

2

Revisão Bibliográfica

A literatura voltada às ECCs é recente, pois a tecnologia para realizar este tipo de interação tecnologizada ficou disponível a partir do início dos anos 90. Apesar disso, alguns estudos levantam questões que perderam relevância ao longo do tempo, atropeladas por rápida evolução nas práticas de mercado. Dois fatores provocaram a ampliação do uso das ECCs para divulgar o resultado da companhia. O primeiro foi o desenvolvimento tecnológico, principalmente a expansão da banda larga e o barateamento do envio e disponibilização de informações pela Internet: o segundo, a legislação da comissão de valores mobiliários americana – a *Securities and Exchange Commission* – que emitiu a regulamentação de “*Fair Disclosure* (ou *Reg FD*) em 2000”. A *Reg FD* faz duas exigências às empresas: a) quando divulgarem informações “privilegiadas”¹, que o façam de forma ampla e pública, e não, seletivamente; e b) se, inadvertidamente, fizerem a divulgação de forma seletiva, que façam a imediata divulgação pública desta. A *Reg FD* surge para coibir a prática de alguns analistas de investimento de se valerem de contatos pessoais para obter, antes do mercado, essas informações. A desigualdade de tratamento fazia com que alguns investidores, clientes preferências dos analistas, pudessem se beneficiar em detrimento de outros.

Levando-se em conta que os executivos respondem as perguntas “ao vivo” sem que haja a possibilidade do que é dito ser verificado por outros peritos, como advogados e auditores, antes de serem pronunciadas, não há possibilidade de assegurar que informações privilegiadas estão, ou não, sendo divulgadas durante a ECC, e, para evitar punições, caso haja interpretação por parte do órgão regulador

¹ Informações privilegiadas são aquelas que podem influenciar a decisão de investimento nas ações de uma companhia. Não é possível listar todas as informações que são privilegiadas, pois teoricamente qualquer uma pode vir a ser dependendo do que representa para a companhia. De forma geral, as informações financeiras como os principais indicadores de desempenho financeiro como receitas, lucro, dívida e investimentos são informações privilegiadas. Operações de fusões e aquisições, descobertas de reservas, lançamento de produtos, fechamento de contratos, saída e entrada de executivos financeiros ou presidentes, também podem ser privilegiadas dependendo da materialidade. As regras de divulgação de informações privilegiadas no Brasil são contempladas na Instrução 358 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

de que houve divulgação seletiva de informação privilegiada, as companhias abertas passaram a dar acesso irrestrito a suas ECCs via *webcast* que à seis-ouito anos, as ECCs são acessíveis a todos, pelo menos, como ouvintes, pela Internet.

Os estudos sobre ECCs que foram feitos no final da década de 1990 colocavam, em discussão, o motivo pelo qual algumas companhias as usavam para se comunicar com o mercado, e outras, não (Tasker, 1998; Frankel, Johnson *et al.*, 1999). Uns seguiram examinando as condições de acesso à ECC (Frankel, Johnson *et al.*, 1999; Bushee, Matsumoto *et al.*, 2003; Brown, S., Hillegeist *et al.*, 2004), à ocorrência de divulgação de informações privilegiadas (Frankel, Johnson *et al.*, 1999; Bowen, Davis *et al.*, 2002) e à redução da assimetria de informações entre analistas de investimento e investidores em decorrência da realização de ECCs abertas ao público (Bushee, Matsumoto *et al.*, 2003; Brown, S., Hillegeist *et al.*, 2004).

Kimbrough (2005) investigou o impacto que as ECCs tinham na velocidade de absorção dos resultados das companhias pelo mercado investidor e se elas contribuíam para reduzir os erros e a dispersão nas projeções feitas por analistas de investimento após a divulgação de resultados trimestrais (Kimbrough, 2005).

Um trabalho que examina os aspectos linguísticos da ECC é o Crawford Camiocittoli (2006) que estudou as estratégias retóricas usadas por executivos da companhia e analistas de investimento durante as ECCs, procurando entender como participantes usam a língua para atingirem objetivos.

O estudo realizado por Mayew (2008) traz, à tona, a possibilidade da ocorrência de um fenômeno outro, que não o puro e simples esclarecimento de dúvidas relacionadas aos resultados trimestrais da companhia. Seu objeto é a ocorrência de discriminação por parte da administração da companhia entre analistas: aqueles que têm opiniões favoráveis a ela são escolhidos para questionarem ou fazem perguntas com mais frequência em relação àqueles com opiniões desfavoráveis, uma vez que, para fazerem isto, os analistas entram em uma fila, mas a ordem de fala é comandada pela companhia.

Cabe ainda mencionar o trabalho de Rogers (2000) que, embora não investigue as ECCs, examina o gênero “apresentações de resultado feitas por presidentes de empresas” em situações face a face sob a ótica de quem as recebe com o objetivo de entender: 1) o propósito comunicativo; 2) a forma desse gênero

e 3) a maneira como a análise de gênero pode explicar o texto, a retórica, a resposta da audiência.

A relevância do estudo de Rogers em relação aos demais é que se aprofundou no conteúdo das apresentações e observou que, quanto ao propósito comunicativo, estas se caracterizavam por serem altamente “informacionais” (têm, como objetivo, prover informações fatuais, precisas com organização lógica) e “relacionais” (possuem as qualidades de discernimento, são perceptivas, e “aware”, mas envolvem; são abertas e francas, honestas, com qualidades para construir confiança e *rapport* entre os indivíduos). Observou, adicionalmente, que essas apresentações tinham alto teor de informações não-financeiras e concluiu que os presidentes não só atendiam às necessidades de informação dos participantes, mas focavam em aspectos interpretativos.

Mesmo não tendo o conteúdo informacional como foco maior de seus estudos, praticamente, todos os autores afirmam que as ECCs são eventos nos quais ocorre a divulgação de informações. Alguns deles dizem que as informações divulgadas (Frankel, Johnson *et al.*, 1999; Bowen, Davis *et al.*, 2002) são “privilegiadas” e o fazem com base na observação que a “volatilidade” do preço das ações da companhia aumenta durante o período em que se realiza a ECC, isto é, presumem que a informação divulgada é privilegiada, porque os investidores tomam decisões de investir ou “desinvestir” nas ações da companhia durante a ECC. Considerando, neste estudo, esta relação problemática, ponto que será retomado mais adiante. Para quase todos, as que fazem a diferença em uma ECC são as de natureza qualitativa (opiniões, interpretações, visões em oposição a informações quantitativas ou objetivas). A importância dos contatos com a administração da companhia para a avaliação da qualidade da gestão e a obtenção de vantagem competitiva analítica são demonstradas nas citações abaixo retiradas do texto de Rogers (2000):

“A credibilidade da administração da companhia também desempenha um papel na forma como as companhias são percebidas pelas comunidades investidoras. (...) Avaliar a qualidade da administração é normalmente visto como uma boa forma de avaliar a companhia. (...) Adicionalmente, na ausência de critérios objetivos para avaliar a administração, visitas às instalações fabris, almoços viram os métodos preferidas de análise.”(Rogers, 2000)

“O relatório da AICPA (associação de analistas) bem com outras pesquisas mostram, que existe consenso que a informação fornecida em contato com os executivos da companhia têm importância crítica. Esse consenso é construído com base em “modelos informacionais” da economia, finanças e contabilidade que sugerem que os administradores têm informações correntes e futuras superiores sobre o seu negócio em comparação com aqueles que estão de fora” e, portanto, relatórios da administração são potencialmente formas confiáveis de informação (Healy&Palpeu 1993; Merton 1987 apud Rogers, 2000)

As afirmações de que as informações divulgadas na ECC são “privilegiadas”, já que se observa, concomitantemente, um aumento na “volatilidade” do preço das ações da companhia, isto é, investidores tomam a decisão de vender/comprar durante a ECC parecem problemáticas por vários motivos:

1) baseiam-se em estudos quantitativos que não examinam quais informações privilegiadas são divulgadas nem checam se haviam sido antes por outros meios como, por exemplo, um “*press release*”;

2) os estudos não definem, com precisão, o que são informações privilegiadas;

3) não levam, em consideração, o fato de que investidores têm perfil de investimentos diferentes, e que, portanto, as implicações que uma informação tem para as decisões de investimento de um podem não ser a mesma que tem para outro;

4) não definem, exatamente, o que estão querendo dizer com volatilidade, pois o termo é genérico e pode ser utilizado para vários tipos de movimentos, como, por exemplo: i) o aumento da quantidade de negócios durante o período, ii) o aumento da diferença entre o preço de oferta e de compra durante um período, iii) maior variabilidade no preço da ação durante aquele período (preço sobre e desce);

5) não atentam para o fato de que predomina, no discurso de mercado financeiro, termos de direção não definida tais como volatilidade, instabilidade e flutuação para atenuar tendências desagradáveis.

Portanto, embora ressaltando a importância da informação qualitativa obtida na interação entre executivos e analistas e deduzindo que há divulgação de informações privilegiadas, os estudos sobre as ECCs não examinam o que,

efetivamente, ocorre na interação – que informação privilegiada foi divulgada, por exemplo.