta segmentação dividiu a amostra em oito grupos (construção, energia elétrica, finanças e seguros, indústria, informação, mineração e petróleo, transportes e outros). O setor “outros” engloba os seguintes setores (apresentados anteriormente no capítulo de descrição da amostra): imobiliária e locadora, administração de empreendimentos, comércio, serviços de apoio às empresas e assistência médica.

A tabela 13 traz os resultados de AR segmentados pelos setores. Após a data do evento, apenas o setor de energia elétrica apresentou retorno positivo e significativo, de 0,489% no dia 2.

Tabela 13 – Resultados de AR segmentados por setor

Dia	Construção	Energia Elétrica	Finanças	Indústria	Informação	Mineração e Petróleo	Transportes	Outros
[-10]	-2,140%**	0,136%	0,160%	0,020%	0,827%**	0,402%	-0,274%	-0,150%
[-9]	-2,513%**	0,139%	0,106%	0,059%	-0,157%	0,485%*	-0,513%	-1,189%
[-8]	-0,415%	-0,077%	0,126%	-0,040%	0,089%	0,274%	-0,184%	0,222%
[-7]	0,211%	0,546%***	0,343%	0,150%	-0,110%	0,032%	0,641%	0,803%
[-6]	-0,476%	0,367%	0,212%	-0,056%	0,421%	-0,455%*	0,553%	-1,083%**
[-5]	-0,304%	0,157%	-0,109%	-0,080%	-0,180%	-0,148%	-0,220%	0,181%
[-4]	-0,548%	0,397%	-0,475%***	0,049%	-0,002%	0,277%	0,118%	0,520%
[-3]	1,232%	0,323%	0,034%	0,187%	0,963%***	0,350%	-0,329%	0,310%
[-2]	-0,147%	0,227%	0,143%	0,005%	0,220%	0,137%	-0,512%	-0,281%
[-1]	-2,527%***	-0,275%	-0,051%	0,000%	0,102%	0,074%	-0,131%	-1,489%
[0]	-0,225%	-0,192%	0,009%	-0,034%	0,115%	-0,015%	-0,114%	-0,359%
[1]	1,036%	0,198%	0,050%	0,151%	0,111%	-0,359%*	0,867%	-0,189%
[2]	0,866%	0,489%**	0,323%	0,221%	-0,260%	0,557%	-0,613%	-0,473%
[3]	0,519%	0,176%	-0,038%	-0,176%	-0,363%	-0,136%	-0,459%	0,662%
[4]	-0,063%	0,149%	0,168%	0,173%	-0,244%	-0,338%	0,001%	-0,634%
[5]	0,834%	-0,022%	-0,262%	0,138%	-0,129%	0,144%	-0,591%	-0,782%
[6]	0,684%	-0,135%	-0,172%	0,014%	0,035%	-0,115%	-0,225%	-0,777%
[7]	-0,884%	0,167%	-0,284%	-0,003%	0,127%	-0,008%	-0,151%	-0,307%
[8]	-0,640%	0,256%	-0,141%	0,177%	0,005%	-0,242%	0,482%	-0,310%
[9]	0,038%	-0,226%	0,004%	0,036%	-0,378%	0,033%	-0,092%	0,439%
[10]	0,756%	-0,268%	-0,496%**	0,082%	-0,063%	0,441%	-0,414%	-1,463%

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

A tabela 14 apresenta os resultados de CAR segmentados pelo setor das empresas. Destacam-se pelo teste t: o setor de construção, com retornos negativos do dia -10 ao dia 2; o setor “outros”, com retornos negativos a partir do dia 2; o setor de informação, com retornos positivos dos dias -2 a 2.

Tabela 14 – Resultados de CAR segmentados por setor

Dia	Construção	Energia Elétrica	Finanças	Indústria	Informação	Mineração e Petróleo	Transportes	Outros
[-10]	-2,140%**	0,136%	0,160%	0,020%	0,827%**	0,402%	-0,274%	-0,150%
[-10,-9]	-4,653%***	0,275%	0,265%	0,079%	0,671%	0,887%**	-0,787%	-1,339%
[-10,-8]	-5,067%**	0,198%	0,391%	0,039%	0,760%	1,161%	-0,971%	-1,117%
[-10,-7]	-4,856%*	0,744%	0,734%	0,189%	0,650%	1,194%	-0,329%	-0,314%
[-10,-6]	-5,332%**	1,111%*	0,946%*	0,133%	1,071%	0,739%	0,224%	-1,397%
[-10,-5]	-5,637%**	1,268%	0,837%	0,052%	0,890%	0,590%	0,003%	-1,217%
[-10,-4]	-6,185%***	1,664%*	0,362%	0,101%	0,888%	0,867%	0,121%	-0,697%
[-10,-3]	-4,953%*	1,988%*	0,396%	0,288%	1,852%	1,217%	-0,207%	-0,386%
[-10,-2]	-5,100%*	2,214%*	0,539%	0,293%	2,071%*	1,354%	-0,719%	-0,667%
[-10,-1]	-7,626%**	1,939%	0,488%	0,293%	2,173%**	1,428%	-0,851%	-2,156%
[-10,0]	-7,852%**	1,747%	0,497%	0,259%	2,288%**	1,413%	-0,965%	-2,515%
[-10,1]	-6,816%**	1,946%	0,547%	0,410%	2,399%**	1,054%	-0,098%	-2,704%
[-10,2]	-5,950%*	2,435%	0,869%	0,631%	2,139%*	1,611%	-0,711%	-3,177%**
[-10,3]	-5,431%	2,611%	0,832%	0,455%	1,776%	1,475%	-1,169%	-2,515%
[-10,4]	-5,494%	2,759%	1,000%	0,628%	1,533%	1,137%	-1,168%	-3,148%*
[-10,5]	-4,660%	2,738%	0,737%	0,765%	1,404%	1,281%	-1,759%	-3,930%***
[-10,6]	-3,975%	2,603%	0,565%	0,779%	1,439%	1,166%	-1,984%	-4,707%**
[-10,7]	-4,859%	2,770%	0,281%	0,776%	1,566%	1,158%	-2,135%	-5,014%**
[-10,8]	-5,499%	3,026%	0,140%	0,953%	1,571%	0,916%	-1,653%	-5,324%*
[-10,9]	-5,461%	2,800%	0,144%	0,989%	1,193%	0,949%	-1,744%	-4,886%
[-10,10]	-4,705%	2,531%	-0,352%	1,071%	1,131%	1,390%	-2,159%	-6,349%*
[-1,1]	-1,716%	-0,269%	0,008%	0,116%	0,328%	-0,300%	0,622%	-2,036%**
[1,2]	1,902%	0,687%**	0,372%	0,372%	-0,149%	0,198%	0,254%	-0,662%

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora.

Os gráficos a seguir trazem os perfis de AR e CAR para os eventos conforme o setor de atuação das empresas. Conforme os gráficos 13, 14 e 15, nota-se que os setores de construção, transporte e “outros” apresentam perfis de CAR negativos. Cabe destacar que os setores “outros” e de transportes tem forte queda em seu CAR no período após o evento, enquanto o setor de construção apresenta leve recuperação.

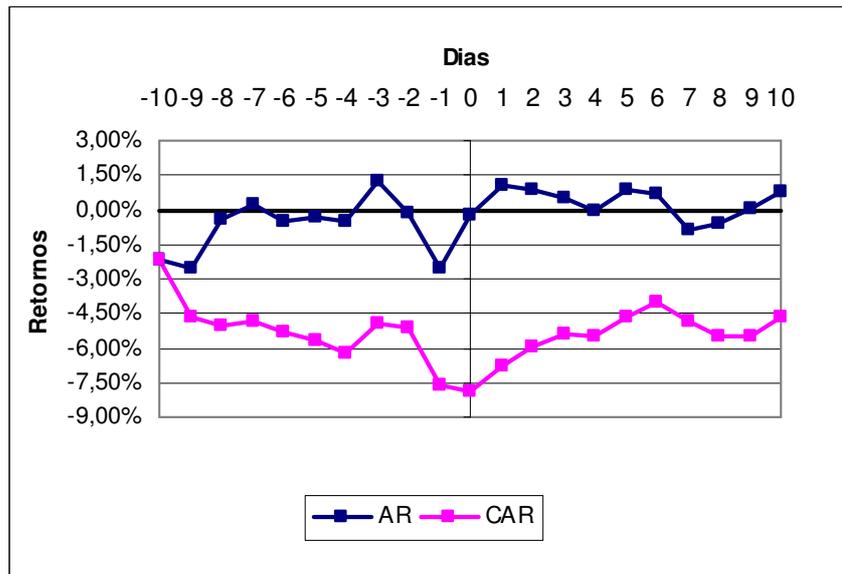


Gráfico 13 – Perfil de AR e CAR para o setor de construção

Fonte: elaborado pela autora

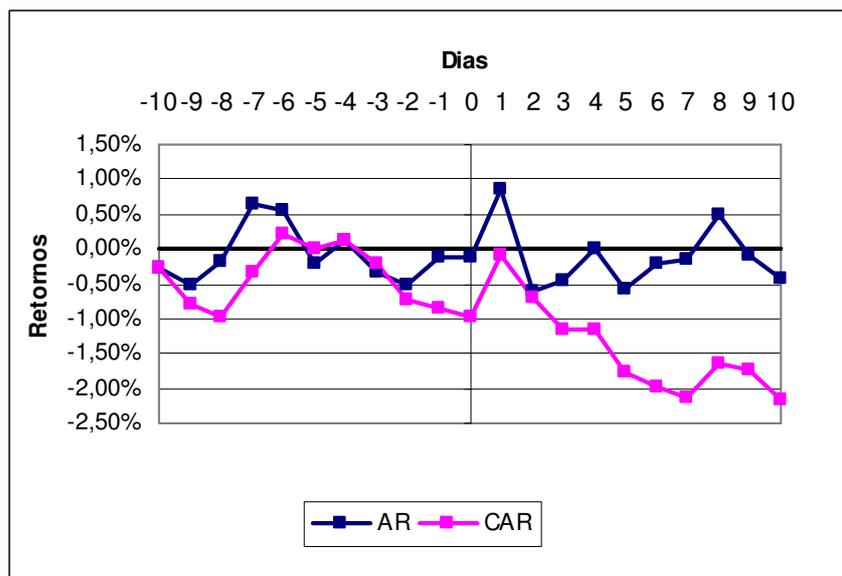


Gráfico 14 – Perfil de AR e CAR para o setor de transporte

Fonte: elaborado pela autora

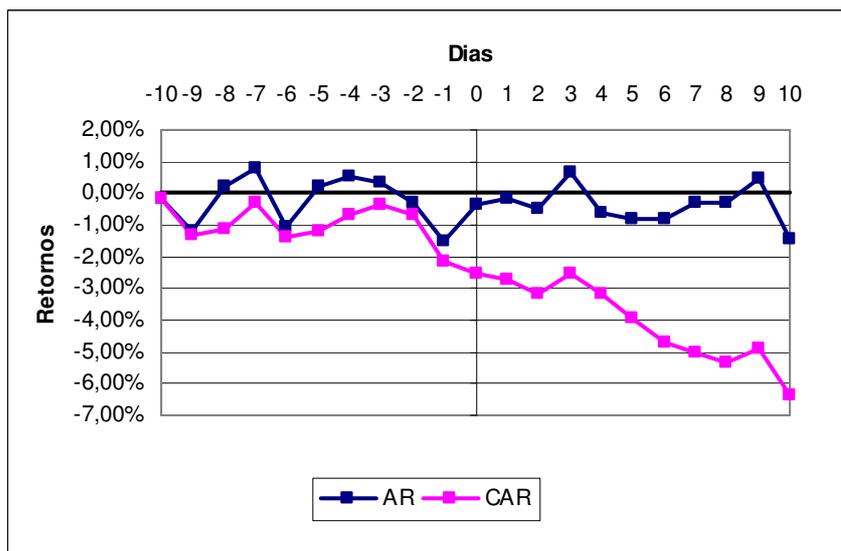


Gráfico 15 – Perfil de AR e CAR para o setor “outros”

Fonte: elaborado pela autora

De acordo com o gráfico 16, observa-se que o setor de energia elétrica se destaca por apresentar CAR com altos valores positivos. Tanto o AR quanto o CAR sobem até o dia -2, recuam levemente no dia -1 e voltam a subir após o evento. O AR obtém valor positivo, significativo ao nível de 5%, de 0,489% no dia 2.

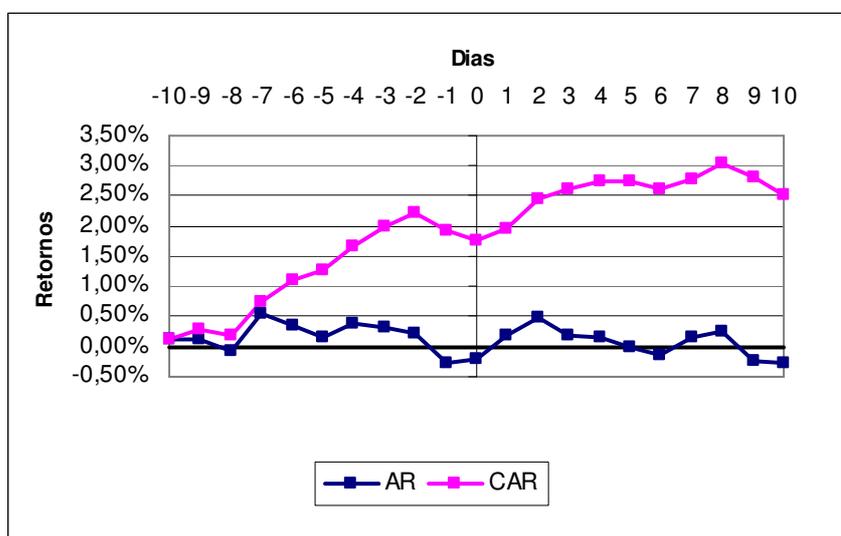


Gráfico 16 – Perfil de AR e CAR para o setor de energia elétrica

Fonte: elaborado pela autora

Conforme o gráfico 17, observa-se que o setor de finanças, apesar de possuir CAR positivo em quase todo o período, apresenta brusca queda a partir do dia 4, atingindo valor negativo no dia 10 de -0,352%. Novamente há um pico de AR positivo no dia 2, de 0,323%.

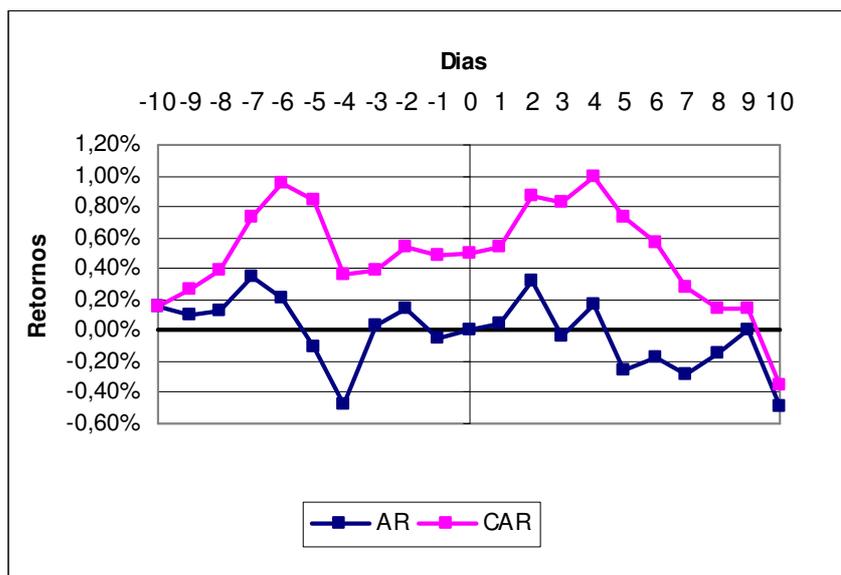


Gráfico 17 – Perfil de AR e CAR para o setor de finanças e seguros
 Fonte: elaborado pela autora

Como se pode notar no gráfico 17, o CAR do setor de indústria também é positivo e apresenta alta acentuada após o dia do evento. O AR é novamente positivo no dia 2, com valor de 0,221%. Tanto o AR quanto o CAR caem no dia 3 e voltam a subir no dia 4.

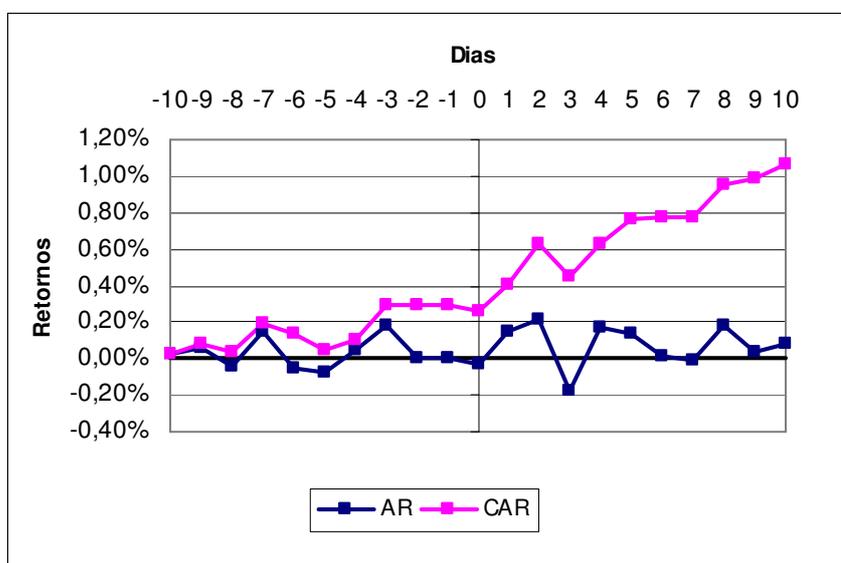


Gráfico 18 – Perfil de AR e CAR para o setor de indústria
 Fonte: elaborado pela autora

Conforme demonstram os gráficos 19 e 20, os perfis de CAR dos setores de informação e de mineração e petróleo são positivos e relativamente estáveis. Ambos apresentam alta do dia -5 até o dia do evento, caindo posteriormente. O movimento de queda do setor de informação acontece partir do dia 1 e do setor de mineração e petróleo, a partir do dia 0. O setor de mineração apresenta pico de AR positivo no dia 2 de 0,557%.

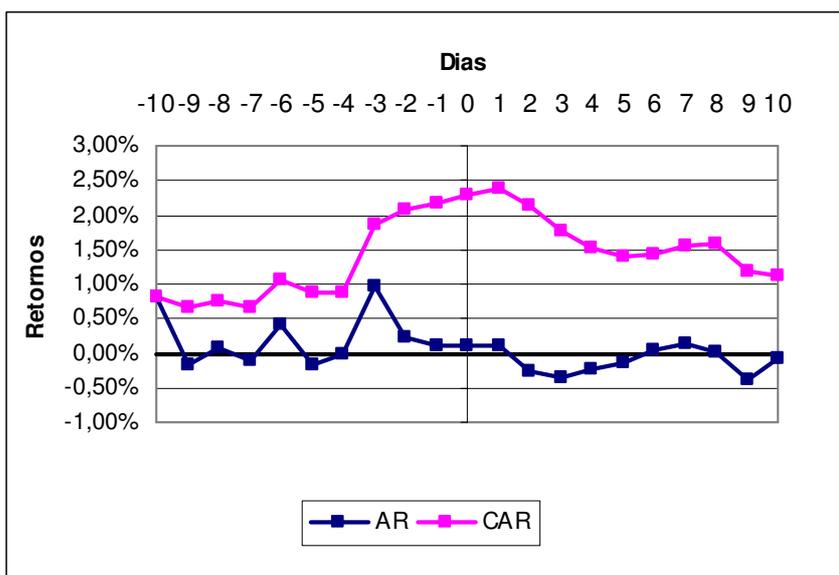


Gráfico 19 – Perfil de AR e CAR para o setor de informação

Fonte: elaborado pela autora

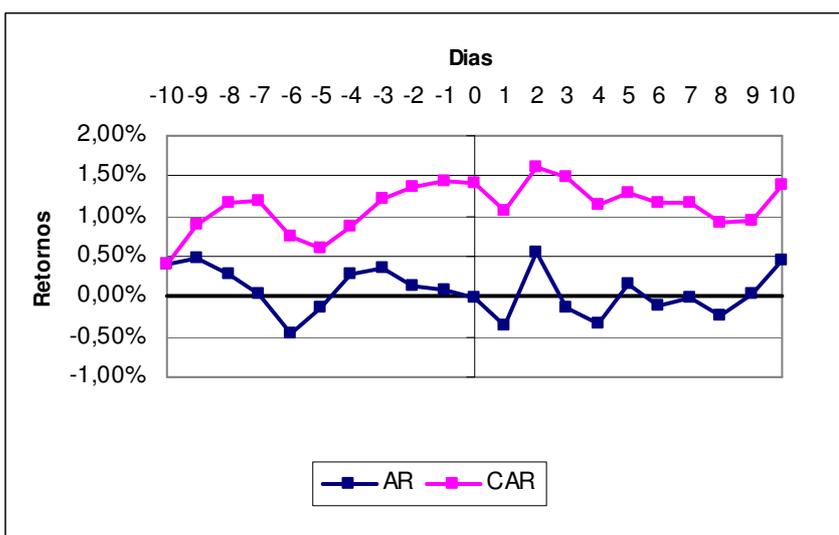


Gráfico 20 – Perfil de AR e CAR para o setor de mineração e petróleo

Fonte: elaborado pela autora

9.4 SEGMENTAÇÃO PELA ORDEM DAS REUNIÕES NO TRIMESTRE

A segmentação da amostra pela ordem das reuniões visou verificar uma possível diferença no comportamento dos retornos anormais encontrados para as primeiras e para as segundas reuniões no trimestre, pois conteúdo das reuniões tende a diferir. As primeiras reuniões no trimestre têm, geralmente, foco na discussão dos resultados trimestrais divulgados pela empresa, enquanto as segundas reuniões trazem questionamentos sobre outros aspectos diversos da companhia, tendo em vista que os resultados financeiros já foram previamente discutidos.

A tabela 17 traz os resultados de AR segmentados pela ordem das reuniões. Destacam-se os retornos positivos, significativos ao nível de 1%, de 0,276% no dia -3, para as primeiras reuniões, e de 0,828% no dia 1, para as segundas reuniões.

Tabela 15 – Resultados de AR segmentados pela ordem da reunião

Dia	Primeiras reuniões	Segundas reuniões
[-10]	0,044%	0,526%
[-9]	-0,079%	-0,059%
[-8]	-0,002%	0,215%
[-7]	0,262%**	0,817%*
[-6]	0,057%	-0,054%
[-5]	-0,023%	-0,337%
[-4]	0,034%	0,253%
[-3]	0,276%***	0,283%
[-2]	0,024%	0,521%
[-1]	-0,256%**	0,240%
[0]	-0,129%	0,629%*
[1]	0,087%	0,828%***
[2]	0,203%*	0,431%
[3]	0,021%	-0,702%*
[4]	0,059%	-0,258%
[5]	-0,085%	0,267%
[6]	-0,080%	-0,315%
[7]	-0,033%	-0,390%
[8]	0,044%	0,163%
[9]	-0,025%	-0,253%
[10]	-0,090%	-1,352%***

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

A tabela 18 traz os valores de CAR segmentados pela ordem das reuniões. Destacam-se os retornos positivos e significativos encontrados para as segundas

reuniões em 11 dos 21 dias do período analisado. No período [1,2] o CAR foi positivo e significativo tanto para as primeiras reuniões, 0,290% ao nível de 10%, quanto para as segundas reuniões, 1,259% ao nível de 1%. O CAR do período [-1,1] foi significativo apenas para as segundas reuniões, 1,697% ao nível de 1%.

Tabela 16 – Resultados de CAR segmentados pela ordem da reunião

Dia	Primeiras reuniões	Segundas reuniões
[-10]	0,044%	0,526%
[-10,-9]	-0,035%	0,467%
[-10,-8]	-0,038%	0,682%
[-10,-7]	0,224%	1,499%*
[-10,-6]	0,281%	1,445%
[-10,-5]	0,258%	1,108%
[-10,-4]	0,291%	1,361%
[-10,-3]	0,568%	1,644%
[-10,-2]	0,591%	2,165%
[-10,-1]	0,335%	2,404%*
[-10,0]	0,206%	3,034%**
[-10,1]	0,293%	3,861%**
[-10,2]	0,496%	4,292%***
[-10,3]	0,517%	3,590%**
[-10,4]	0,575%	3,332%**
[-10,5]	0,491%	3,599%*
[-10,6]	0,410%	3,285%*
[-10,7]	0,377%	2,895%
[-10,8]	0,421%	3,058%
[-10,9]	0,397%	2,805%*
[-10,10]	0,306%	1,452%*
[-1,1]	-0,298%	1,697%***
[1,2]	0,290%*	1,259%***

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

O gráfico 21 apresenta o perfil de AR e CAR para as primeiras reuniões. Nota-se que tanto o AR quanto o CAR elevam-se após a data do evento, do dia 0 ao dia 2, após este dia caem um pouco e mantêm-se relativamente estáveis após este momento. O AR do dia 2 é positivo no valor de 0,203% e significativo ao nível de 10%.

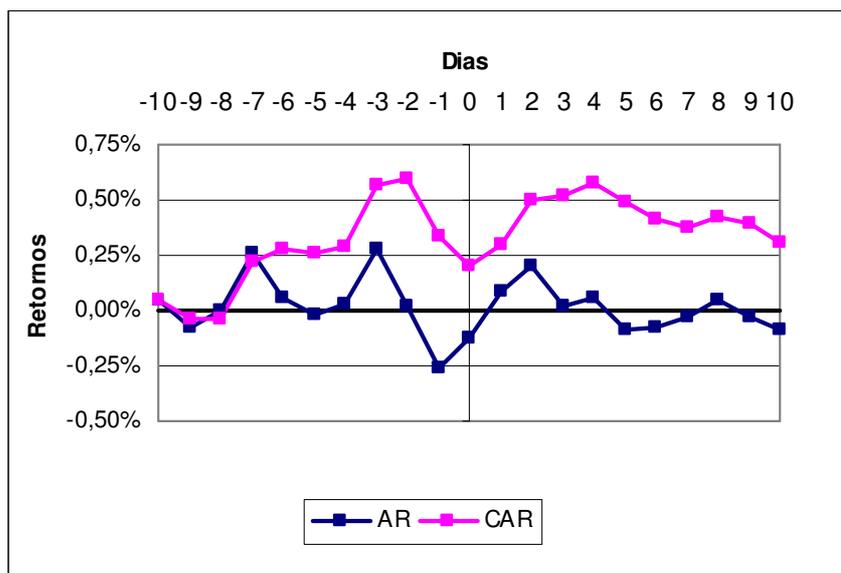


Gráfico 21 – Perfil de AR e CAR para as primeiras reuniões

Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 22 mostra o perfil de AR e CAR para as segundas reuniões. Observa-se que o CAR inicia movimento de alta acentuado que só é revertido após o dia 2, quando se inicia um movimento de queda.

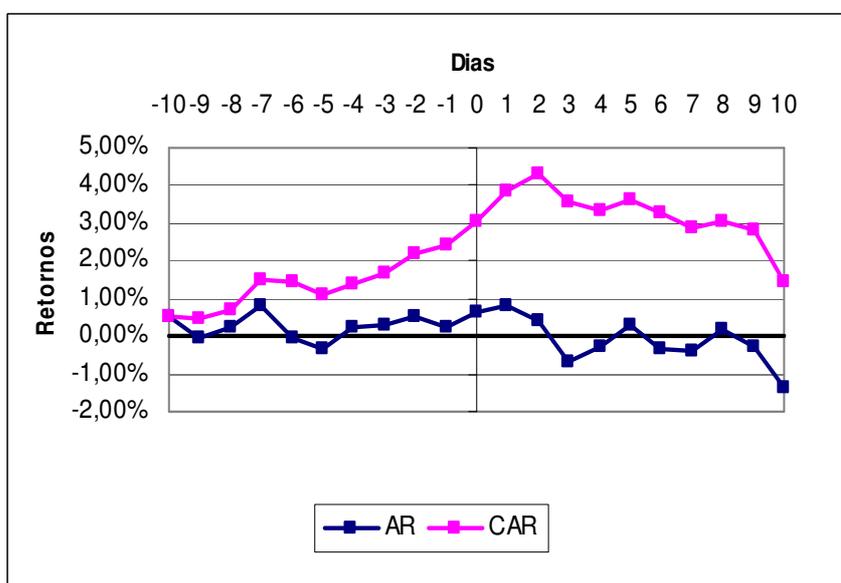


Gráfico 22 – Perfil de AR e CAR para as segundas reuniões

Fonte: elaborado pela autora

9.5 SEGMENTAÇÃO POR CLASSE DE AÇÃO

A segmentação por classes de ações buscou identificar a influência da liquidez das ações no comportamento dos retornos anormais das mesmas, tendo em vista que as ações preferenciais têm mais liquidez no mercado brasileiro do que as ações ordinárias.

A tabela 17 apresenta os resultados de AR segmentados pelas classes de ações. Segundo o teste t, para as ações ordinárias destacam-se os retornos do dia -7 (0,563%), do dia -3 (0,452%), do dia -1 (-0,596%), do dia 2 (0,429%) e do dia 10 (0,351%). Para as ações preferenciais, os dias com significância estatística foram o dia 3 (-0,2%) e o dia 10 (-0,29%).

Tabela 17 – Resultados de AR segmentados pelas classes de ações

Dia	ON	PN
[-10]	-0,056%	0,164%
[-9]	-0,362%	0,103%
[-8]	-0,019%	0,035%
[-7]	0,563%**	0,136%
[-6]	-0,005%	0,083%
[-5]	0,097%	-0,137%
[-4]	0,238%	-0,070%
[-3]	0,452%**	0,166%
[-2]	0,085%	0,044%
[-1]	-0,596%***	0,018%
[0]	-0,008%	-0,116%
[1]	0,154%	0,132%
[2]	0,429%**	0,086%
[3]	0,233%	-0,200%*
[4]	0,028%	0,040%
[5]	0,032%	-0,117%
[6]	-0,018%	-0,148%
[7]	0,075%	-0,144%
[8]	0,063%	0,047%
[9]	0,351%**	-0,290%**
[10]	-0,111%	-0,227%*

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

A tabela 18 traz os resultados de CAR segmentados pelas classes de ações. Para as ações ordinárias, apenas o CAR [1,2] obteve significância estatística, ao nível de 5%, com um retorno positivo de 0,583%. Para as preferenciais, apenas o CAR [-10,-6] é significativo, ao nível de 10%, com valor de 0,521%.

Tabela 18 – Resultados de CAR segmentados pelas classes de ações

Dia	ON	PN
[-10]	-0,056%	0,164%
[-10,-9]	-0,418%	0,267%
[-10,-8]	-0,438%	0,302%
[-10,-7]	0,126%	0,438%
[-10,-6]	0,120%	0,521%*
[-10,-5]	0,218%	0,384%
[-10,-4]	0,456%	0,314%
[-10,-3]	0,908%	0,479%
[-10,-2]	0,992%	0,523%
[-10,-1]	0,396%	0,542%
[-10,0]	0,388%	0,426%
[-10,1]	0,543%	0,558%
[-10,2]	0,971%	0,644%
[-10,3]	1,205%	0,444%
[-10,4]	1,233%	0,484%
[-10,5]	1,265%	0,367%
[-10,6]	1,247%	0,219%
[-10,7]	1,322%	0,075%
[-10,8]	1,385%	0,122%
[-10,9]	1,736%	-0,169%
[-10,10]	1,625%	-0,396%
[-1,1]	-0,450%	0,035%
[1,2]	0,583%**	0,219%

*, **, ***, significante ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Fonte: elaborada pela autora

O gráfico 23 apresenta o perfil de AR e CAR para as ações ordinárias. O perfil de AR tem pico negativo no dia -1 (-0,596%) , assume valor próximo a zero no dia do evento, sobe nos dias 1 (0,154%) e 2 (0,429%) e volta a cair após esse momento. O perfil de CAR é positivo a partir do dia -1 até o final do período.

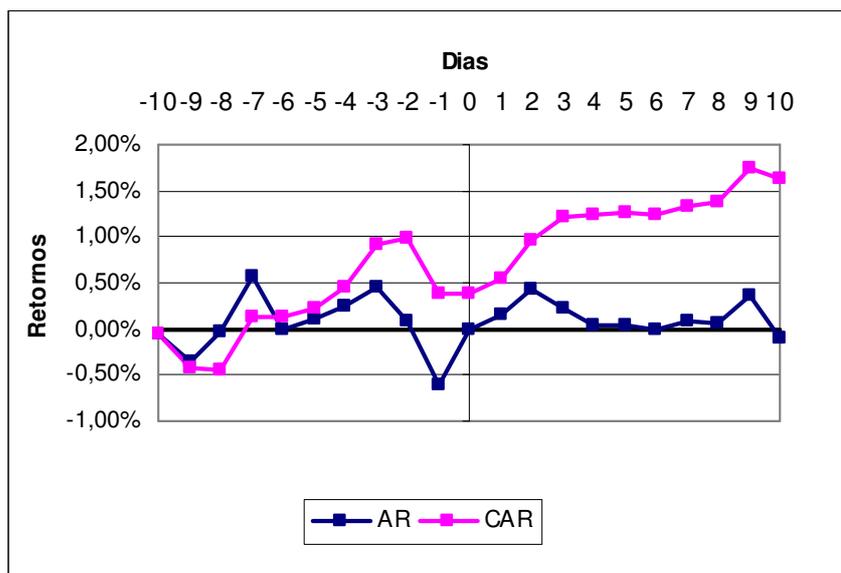


Gráfico 23 – Perfil de AR e CAR para as ações ordinárias

Fonte: elaborado pela autora

O gráfico 24 apresenta o perfil de AR e CAR para as ações preferenciais. Tanto o perfil de AR quanto o de CAR são mais estáveis para as ações preferenciais do que para as ordinárias. O perfil de CAR para as ações preferenciais recua um pouco no dia do evento e volta a subir nos dias 1 e 2, quando entra em movimento de queda brusca, até atingir valores negativos nos dias 9 e 10.

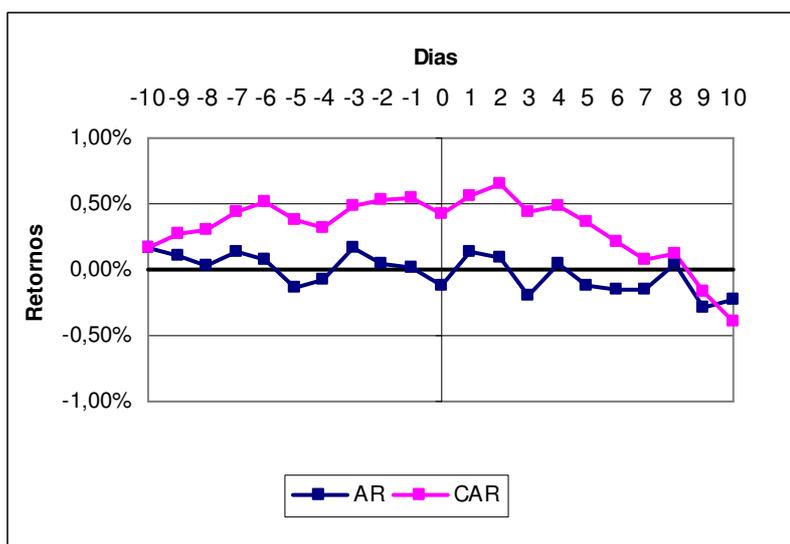


Gráfico 24 – Perfil de AR e CAR para as ações preferenciais

Fonte: elaborado pela autora

10 CONCLUSÕES

O objetivo geral deste trabalho era verificar as possíveis reações, em termos de retorno das ações, dos investidores do mercado acionário brasileiro às apresentações gerenciais em reuniões públicas organizadas pela APIMEC entre 2005 e 2009. A partir da análise dos retornos anormais encontrados na janela dos dez dias anteriores e dos dez dias posteriores à realização do evento e de sua significância estatística, pode-se concluir que, em geral, o mercado reage positivamente à realização das reuniões APIMEC no curto prazo.

Estes resultados sugerem que a gerência divulgou notícias positivas durante o evento, o mercado corrigiu um possível erro de *valuation* ou que o aumento de visibilidade atraiu mais investidores para as ações, ocasionando uma pressão nas cotações. Tais resultados corroboram o que Bushee, Jung e Miller (2009) encontraram em seu estudo sobre as apresentações gerenciais em conferências, onde os resultados apresentaram retornos anormais positivos significativos nas janelas de dias próximos ao evento.

Conforme o encontrado na análise da amostra total do presente estudo, o segundo dia após o evento (dia 2) obteve retorno anormal médio positivo de 0,219% e significativo ao nível de 5%. Para o retorno anormal cumulativo médio, o período [1,2] obteve valor positivo de 0,36% e significativo ao nível de 5%. Estes resultados levam a crer que, em média, a realização de reunião APIMEC afeta positivamente o retorno das ações nos dois dias seguintes à apresentação. O dia do evento (dia 0) não obteve significância estatística para a amostra completa, apenas para dois dos grupos das segmentações (2009 e segundas reuniões). Isto pode ser explicado pelo horário de realização das reuniões. Muitas ocorrem à tarde, tendo seu final após o fechamento do mercado, o que poderia postergar as reações do mercado a estes eventos.

De acordo com as segmentações realizadas, destacaram-se os CAR dos eventos realizados na região Nordeste, realizados no ano de 2009 e os segundos eventos realizados no trimestre. Estes três grupos apresentaram CAR positivo e significativo para a maioria dos dias da janela do evento. É possível analisar estes resultados considerando que tanto as companhias que realizam reuniões na região Nordeste, com centros financeiros menores, quanto as que realizam mais de uma

reunião por trimestre são empresas efetivamente preocupadas com suas relações com investidores e comprometidas com a amplitude da divulgação de suas informações. Tais empresas são reconhecidas por isto com retornos positivos acima do mercado nas datas entorno da realização das reuniões. Como visto no capítulo de fundamentação teórica, as reuniões públicas tendem a melhorar o entendimento e a visibilidade das empresas pelo mercado, o que pode refletir no preço de suas ações de forma positiva.

A diferença entre o comportamento do CAR para as primeiras e para as segundas reuniões, sendo bastante significativo e positivo para estas últimas, pode ser explicado pela diferença no conteúdo das reuniões. Nas segundas reuniões a tendência é que os questionamentos dos participantes sejam focados em outros aspectos da companhia que não os resultados trimestrais, já comentados nas primeiras reuniões. Estes questionamentos diversos nas segundas reuniões podem trazer informações de fato novas para o mercado, fazendo com que estes eventos impactem mais o preço das ações do que os primeiros.

Quanto à segmentação por anos, o ano de 2009 apresentou CAR positivo do dia do evento até o final da janela. O ano de 2008, por sua vez, apresentou CAR positivo e significativo do dia 2 ao dia 4, enquanto o ano de 2007 apresentou CAR negativo do dia 5 ao dia 10. Pode-se analisar esta alteração do perfil do CAR de 2007 a 2009 como uma mudança no comportamento do mercado frente às reuniões. Estas passaram, com o decorrer do tempo, a ser mais reconhecidas pelo mercado, o qual evoluiu de maneira significativa nos últimos anos, especialmente no que diz respeito à transparência e as boas práticas de governança corporativa.

A segmentação por classe de ações, apresentou retornos positivos e significativos apenas para as ações ordinárias, com AR do dia 2 de 0,429% e CAR [1,2] de 0,583%. O fato de no mercado brasileiro as ações ordinárias serem menos líquidas pode, de certa forma, tornar os impactos das reuniões maiores sobre esta classe de ações. Ou ainda, cabe lembrar que as empresas que fazem parte do Novo Mercado, criado pela Bovespa para empresas com nível diferenciado de governança corporativa, devem possuir apenas ações ordinárias no mercado, sendo este o caso de muitas das empresas da amostra. Como visto na literatura pertinente, o mercado tende a reconhecer positivamente as empresas com nível diferenciado de *disclosure* das informações corporativas, impactando de forma diferenciada os retornos destas empresas.

Em suma, os resultados encontrados sugerem que as reuniões APIMEC são eventos informacionais significativos para os investidores do mercado acionário brasileiro. Pode-se concluir que as reuniões públicas exercem papel importante na interação da empresa com o mercado e fazem parte de um programa eficiente de relações com investidores.

As reações a estes eventos mostram-se significativas nos dois dias seguintes a sua realização, reforçando a evidência de que os questionamentos dos investidores durante a apresentação geram informações importantes para o mercado, impactando as cotações no curto prazo. As reuniões públicas são, portanto, um instrumento de comunicação voluntária reconhecido pelos investidores e devem continuar a ser aprimoradas, visando a melhoria das práticas de governança corporativa e transparência entre as empresas e o mercado;

Deve-se ressaltar, porém, as possíveis limitações deste estudo. Pela não disponibilidade dos dados, não fizeram parte da amostra as reuniões realizadas em São Paulo, o mais importante centro financeiro do país. Para maior acuracidade dos resultados seria pertinente a inclusão destes eventos na amostra.

Como sugestão para as futuras pesquisas, coloca-se a investigação dos efeitos das reuniões APIMEC não apenas sobre os retornos das ações das empresas, mas também sobre o volume negociado dos ativos. A maior visibilidade proporcionada por estes eventos pode ter impactos significativos na liquidez dos papéis das empresas, um indicativo importante do crescimento do interesse dos investidores pelas ações das empresas.

Um bom programa de RI tem como principais objetivos promover a correta precificação das ações da empresa pelos investidores e aumentar a liquidez dos papéis da companhia. Para avaliar a promoção de reuniões públicas como uma ferramenta eficiente de relações com investidores seria pertinente a análise destes dois aspectos conjuntamente, considerando os impactos dos eventos tanto sobre o retorno das ações quanto sobre a sua liquidez no mercado.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTOS DO MERCADO DE CAPITAIS. **APIMEC Site Institucional**. Disponível em: <<http://www.apimec.com.br>>. Acesso em: 25 maio 2009.

BARKER, Richard G.. The Market for Information: Evidence from Finance Directors, Analysts and Fund Managers. **Accounting and Business Research**, n. 29, p. 3-20, 1998.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Ibovespa. Guia IBRI-Bovespa de Relações com Investidores. São Paulo, 2007.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Ibovespa. Mercado – índices. São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Pdf/Indices/IBovespa.pdf>>. Acesso em: 30 jun 2009.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 202**: registro de companhia para negociações de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão, consolidando e revogando as instruções CVM n. 60/87, 73/87, 118/90 e 127/90. São Paulo, 1993.

BRENNAN, Michael; TAMAROWSKI, Claudia. Investor Relations, Liquidity, and Stock Prices. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 12, n. 4, p.26-37, 2000.

BROWN, S.; FINN, M.; HILLEGEIST, S.A.. Disclosure Quality and the Probability of Informed Trade. **Working Paper, Emory University and Northwestern University**, 2001.

BROWN, Stephen; WARNER, Jerold. Measuring Security Price Performance. **Journal of Financial Economics**, v. 08, n. 03, p. 205-258, set. 1980.

BROWN, Stephen; WARNER, Jerold. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. **Journal of Financial Economics**, v. 14, n. 04, p. 03-31, mar. 1985.

BUENO, Artur Franco. **Problemas de Disclosure no Brasil** – o caso das empresas com ações no exterior. Caderno de Estudos n. 20. São Paulo: Fipecafi/FEA/USP, 1999. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br>>. Acesso em: 17 dez. 2009.

BUSHEE, Brian; MILLER, Gregory. Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following. Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=643223>>. Acesso em: 25 ago. 2009.

BUSHEE, Brian; JUNG, Michael; MILLER, Gregory. Capital Market Consequences of Conference Presentations. Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, 2009. Disponível em: <<http://accounting.wharton.upenn.edu/faculty/bushee/bjm1008.pdf>>. Acesso em: 25 ago. 2009.

BUSHMAN, Robert M.; PIOTROSKI, Joseph D.; SMITH, Abbie J.. What Determines Corporate Transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 2, maio 2004.

CAMPBELL, John.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, Craig. **The Econometrics of Financial Markets**. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

COMERLATO, Gloria M. B.; TERRA, Paulo S.. Divulgação Seletiva de Informações e as Apresentações das Companhias Abertas Brasileiras para os Analistas do Mercado de Capitais. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 08, n. 13, 1º semestre 2008.

COMITÊ DE ORIENTAÇÃO PARA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO. **Pronunciamento de Orientação Nº 02: Apresentações Públicas Periódicas**. Disponível em: <<http://www.codim.org.br/CODIM.asp?pg=elaborados.htm>>. Acesso em: 23 maio 2009.

CRAVEN, B.M.; MARSTON, C. L.. Investor relations and corporate governance in large UK companies. **Scholarly Research and Theory Papers**, v. 5, n.3, p.137-49, jul.1997.

DEEPHOUSE, David; WISEMAN, Robert. Comparing alternative explanations for accounting risk-return relations. **Journal of economic behavior & organization**, v. 42, n. 4, p. 463-482, 2000.

DEMOS, Nick; MARSTON, Claire. Firm Visibility Via Group Presentations. Working paper, Heriot-Watt University, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1409997>>. Acesso em: 25 ago. 2009.

FALCÃO, Horácio; STEFANO, Rony. O novo papel do RI. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n.109, p. 20-25, mar. 2007.

FAMA, Eugene; FISCHER, Lawrence; JENSEN, Michael; ROLL, Richard. The Adjustment of Stock Prices to New Information. **International Economic Review**, v. 10, n. 01, p. 1-21, fev. 1969.

HOFFMANN, Rodolfo. **Estatística para Economistas**. 2ª Ed., Biblioteca Pioneira de Ciências Sociais, p.423, 1991.

HOLLAND, J. B.; DORAN, P.. Financial Institutions, Private Acquisition of Corporate Information, and Fund Management. **The European Journal of Finance**, n. 4, p. 129-155, 1998.

HONG, Harrison; HUANG, Ming. Talking up Liquidity: Insider Trading and Investor Relations. **AFA 2003 Washington, DC Meetings**, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Coluna IBRI. Disponível em: <<http://ibri.com.br/conheca/index.asp>>. Acesso em: 23 maio 2009.

LEHAVY, Reuven; SLOAN, Richard G.. Investor Recognition and Stock Returns. **Review of Accounting Studies**, v. 13, n. 2-3, p. 327-361, jan. 2008.

MAHONEY, William. F.. **Manual do RI: Princípios e Melhores Práticas de Relações com Investidores**. Rio de Janeiro: IMF, 2007.

MAHONEY, William. F.. O Valor das Relações com Investidores. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n.131, p. 2-16, abr. 2009.

MARSTON, Claire. Firm Characteristics and Analyst Following in the UK. **The British Accounting Review**, n. 29, 1997.

MERTON, Robert C.. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. **The Journal of Finance** 42, n. 3, p. 483-510, 1987.

NIYAMA, Jorge K.; GOMES, Amaro L. O.. Contribuição ao aperfeiçoamento dos procedimentos de evidenciação contábil aplicáveis às demonstrações financeiras de bancos e instituições assemelhadas. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 15, 1996, Brasília. **Anais...** Brasília: CFC, 1996.

PROCIANOY, Jairo L.; ANTUNES, Marco. A. Os efeitos das decisões de investimento das firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. XXV ENANPAD, 25º, **Anais...** Campinas: ANPAD, set. 2001.

PROCIANOY, Jairo L.; ROCHA, Carlos F. P.. Disclosure das cias. abertas: um estudo exploratório do departamento de relações com investidores. In: ENANPAD, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro, ANPAD, 2002. 1 CD-ROM.

PROCIANOY, Jairo L.; VERDI, Rodrigo. O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os Investidores são Irracionais?. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 01, n. 02, p. 217-242, 2003.

ROBERTS, John. *et al.* In the Mirror of the Market: The Disciplinary Effects of Company/Fund Manager Meetings. **Accounting, Organizations and Society**, v. 31, 2006.

SOARES, Geraldo. A Evolução da Atividade de Relações com Investidores no Brasil. **Revista RI**, Rio de Janeiro, n. 120, p. 14-25, mar.2008.

SOARES, Geraldo; TUCCI, Nelson. O RI no mercado de capitais. **Revista Capitais**, São Paulo, n. 9, p.7-9, mar/abr. 2003.

SOUZA, Paulo R.E.B.. **Análise do atual estágio de disclosure das companhias abertas no mercado de capitais brasileiro e contribuições para o seu aprimoramento.**1995. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1995.

TREIGER, José. **Relações com Investidores:** a arte de se comunicar com o mercado e de atrair investidores. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. The Framing of decisions and the psychology of choice. **Science**, n. 211, p. 453-458, 1981.

ANEXO - LISTA COMPLETA DE EVENTOS DA AMOSTRA FINAL

Empresa	Data	Regional	Cidade	Participantes
Acesita	21/8/2006	MG	Belo Horizonte	65
Acesita	10/9/2007	MG	Belo Horizonte	67
Açúcar Guarani	3/12/2008	RJ	Rio de Janeiro	52
Aes Tietê	12/5/2006	RJ	Rio de Janeiro	65
Aes Tietê	16/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	74
Aes Tietê	18/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	58
Aracruz	6/3/2006	Sul	Porto Alegre	40
Aracruz	12/1/2007	Sul	Porto Alegre	79
Aracruz	8/5/2008	Sul	Porto Alegre	88
Arcelor Brasil	17/3/2006	RJ	Rio de Janeiro	104
Banco Daycoval	4/9/2008	DF	Brasília	60
Banco Daycoval	19/6/2008	MG	Belo Horizonte	56
Banco Daycoval	17/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	58
Banco do Brasil	30/3/2005	DF	Brasília	202
Banco do Brasil	28/3/2006	DF	Brasília	142
Banco do Brasil	9/4/2007	DF	Brasília	201
Banco do Brasil	12/3/2008	DF	Brasília	125
Banco do Brasil	23/3/2009	DF	Brasília	155
Banco do Brasil	29/5/2009	MG	Uberlândia	242
Banco do Brasil	1/6/2005	NE	Fortaleza	122
Banco do Brasil	26/5/2008	NE	Salvador	65
Banco do Brasil	20/6/2007	RJ	Vitória	146
Banco do Brasil	29/8/2005	Sul	Florianópolis	
Banco do Brasil	17/10/2005	Sul	Porto Alegre	120
Banco Panamericano	26/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	36
Banco Pine	3/9/2008	RJ	Rio de Janeiro	82
Banco Sofisa	13/12/2007	RJ	Rio de Janeiro	51
Banco Sofisa	4/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	90
Banco Sofisa	5/6/2008	RJ	Rio de Janeiro	106
Banrisul	17/6/2009	RJ	Rio de Janeiro	78
Banrisul	19/11/2007	Sul	Porto Alegre	80
Bematech	10/12/2007	RJ	Rio de Janeiro	77
Bematech	12/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	53
Bombril	5/10/2005	MG	Belo Horizonte	
Bradesco	17/4/2006	DF	Goiânia	128
Bradesco	21/3/2007	DF	Goiânia	55
Bradesco	1/4/2008	DF	Goiânia	
Bradesco	13/6/2007	MG	Uberlândia	150
Bradesco	17/9/2008	MG	Belo Horizonte	250
Bradesco	13/9/2005	NE	Fortaleza	110
Bradesco	12/9/2006	NE	Fortaleza	
Bradesco	13/9/2007	NE	Fortaleza	247
Bradesco	4/12/2007	NE	Recife	83
Bradesco	9/12/2008	NE	Recife	113
Bradesco	29/6/2006	RJ	Vitória	47
Bradesco	6/12/2005	Sul	Florianópolis	
Bradesco	7/11/2006	Sul	Porto Alegre	

Continuação:

Empresa	Data	Regional	Cidade	Participantes
Bradesco	12/8/2008	Sul	Curitiba	70
Bradesco	31/3/2009	Sul	Florianópolis	
Bradespar	13/4/2005	RJ	Rio de Janeiro	72
Bradespar	12/4/2006	RJ	Rio de Janeiro	47
Bradespar	18/4/2007	RJ	Rio de Janeiro	66
Bradespar	16/4/2008	RJ	Rio de Janeiro	82
Bradespar	16/4/2009	RJ	Rio de Janeiro	61
Brasil Brokers	30/9/2008	RJ	Rio de Janeiro	35
Brasil Telecom	15/8/2006	DF	Brasília	113
Brasil Telecom	19/9/2007	DF	Brasília	95
Brasil Telecom	8/4/2008	DF	Brasília	71
Brasil Telecom	16/3/2007	RJ	Rio de Janeiro	77
Brasil Telecom Participações	18/8/2006	RJ	Rio de Janeiro	77
Brasil Telecom Participações	16/3/2007	RJ	Rio de Janeiro	77
Braskem	29/11/2005	DF	Brasília	71
Braskem	23/8/2005	MG	Belo Horizonte	
Braskem	24/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	109
Braskem	15/2/2007	RJ	Rio de Janeiro	84
Braskem	10/5/2007	RJ	Rio de Janeiro	82
Braskem	17/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	82
Braskem	15/5/2008	RJ	Rio de Janeiro	75
Braskem	13/3/2009	RJ	Rio de Janeiro	73
Braskem	15/3/2005	Sul	Porto Alegre	107
Braskem	17/5/2005	Sul	Porto Alegre	136
Braskem	21/8/2006	Sul	Porto Alegre	96
Braskem	27/2/2008	Sul	Porto Alegre	112
Braskem	18/8/2008	Sul	Porto Alegre	66
Camargo Correa	18/8/2008	DF	Brasília	
Camargo Correa	23/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	41
CCR	9/3/2005	MG	Belo Horizonte	
CCR	22/2/2006	MG	Belo Horizonte	72
CCR	24/5/2007	MG	Belo Horizonte	78
CCR	30/11/2007	MG	Belo Horizonte	52
CCR	27/6/2007	RJ	Rio de Janeiro	42
CCR	23/11/2005	Sul	Porto Alegre	49
Cemig	10/4/2007	DF	Brasília	105
Cemig	28/4/2008	DF	Brasília	69
Cemig	14/3/2006	MG	Belo Horizonte	81
Cemig	9/8/2006	MG	Belo Horizonte	64
Cemig	9/3/2007	MG	Belo Horizonte	73
Cemig	17/8/2007	MG	Belo Horizonte	97
Cemig	18/8/2008	MG	Belo Horizonte	100
Cemig	1/10/2008	MG	Montes Claros	100
Cemig	30/3/2009	MG	Belo Horizonte	142
Cemig	8/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	99
Cemig	5/10/2005	Sul	Florianópolis	
Cemig	15/3/2005	MG	Belo Horizonte	
Cemig	4/8/2005	MG	Belo Horizonte	
Cemig	27/9/2006	Sul	Porto Alegre	

Continuação:

Empresa	Data	Regional	Cidade	Participantes
Coelce	18/5/2006	NE	Fortaleza	65
Coelce	7/12/2006	NE	Fortaleza	66
Coelce	4/12/2007	NE	Fortaleza	69
Coelce	27/8/2008	NE	Fortaleza	56
Coelce	24/11/2008	NE	Fortaleza	33
Coelce	13/4/2009	NE	Fortaleza	31
Companhia Providência	20/5/2009	MG	Belo Horizonte	55
Companhia Providência	19/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	41
Copasa	17/4/2007	MG	Belo Horizonte	87
Copasa	28/8/2007	MG	Juiz de Fora	112
Copasa	5/6/2008	MG	Belo Horizonte	84
Copasa	27/5/2009	MG	Belo Horizonte	135
Copasa	2/10/2006	RJ	Rio de Janeiro	54
Copel	30/3/2006	RJ	Rio de Janeiro	59
Copel	29/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	68
Copel	12/4/2007	RJ	Rio de Janeiro	53
Copel	2/4/2009	RJ	Rio de Janeiro	50
Copesul	23/6/2006	Sul	Porto Alegre	62
CPFL Energia	21/6/2007	DF	Brasília	117
CPFL Energia	29/11/2007	MG	Belo Horizonte	70
CPFL Energia	23/4/2008	NE	Salvador	52
CPFL Energia	30/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	121
CPFL Energia	9/3/2007	RJ	Rio de Janeiro	119
CPFL Energia	19/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	95
CPFL Energia	11/6/2008	RJ	Rio de Janeiro	97
CPFL Energia	28/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	85
CPFL Energia	19/3/2009	RJ	Rio de Janeiro	84
CPFL Energia	27/4/2006	Sul	Porto Alegre	63
CPFL Energia	11/4/2007	Sul	Porto Alegre	62
CPFL Energia	16/8/2007	Sul	Porto Alegre	88
CPFL Energia	28/8/2006	MG	Belo Horizonte	39
CR2	27/11/2007	RJ	Rio de Janeiro	42
CR2	28/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	41
CSN	26/4/2007	RJ	Itaguaí	114
CST	16/5/2005	MG	Belo Horizonte	
CST	11/3/2005	RJ	Rio de Janeiro	98
CSU Cardsystem	18/11/2008	DF	Brasília	39
CSU Cardsystem	28/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	70
CSU Cardsystem	29/11/2007	RJ	Rio de Janeiro	46
Cyrella	30/11/2007	RJ	Rio de Janeiro	58
Dasa	18/8/2005	RJ	Rio de Janeiro	37
Drogasil	27/11/2008	DF	Brasília	40
Eletróbrás	20/9/2005	DF	Brasília	92
Eletróbrás	26/8/2008	DF	Brasília	50
Eletróbrás	18/4/2005	MG	Belo Horizonte	
Eletróbrás	17/4/2006	MG	Belo Horizonte	31
Eletróbrás	18/8/2006	MG	Belo Horizonte	56
Eletróbrás	2/4/2007	RJ	Rio de Janeiro	84
Eletróbrás	15/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	94
Eletróbrás	25/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	91
Eletróbrás	31/3/2009	RJ	Rio de Janeiro	90

Continuação:

Empresa	Data	Regional	Cidade	Participantes
Eletropaulo	31/3/2005	RJ	Rio de Janeiro	82
Eletropaulo	12/5/2006	RJ	Rio de Janeiro	65
Eletropaulo	16/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	74
Eletropaulo	18/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	58
Embraer	12/8/2008	MG	Belo Horizonte	62
Embraer	1/9/2005	RJ	Rio de Janeiro	92
Embraer	22/3/2006	RJ	Rio de Janeiro	74
Embraer	23/5/2006	RJ	Rio de Janeiro	44
Embraer	22/8/2006	RJ	Rio de Janeiro	83
Embraer	24/5/2007	RJ	Rio de Janeiro	53
Embraer	30/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	68
Embraer	14/5/2008	RJ	Rio de Janeiro	74
Embraer	5/5/2009	RJ	Rio de Janeiro	52
Energias do Brasil	29/6/2006	DF	Brasília	63
Energias do Brasil	5/4/2006	MG	Belo Horizonte	77
Energias Do Brasil	8/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	85
Energias do Brasil	28/3/2007	RJ	Rio de Janeiro	91
Energias do Brasil	17/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	41
Energias do Brasil	11/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	46
Energisa	13/3/2008	MG	Belo Horizonte	103
Energisa	14/4/2009	RJ	Rio de Janeiro	49
Equatorial Energia	2/4/2009	RJ	Rio de Janeiro	61
Eternit	18/11/2005	RJ	Rio de Janeiro	43
Eternit	22/11/2007	RJ	Rio de Janeiro	45
Eternit	16/5/2008	RJ	Rio de Janeiro	49
Eternit	15/5/2009	RJ	Rio de Janeiro	37
Eternit	5/11/2008	Sul	Porto Alegre	58
Eternit	16/11/2006	MG	Belo Horizonte	43
Fras-Le	21/6/2006	RJ	Rio de Janeiro	55
Fras-Le	28/3/2007	RJ	Rio de Janeiro	62
Fras-Le	19/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	46
Fras-Le	24/6/2009	RJ	Rio de Janeiro	58
Gerdau	25/11/2008	RJ	Rio de Janeiro	131
Gerdau	5/6/2007	Sul	São Paulo	8
Gerdau	26/11/2007	Sul	Porto Alegre	140
Gerdau	22/5/2006	Sul	Porto Alegre	150
Gol	2/5/2006	MG	Belo Horizonte	74
Gol	19/5/2005	RJ	Rio de Janeiro	79
Indústrias Romi	14/5/2009	Sul	Porto Alegre	52
Itaú	29/3/2006	DF	Brasília	151
Itaú	17/7/2006	DF	Goiânia	107
Itaú	29/9/2005	MG	Juiz de Fora	
Itaú	8/11/2005	MG	Belo Horizonte	
Itaú	24/5/2006	MG	Belo Horizonte	165
Itaú	5/12/2006	MG	Uberaba	30
Itaú	4/4/2007	MG	Belo Horizonte	179
Itaú	10/10/2006	NE	Fortaleza	128
Itaú	9/10/2008	NE	Fortaleza	403
Itaú	4/5/2005	RJ	Rio de Janeiro	252
Itaú	6/6/2005	Sul	Florianópolis	
Itaú	27/8/2007	Sul	Porto Alegre	239

Continuação:

Empresa	Data	Regional	Cidade	Participantes
Itaú	30/10/2007	Sul	Caxias do Sul	110
Itaú	9/4/2008	Sul	Porto Alegre	158
Itaú	26/5/2008	Sul	Florianópolis	121
Itaú	9/8/2008	Sul	Caxias do Sul	39
Itaú Unibanco	17/6/2009	Sul	Porto Alegre	206
Klabin	4/10/2007	DF	Brasília	72
Light	28/11/2007	MG	Belo Horizonte	60
Light	26/11/2008	MG	Belo Horizonte	65
Light	24/11/2005	RJ	Rio de Janeiro	72
Light	21/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	140
Light	15/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	78
Light	18/3/2008	RJ	Rio Claro e Piráí	120
Light	3/3/2009	RJ	Rio de Janeiro	138
Localiza	25/5/2006	MG	Belo Horizonte	31
Localiza	8/7/2008	MG	Belo Horizonte	88
Localiza	8/4/2009	MG	Belo Horizonte	98
Localiza	9/10/2006	RJ	Rio de Janeiro	76
Localiza	14/2/2007	RJ	Rio de Janeiro	95
Localiza	24/4/2007	Sul	Porto Alegre	81
Log-In	11/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	73
Lojas Renner	27/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	80
Lojas Renner	17/11/2008	Sul	Porto Alegre	53
Lupatech	14/12/2006	Sul	Porto Alegre	83
M. Dias Branco	17/6/2009	NE	Fortaleza	104
M. Dias Branco	22/5/2007	RJ	Rio de Janeiro	67
M. Dias Branco	14/5/2009	RJ	Rio de Janeiro	103
M. Dias Branco	12/5/2008	Sul	Porto Alegre	54
Magnesita	19/5/2008	RJ	Rio de Janeiro	59
Marcopolo	17/8/2005	RJ	Rio de Janeiro	59
Marcopolo	9/8/2006	RJ	Rio de Janeiro	69
Marcopolo	8/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	75
Marcopolo	6/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	50
Marfrig	26/11/2008	RJ	Rio de Janeiro	44
MPX	16/12/2008	RJ	Rio de Janeiro	45
MRV Engenharia	16/12/2008	MG	Belo Horizonte	56
MRV Engenharia	16/10/2008	RJ	Rio de Janeiro	41
Multiplan	20/5/2008	RJ	Rio de Janeiro	35
Natura	19/8/2005	MG	Belo Horizonte	
Net	6/6/2006	MG	Belo Horizonte	70
Net	28/10/2008	MG	Belo Horizonte	50
Net	11/12/2008	MG	Belo Horizonte	60
Net	7/4/2005	RJ	Rio de Janeiro	61
Net	24/8/2005	RJ	Rio de Janeiro	70
Net	25/11/2005	RJ	Rio de Janeiro	54
Net	22/2/2006	RJ	Rio de Janeiro	99
Net	25/4/2006	RJ	Rio de Janeiro	64
Net	28/7/2006	RJ	Rio de Janeiro	83
Net	26/10/2006	RJ	Rio de Janeiro	68
Net	9/2/2007	RJ	Rio de Janeiro	73
Net	25/4/2007	RJ	Rio de Janeiro	76
Net	25/7/2007	RJ	Rio de Janeiro	73

Continuação:

Empresa	Data	Regional	Cidade	Participantes
Net	25/10/2007	RJ	Rio de Janeiro	57
Net	7/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	66
Net	8/5/2008	RJ	Rio de Janeiro	60
Net	8/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	35
Net	18/2/2009	RJ	Rio de Janeiro	69
Net	29/11/2007	Sul	Porto Alegre	84
OGX	26/11/2008	RJ	Rio de Janeiro	64
OHL Brasil	2/4/2008	DF	Brasília	36
OHL Brasil	22/3/2006	MG	Belo Horizonte	42
OHL Brasil	21/3/2007	MG	Belo Horizonte	61
Paraná Banco	20/5/2008	RJ	Rio de Janeiro	41
Paraná Banco	8/4/2009	RJ	Rio de Janeiro	58
Parapanema	27/11/2008	RJ	Rio de Janeiro	61
PDG Realty	24/4/2008	DF	Brasília	42
PDG Realty	29/8/2007	MG	Belo Horizonte	30
Perdigão	29/10/2008	RJ	Rio de Janeiro	115
Petrobrás	12/4/2006	DF	Brasília	125
Petrobrás	7/3/2007	DF	Brasília	104
Petrobrás	16/8/2006	MG	Belo Horizonte	91
Petrobrás	18/9/2006	MG	Poços de Caldas	52
Petrobrás	19/5/2009	MG	Belo Horizonte	190
Petrobrás	7/3/2005	NE	Salvador	
Petrobrás	18/8/2005	NE	Fortaleza	62
Petrobrás	23/11/2005	NE	Recife	68
Petrobrás	13/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	110
Petrobrás	15/5/2007	RJ	Rio de Janeiro	130
Petrobrás	14/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	133
Petrobrás	4/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	212
Petrobrás	13/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	149
Petrobrás	10/3/2009	RJ	Rio de Janeiro	138
Petrobrás	7/3/2006	Sul	Porto Alegre	119
Petroflex	5/5/2005	RJ	Rio de Janeiro	81
Porto Seguro	28/11/2006	DF	Brasília	77
Porto Seguro	13/5/2009	DF	Brasília	48
Porto Seguro	15/5/2007	MG	Belo Horizonte	48
Porto Seguro	19/5/2008	MG	Belo Horizonte	30
Porto Seguro	19/8/2005	RJ	Rio de Janeiro	48
Porto Seguro	15/3/2006	RJ	Rio de Janeiro	65
Porto Seguro	20/3/2007	Sul	Porto Alegre	57
Porto Seguro	14/11/2008	Sul	Porto Alegre	36
Porto Seguro	18/8/2006	MG	Belo Horizonte	53
Profarma	18/5/2007	RJ	Rio de Janeiro	86
Randon	14/9/2005	RJ	Rio de Janeiro	75
Randon	30/8/2006	RJ	Rio de Janeiro	96
Randon	29/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	59
Randon	20/4/2007	Sul	Caxias do Sul	91
Randon	25/8/2008	Sul	Porto Alegre	125
Rodobens Negócios Imobiliários	12/12/2007	RJ	Rio de Janeiro	33
Rodobens Negócios Imobiliários	17/12/2008	RJ	Rio de Janeiro	45

Continuação:

Empresa	Data	Regional	Cidade	Participantes
São Carlos	19/11/2008	RJ	Rio de Janeiro	40
Souza Cruz	16/8/2005	DF	Brasília	92
Souza Cruz	10/5/2007	DF	Brasília	58
Souza Cruz	8/5/2008	DF	Brasília	84
Souza Cruz	23/8/2006	NE	Fortaleza	139
Souza Cruz	16/8/2007	NE	Fortaleza	104
Souza Cruz	13/11/2008	NE	Fortaleza	95
Souza Cruz	30/11/2005	RJ	Rio de Janeiro	58
Souza Cruz	7/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	95
Souza Cruz	2/3/2007	RJ	Rio de Janeiro	65
Souza Cruz	15/2/2008	RJ	Rio de Janeiro	78
Souza Cruz	17/2/2009	RJ	Rio de Janeiro	94
Souza Cruz	17/3/2005	Sul	Porto Alegre	91
Souza Cruz	8/5/2006	Sul	Porto Alegre	114
Souza Cruz	4/4/2007	Sul	Porto Alegre	121
Souza Cruz	25/3/2008	Sul	Santa Cruz	72
Souza Cruz	21/5/2009	Sul	Porto Alegre	90
Souza Cruz	9/11/2007	RJ	Rio de Janeiro	66
Suzano Papel e Celulose	20/6/2006	RJ	Rio de Janeiro	88
Suzano Papel e Celulose	11/12/2007	RJ	Rio de Janeiro	44
Suzano Papel e Celulose	15/12/2008	RJ	Rio de Janeiro	49
Suzano Papel e Celulose	24/10/2005	Sul	Porto Alegre	70
Suzano Petroquímica	8/11/2005	DF	Brasília	62
Suzano Petroquímica	28/2/2007	MG	Belo Horizonte	68
Suzano Petroquímica	16/8/2005	RJ	Rio de Janeiro	92
Suzano Petroquímica	17/3/2006	RJ	Rio de Janeiro	99
Suzano Petroquímica	14/11/2006	RJ	Rio de Janeiro	63
Suzano Petroquímica	8/5/2007	RJ	Rio de Janeiro	66
TAM	16/5/2006	MG	Belo Horizonte	69
TAM	24/11/2006	NE	Fortaleza	60
TAM	10/11/2005	RJ	Rio de Janeiro	72
TAM	4/4/2007	RJ	Rio de Janeiro	86
TAM	14/8/2006	Sul	Porto Alegre	70
Taurus	17/5/2006	Sul	Porto Alegre	
Telemar	2/12/2005	NE	Fortaleza	39
Telemar	5/10/2007	NE	Fortaleza	81
Telemar	22/9/2008	NE	Fortaleza	68
Telemar	2/8/2005	RJ	Rio de Janeiro	92
Telemar	4/10/2006	RJ	Rio de Janeiro	152
Telemar	14/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	57
Telemig	9/3/2005	RJ	Rio de Janeiro	85
Tractebel	20/3/2007	RJ	Rio de Janeiro	77
Tractebel	16/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	78
Tractebel	25/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	65
Tractebel	16/3/2009	RJ	Rio de Janeiro	71
Tractebel	29/8/2006	Sul	Florianópolis	

Continuação:

Empresa	Data	Regional	Cidade	Participantes
Tractebel	12/3/2008	Sul	Florianópolis	109
Ultrapar	26/2/2008	Sul	Porto Alegre	87
Unibanco	18/9/2008	DF	Brasília	0
Unibanco	22/11/2005	MG	Belo Horizonte	
Unibanco	21/9/2006	MG	Belo Horizonte	119
Unibanco	9/10/2007	MG	Belo Horizonte	109
Unibanco	17/8/2006	RJ	Rio de Janeiro	199
Unibanco	22/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	133
Unibanco	14/8/2008	RJ	Rio de Janeiro	160
Unibanco	22/11/2007	Sul	Porto Alegre	120
Unipar	23/3/2006	RJ	Rio de Janeiro	87
Unipar	22/3/2007	RJ	Rio de Janeiro	88
Usiminas	1/12/2005	DF	Brasília	94
Usiminas	19/6/2007	DF	Brasília	98
Usiminas	18/6/2008	DF	Brasília	40
Usiminas	31/8/2005	MG	Belo Horizonte	
Usiminas	25/5/2006	MG	Juiz de Fora	94
Usiminas	31/8/2006	MG	Pouso Alegre	76
Usiminas	23/11/2006	MG	Belo Horizonte	88
Usiminas	11/12/2007	MG	Juiz de Fora	75
Usiminas	2/9/2008	MG	Uberlândia	90
Usiminas	9/4/2008	NE	Fortaleza	83
Usiminas	21/10/2008	NE	Fortaleza	71
Usiminas	24/8/2007	RJ	Rio de Janeiro	82
Usiminas	15/5/2008	Sul	Florianópolis	48
Vale	5/4/2005	MG	Belo Horizonte	
Vale	9/8/2007	MG	Belo Horizonte	97
Vale	8/8/2008	MG	Belo Horizonte	110
Vale	25/8/2005	RJ	Rio de Janeiro	117
Vale	8/6/2006	RJ	Rio de Janeiro	139
Vale	15/3/2007	RJ	Rio de Janeiro	180
Vale	5/3/2008	RJ	Rio de Janeiro	241
Vale	27/11/2008	RJ	Rio de Janeiro	67
Vale	10/8/2006	Sul	Porto Alegre	84
VCP	21/11/2006	DF	Brasília	62
Weg	30/8/2005	RJ	Rio de Janeiro	56
Weg	16/8/2006	RJ	Rio de Janeiro	76
Weg	31/10/2007	RJ	Rio de Janeiro	71
Weg	31/3/2005	Sul	Florianópolis	
Weg	10/11/2005	Sul	Porto Alegre	60
Weg	7/11/2006	Sul	Porto Alegre	80
Weg	3/12/2008	Sul	Florianópolis	70