

## **5 Metodologia**

Este capítulo descreve os dados, as informações contextuais sobre as companhias selecionadas, o processo e os critérios utilizados na coleta e seleção dos dados de análise e como foi feito o levantamento de informações de contexto. Inclui também algumas questões que não serão objeto de pesquisa.

### **5.1 Os dados**

Os dados utilizados neste trabalho são perguntas e respostas, retirados das sessões de perguntas e respostas das ECC. As interações escolhidas são da Natura – ECC do terceiro trimestre de 2007 (Natura-3T07), JBS-Friboi – ECC do segundo trimestre de 2008 (JBS-2T08) e Light – ECC do quarto trimestre de 2006 (Light-4T06).

#### **5.1.1 A Natura**

A Natura produz fragrâncias, cosméticos e produtos de higiene e ocupa posição de liderança neste segmento de mercado no Brasil. Uma característica fundamental da empresa é que, desde 1974, cinco anos após sua fundação, adotou o modelo de venda direta para a distribuição de seus produtos, pois “acreditamos na importância das relações e na oportunidade de geração de trabalho e renda” (IAN, 2007 – Histórico), e seus produtos são vendidos por “consultoras(es)” através de contatos pessoais, geralmente face-a-face. Os produtos não podem ser adquiridos no varejo e, só recentemente, dois a três anos, começaram a ser vendidos pela Internet.

Outro aspecto importante é o posicionamento empresarial puramente conceitual da companhia, expressando valores em voga no mundo atual, como “bem-estar”, “prazer pessoal” e relações profícuas com a comunidade e o meio

ambiente. Esse posicionamento é expresso na sua “Razão de Ser” e “Visão”<sup>1</sup>. Para a Natura, apresentar um comportamento consistente com valores considerados “politicamente corretos” na sociedade e com os seus valores é crítico à manutenção da imagem e reputação. Por esse motivo, ser percebida como arrogante não condiz com a imagem que ela deseja projetar.

Aproximadamente 25% do capital da Natura está em mãos do público; o restante está com os acionistas controladores (73,4%), administradores e ações de tesouraria.

Do ponto de vista financeiro e pelos padrões brasileiros, a Natura é uma empresa de médio porte, com receita líquida de R\$3.1 bilhões em 2007. É a menor das que foram empresas que foram selecionadas para investigar neste estudo.

Conforme o Release de Resultado de 27 de fevereiro de 2008 que comenta o resultado do ano fiscal de 2007, a Natura obteve, naquele ano, o maior índice histórico na avaliação global dos consumidores, ocupando a posição de liderança com 42% da preferência e se destacando do principal concorrente que contava com apenas 18% dessa preferência de acordo com pesquisa realizada pela Ipsos Insight – Brasil.

No entanto, em 2007, o preço de suas ações caiu 43% de R\$28,16 em 2 de janeiro para R\$16,12 em 28 de dezembro de 2007, e, de acordo com a reportagem da Revista Exame (21/2/08), esta queda de preço é explicada por seu desempenho econômico-financeiro, que, embora muito positivo em termos absolutos, destoava do padrão de crescimento histórico da companhia. Em anos anteriores, a média histórica de crescimento da receita bruta tinha sido de 27% e, naquele, foi de apenas 10,6% ficando, inclusive, inferior ao crescimento do mercado que foi de 13,4% (Release de Resultado 27/2/08). Adicionalmente, houve piora do principal indicador econômico-financeiro – o indicador EBITDA que, em termos gerais, mede o potencial de geração de caixa da companhia – cuja margem (percentual em relação à receita líquida) caiu de 23,7% em 2006 para 22,8% em 2007.

---

1 Razão de Ser – Nossa Razão de Ser é criar e comercializar produtos e serviços que promovam o Bem Estar/Estar Bem. Bem Estar é a relação harmoniosa agradável do indivíduo consigo mesmo, com seu corpo,. Estar Bem é a relação empática bem sucedida, prazerosa do indivíduo com o outro, com a natureza da qual faz parte, com o todo.

Visão – A Natura por seu comportamento empresarial, pela quantidade das relações que estabelece e por seus produtos e serviços, será uma marca de expressão mundial, identificada com a comunidade das pessoas que se comprometem com a construção de um mundo melhor através da melhor relação consigo mesmas, com o outro, com a natureza da qual fazem parte, com o todo. (Fonte: [HTTP://natura.infoinvest.com.br/static/ptc/visao\\_razao.asp?language+ptb](http://natura.infoinvest.com.br/static/ptc/visao_razao.asp?language+ptb)).

Essa piora em desempenho estava sendo atribuída à redução do ritmo de inovação da companhia, à expansão internacional e ao aumento da concorrência, da principal rival, a Avon, e do varejo de forma geral (supermercados e farmácias) que incrementaram a venda de cosméticos e produtos de higiene pessoal.

O desempenho da Natura começou a desapontar o mercado no quarto trimestre de 2006, quando suas margens EBITDA sofreram uma queda. Na ocasião, a explicação fornecida pela administração da companhia foi ter sido uma estratégia de marketing que não deu certo e que levaria um tempo para que houvesse recuperação das margens. Nesse contexto de recuperação, ainda não consolidada, realizou-se a ECC de resultado da qual foi retirada a interação objeto de análise.

Os trechos selecionados pertencem à sessão de perguntas e respostas da ECC, em português da Natura referente ao terceiro trimestre de 2007, realizada em 26 de outubro de 2007. Nela, quatro analistas fizeram mais de uma pergunta cada. A interação selecionada ocorre entre Juliana Rosenbaum, analista *sell-side* da corretora do Unibanco na época, uma das mais conceituadas analistas do segmento de varejo no Brasil, e Alessandro Carlucci, presidente da Natura. A fala de Juliana é introduzida pela operadora da ECC, que anuncia o nome outra pessoa provavelmente, alguém que ficou na fila por ela.

Juliana fez duas perguntas. Na primeira, pede para a administração revisitar e validar a explicação de que o desempenho recente dela era causado por erros que ela própria cometeu ao invés de por acertos da concorrência. A segunda foi sobre a estratégia que pretendiam adotar para entrar no mercado americano.

A resposta de Carlucci à primeira pergunta assume que ela está os chamando de arrogantes e engaja em uma longa defesa contra essa categorização e, na qual, ora confirma que mantinham a mesma opinião sobre os erros da Natura, ora diz que não é bem assim, e acrescentando várias explicações. Essa resposta durou três minutos. A segunda foi respondida em, aproximadamente, 1,9 minutos, e ele disse que ainda não tinham definido o modelo de entrada nos EUA, mas que precisavam encontrar uma maneira inovadora de fazê-lo, porque o mercado americano era maduro, sofisticado, com concorrentes fortes e plenamente estabelecidos.

## 5.1.2 A JBS-Friboi

Uma empresa multinacional com controle acionário brasileiro que produz carne bovina in natura e resfriada, a bovina industrializada e a suína in natura e resfriada, além de subprodutos bovinos e suínos. Em 2007, consolidou-se como a maior produtora mundial de carne bovina com a aquisição da Swift & Company nos Estados Unidos e na Austrália. A JBS tem plantas industriais instaladas no Brasil, na Argentina, nos EUA e na Austrália, sendo os principais países produtores de carne bovina. A companhia lidera as exportações mundiais de carne atendendo 110 países.

A JBS abriu seu capital na primeira metade de 2007 e é controlada pela família Mendonça Batista que detém 44% do seu capital. É considerada uma das novatas na Bolsa de Valores de São Paulo e aderiu ao nível de Governança Corporativa – Novo Mercado, possuindo apenas ações ordinárias. Aproximadamente 20% do seu capital está em circulação com acionistas minoritários.

Em 2007, sua receita líquida foi de R\$14,1 bilhões, quadruplicando em relação a 2006 por causa da compra da Swift & Company. Esta aquisição fez com que a JBS ficasse entre as trinta maiores empresas brasileiras de capital privado quando medidas pelo tamanho de sua receita líquida. Apesar desse crescimento, houve uma grande redução na margem EBITDA entre 2006 e 2007. No primeiro ano, a companhia tinha uma margem EBITDA de 14,1% que caiu para 4,2% em 2007.

O indicador financeiro EBITDA que é a sigla de *Earnings Before Interest Tax, Depreciation and Amortization*, isto é, lucro antes da dedução dos juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA) a serem pagos pela companhia naquele período, é o mais observado em análise financeira porque tem forte associação com outro indicador: a geração de caixa da companhia que é mais difícil de observar. Na teoria financeira atualmente utilizada, a geração de caixa, e não, o lucro, é o que melhor apura o potencial de criação de riqueza de uma companhia e, portanto, o melhor medidor do seu valor econômico.

A margem EBITDA se calcula por divisão do EBITDA pela receita líquida em base percentual, o qual indica o tamanho da geração de caixa da companhia

em relação à receita por ela gerada, que, por sua vez, é o produto da venda dos bens e serviços prestados. A grosso modo, quanto maior a margem EBITDA, maior é o potencial de geração de caixa em relação à receita da companhia, isto é, para cada R\$ de receita, mais dinheiro fica com a companhia. Em análise financeira, observa-se o comportamento da margem EBITDA entre um período e outro.

Os participantes da ECC, cujas perguntas se analisam são os analistas *sell-side* - Lucas Estela do Banco Itaú (3º pergunta) e Jander do Banco Pactual (5º pergunta) e quem responde é o Presidente da Companhia, Joesley Mendonça Batista, e a operadora da ECC.

A JBS adota uma prática na sua ECC que a torna diferente do que é comum no mercado: ela solicita que o analista faça só uma pergunta por vez. Ao iniciar a sessão de perguntas e respostas, o operador pede aos participantes que façam apenas uma pergunta por turno. O profissional de Relações com Investidores, consultado por telefone em 8/9 de janeiro de 2009, disse não darem instruções para o fechamento do canal de voz após a pergunta do analista, e o fato de nesta ECC não se ter observado manifestações de *backchannel* nem os agradecimentos típicos após a resposta do executivo foi coincidência, pois, em outros eventos, ocorrem. O motivo para esta solicitação, conforme explicou, é dar a oportunidade de vários analistas fazerem, pelo menos, uma pergunta, quando a fila é grande. O aviso é feito antes do início da ECC para evitar possível constrangimento do analista de inibi-lo caso queira fazer outra pergunta na mesma alocação de turno.

A questão central do resultado do segundo trimestre de 2008 da JBS foi a queda acentuada na margem EBITDA da operação brasileira da companhia. No primeiro trimestre de 2008, a margem EBITDA foi de 12,2% e caiu para 4,9% no segundo trimestre de 2008. Pelas perguntas feitas pelos analistas na ECC, a causa desta queda está relacionada a dois fatores: 1) a valorização do real em relação ao dólar, que afeta as exportadoras, porque elas têm suas receitas atreladas ao dólar, enquanto seus custos estão em reais, e, quando o real aprecia, seus custos ficam relativamente maiores em relação a sua receita, e 2) a redução na quantidade de bois para corte, o que fez com que o preço a arroba subisse, apertando as margens, isto é, a diferença percentual entre a receita e o lucro operacional, da companhia.

Observa-se que cinco das seis perguntas feitas na ECC da JBS no segundo trimestre de 2008 estavam relacionadas à redução da margem EBITDA principalmente, nas operações brasileiras.

### **5.1.3 A Light**

Esta é a concessionária de distribuição de energia elétrica para a região metropolitana do Rio de Janeiro. Uma das primeiras companhias do setor elétrico a ser privatizada foi inicialmente adquirida por um consórcio de empresas lideradas por uma companhia francesa e uma americana. Passou por dificuldades financeiras decorrentes de um endividamento alto associado à aquisição da Eletropaulo, reajustes tarifários insuficientes e a retração econômica da região metropolitana da cidade do Rio de Janeiro nos últimos oito anos.

Em março de 2006, o controle acionário da Light trocou de mãos, sendo adquirida por um grupo controlador, RME, formado por entidades brasileiras (Cemig, sócios do Banco Pactual, Andrade Gutierrez Concessões e outros), o qual detém 52,1% do capital da companhia. O restante está em mãos do BNDES (33,6%), da EDF (6,6%), e apenas 7,7% como público. A administração escolhida por esse grupo controlador tomou posse em agosto de 2006 e é liderada por José Luiz Alquéres, executivo de grande experiência no setor elétrico brasileiro. Sua carreira inclui diversas posições de destaque em companhias deste setor.

A Light teve, em 2007, uma receita líquida de aproximadamente R\$5.0 bilhões.

A divulgação do resultado do quarto trimestre de 2006 é feita simultaneamente ao resultado do ano fiscal de 2006; no entanto, a nova administração estava no comando por apenas quatro meses (agosto a dezembro) e, embora gozasse de excelente reputação, ainda estava em fase de se provar e criar uma história de bom desempenho na Light.

A pergunta e a resposta foram retiradas da teleconferência de resultado do quarto trimestre de 2006 da Light S.A. Os participantes nessa interação são: José Luiz Alquéres, Diretor Presidente; Ronnie Vaz Moreira, Diretor Vice Presidente e

Diretor Financeiro e de Relações com Investidores, e Cristina Garcia, Analista de Investimentos da Lopes Filho Consultores<sup>2</sup>, uma consultoria independente.

O assunto da pergunta são as perdas de energia elétrica incorridas pela Light. “Perdas” é um termo técnico que se refere tanto às perdas técnicas quanto às não-técnicas (roubo de energia). É um grande problema a ser enfrentado pela companhia, pois a energia perdida é a energia pela qual a empresa paga, mas não é remunerada, portanto implica em perda financeira. O indicador operacional que mede as “perdas” é um percentual calculado pela média móvel de doze meses em relação à energia distribuída aos clientes cativos (aqueles que só podem adquirir energia elétrica da Light).

#### 5.1.4

#### **A participação densa e as entrevistas**

Este trabalho não envolveu uma pesquisa etnográfica no sentido estrito. O material que compõe as explicações de contexto, os papéis dos participantes e todo o procedimento da divulgação de resultado e da própria ECC, que seria objeto de um levantamento etnográfico, fazem parte da prática profissional da autora que é especialista no assunto, tendo exercido a função de Relações com Investidores em empresas brasileiras de grande porte com ações negociadas nos mercados brasileiro e americano por aproximadamente dez anos. No entanto, este conhecimento foi consubstanciado por leituras específicas, informações retiradas da revisão bibliográfica sobre ECCs e de textos disponibilizados pelas entidades de classe, como o National Institute of Investor Relations – NIRI que é a associação de profissionais de Relações com Investidores, americana e sua equivalente brasileira, o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI dos quais a autora é associada.

Adicionalmente, a pesquisa contou com a participação, através de entrevistas, de analistas de investimento que preferiram ficar anônimos por motivos profissionais, mas cujos insights e falas colaboraram em muito para colocar, em perspectiva, algumas percepções da autora. Uma das falas deles

---

<sup>2</sup> A Lopes Filho não é uma corretora. É uma empresa independente de análise de investimento. Um serviço que ela fornece é o de escrever relatórios de pesquisa sobre as empresas e fazer recomendações ou não para a compra de suas ações. Os clientes da Lopes Filho são outras corretoras e fundos de pensão que comprem esses relatórios de pesquisa. Para efeitos práticos os analistas da Lopes Filho funcionam de forma muito semelhante a um analista de corretora.

foram utilizadas para exemplificar posições ao longo do texto. As perguntas utilizadas para direcionar a entrevista estão no anexo 4.

As principais percepções que estes analistas manifestaram sobre o propósito e o comportamento dos participantes da ECC forma:

- sob a ótica das companhias, a ECC é realizada para esclarecer dúvidas que não tenham ficado claras e uma prática política (de boa vizinhança – “transparência”);

- muitas dúvidas serão esclarecidas por outros meios e então a ECC serve para constatar que a empresa não responde ou não dá informações sobre determinado assunto. Serve para mostrar aos clientes que estão ouvindo a ECC que o analista tentou de várias formas, mas não conseguiu obtê-la;

- algumas perguntas que são feitas nas ECCs visam obter respostas que, se obtidas em situações privadas, não poderiam ser comentadas “oficialmente”, isto é, o analista não poderia colocar por escrito no seu relatório. Então ela é realizada na ECC, e ele corre para colocá-la em papel e a distribuir para seus clientes;

- para alguns analistas, a ECC não é o *forum* para fazer as perguntas que revelem insights valiosos, a não ser que seja a única oportunidade de fazê-la ou por já ter exposto a tese de investimento para clientes preferidos e deseja que os executivos respondam o que irá confirmá-la;

- alguns analistas gostam de fazer perguntas na ECC e se aborrecem quando não são os primeiros escolhidos;

- existe uma hierarquia clara: os primeiros a fazerem perguntas são os grandes bancos estrangeiros, seguidos pelos grandes bancos brasileiros e, depois, pelas corretoras independentes;

- a pergunta do analista carrega o viés da recomendação que tem em relação às ações da companhia; se gosta da empresa, não fará a pergunta que poderá expô-la, mas corre o risco de outro analista fazê-la e o deixar com “cara de tacho” perante o cliente investidor, que está na linha, revelando que não fez a pergunta incômoda para não ir contra a recomendação que tem;

- ao fazerem as perguntas, os analistas têm a preocupação de não parecerem arrogantes, pois essa percepção pode ter consequências por parte dos executivos da companhia; procuram fazê-las perguntas de forma clara, cuidando para o fato de que nem todos podem acompanhar sua linha de raciocínio;

- muitos analistas parabenizam os executivos pelos resultados, porém pode haver relação entre o cumprimento e sua recomendação, isto é, a companhia que ele recomendou deu bons resultados. Nesse caso, o analista está se “auto-congratulando” também;

- os investidores não fazem muitas perguntas na ECC para não revelarem aos seus concorrentes suas posições;

- é importante para os executivos não passarem insegurança; não se contradizerem e não divulgarem informações que não são públicas.

Em decorrência do que foi mencionado, este trabalho conta com uma participação densa, no sentido usado por Sarangi (2006), no que diz respeito aos aspectos interacionais e institucionais.

## **5.2 Procedimentos**

### **5.2.1 A geração e a seleção dos dados**

A coleta de dados para este trabalho ocorreu no período entre janeiro de 2007 e agosto de 2008, compreendendo sete trimestres de divulgação de resultados (quarto trimestre de 2006 e de 2007, o primeiro e segundo trimestres de 2007 e 2008 e o terceiro trimestre de 2007).

Os critérios utilizados para a seleção das companhias foram os seguintes:

- 1) companhias com abertura de capital recente – últimos dois anos, como a Profarma e a JBS-Friboi e a Gafisa, com o objetivo de observar administradores ainda pouco experientes na condução das ECCs;

- 2) companhias que abriam o capital nos últimos quatro a seis anos e que podiam estar sofrendo algum tipo de adversidade, como a Gol, prejudicada pela queda do Boeing 737-800 29 de setembro de 2006 e a problemática do transporte aéreo no Brasil, e a Natura, prejudicada por um aumento de concorrência em seu setor;

- 3) companhias que já tinham capital aberto há tempos mas que sofreram transformações importantes de alguma natureza, como a Light, na qual houve troca de acionistas controladores;

- 4) companhias que faziam ECC em português, além de inglês, e

5) companhias que disponibilizavam as transcrições da ECC gratuitamente em seus *websites*. Este último critério foi adotado por motivos de ordem prática, pois as ECCs são interações com uma hora de duração em média, com longos trechos de fala, e as transcrições já prontas auxiliariam a identificação das falas selecionadas para a análise.

Ao todo, seis ECCs de seis empresas foram observadas, compreendendo, aproximadamente, 36 horas de gravação. Delas foram selecionados três pares de perguntas e respostas de três empresas diferentes. Os critérios adotados para essa seleção foram:

1) perguntas de natureza qualitativa, isto é, que buscavam, ao invés de dados quantitativos ou fatos específicos, obter a opinião da administração sobre determinado assunto, e

2) as que, de alguma forma, questionavam decisões de gestão e a qualidade da administração. Nos três casos, foram feitas por analistas de investimento.

### **5.2.2 Transcrições**

O áudio das ECCs e as transcrições da Natura e da JBS-Friboi estão alojados nos *website* das respectivas companhias e são acessíveis a qualquer um. As transcrições fornecidas pela companhia foram refeitas pela autora para acrescentar toda a sonoridade da fala, os reparos, erros e hesitações, bem como para incluir as marcações prosódicas. A convenção de transcrição utilizada foi proposta por Pedro Garcez – UFRGS/CNPq Para o “Colóquio ‘Transcrição e Análise de Dados Linguísticos-Interacionais: questões teóricas e metodológicas IEL/UNICAMP’” e podem ser encontradas no anexo 5.

A gravação da ECC da Light foi fornecida, em CD-Rom, pela própria companhia, embora o evento tenha sido público e transmitido pela Internet. O motivo dessa diferença é que a Light, ao contrário das outras, na ocasião deste evento, não deixava as ECCs disponíveis no site por tempo indeterminado nem disponibilizava transcrição para o público em geral. Por isso, a transcrição da interação da Light foi feita pela própria autora.

Ainda em relação às transcrições, a opção de manter os nomes próprios da companhia, dos executivos e dos analistas que participam da interação foi

deliberada a despeito de representar, de certa forma, a identificação dos participantes por categorias sociais pré-atribuídas (Garcez, 2002). Esta escolha se deve, em parte, à natureza pública do evento, mas, principalmente, porque a não identificação da companhia prejudicaria o entendimento do contexto, isto é, da problemática da companhia naquele momento, o que é um aspecto importante para entender a motivação das perguntas e das respostas feitas. Além disso, a nomeação da companhia, o teor das perguntas e das respostas e da data do evento, inevitavelmente, identificam os participantes.

### **5.2.3**

#### **A análise do gerenciamento da produção da pergunta**

A abordagem analítica adotada para examinar a produção das perguntas usada se iniciou pela identificação dos fatores contextuais, que orientam a produção das perguntas, obtidos através do levantamento etnográfico – conhecimento da autora, entrevistas com analistas e leituras de outros trabalhos (revisão bibliográfica) sobre ECCs e de material dos institutos de classe (IBRI e NIRI).

As perguntas foram analisadas pela perspectiva dos enquadres e por recursos e estratégias de mitigação e maximização adotados. Por último, identificou-se as semelhanças e as diferenças entre o gerenciamento das perguntas e se procurou relacioná-las aos fatores contextuais, que são observáveis a partir de informações públicas.

### **5.2.4**

#### **O gerenciamento da produção das respostas**

A análise das respostas levou, em consideração, o conceito de resistência elaborado por Clayman (2001) e os objetivos comunicativos dos executivos, obtidos através do levantamento etnográfico. As ações realizadas pelos executivos para persuadir foram agrupadas por temas. Adicionalmente, foram identificadas falas direcionadas a possíveis participantes da plateia.

### **5.2.5 Aspectos que não foram objeto de pesquisa**

Neste trabalho, abordar-se-á questões de ordem interacional e institucional, mas não, as ideológicas diretamente por julgar que uma análise desse tipo envolveria uma investigação mais profunda do que a que se pretende aqui. No entanto, é evidente que o mercado de capitais é um dos pontos nevrálgicos do sistema de produção capitalista. Portanto, companhias que dele participam são necessariamente adeptas a valores e ideologias do mundo capitalista atual, e seus discursos serão impregnados por esses valores.

É também bastante evidente que o modelo adotado para a divulgação de resultado pelas companhias brasileiras se inspira, predominantemente, no americano, mesmo que essa adoção tenha sido reinterpretada à base da cultura empresarial brasileira e das condições de execução existentes no mercado brasileiro. Por isso, podem existir diferenças entre as práticas das empresas brasileiras e das americanas, que, no entanto, não serão examinadas aqui.

Um terceiro aspecto que não será abordado é a influência da língua inglesa no português usado pelos participantes das interações nas ECCs, já que é bastante comum e se dá não só em relação ao jargão específico do setor, que tem origem nos Estados Unidos da América, mas também, na sintaxe das elocuições e na estruturação do raciocínio por trás da formulação da pergunta.