6
A análise da atividade de fala - ECC

6.1
A organização macro-estrutural da ECC

Como mencionado em 3.2, a ECC é uma etapa da divulgação do resultado trimestral que tem a orientação pró-objetivo (Drew ; Heritage, 1992) de esclarecer dúvidas sobre aquele resultado. A data e hora da ECC foram previamente, divulgadas pela companhia mediante convite ou divulgação de calendário de "resultados", e o evento é patrocinado pela companhia que está fazendo a divulgação de resultados.

A ECC é uma atividade de fala (Levinson, 1992) subdividida em duas partes bem distintas: 1) a exposição feita pelo executivo acompanhada por apresentação gráfica sobre o resultado ("apresentação") e 2) parte dedicada ao esclarecimento das dúvidas – propriamente - dito que é a sessão de perguntas e respostas, a parte mais importante do evento. A ECC, portanto, é uma interação institucional com organização sequencial (Drew ; Heritage, 1992) mista. A primeira parte é realizada através de um monólogo expositivo no qual um ou mais executivos se alternam, e a segunda, por sequencias de perguntas e respostas.

Outro aspecto a ressaltar da organização macro-estrutural da ECC é que ela segue um roteiro composto de várias sub-etapas, pautadas pelo operador do sistema de telefonia. Normalmente, começa com a fala do operador telefônico, anunciando o nome da companhia e o trimestre ao qual o evento se refere. Este operador age como mestre de cerimônias até o final conforme um script pré-acordado com a administração da companhia, mas que é padrão no mercado:

1) apresenta os executivos que conduzirão a ECC;

2) lê o texto que isenta a companhia de responsabilidade por afirmações prospectivas (Section 21E -- Application of Safe Harbor for Forward-Looking Statements do Securities and Exchange Act de 1934[1]);

1 Uma das principais leis do mercado de capitais americano é a Securities and Exchange Act de 1934. Nela, a sessão 21E, que se refere ao "Safe Harbor", protege a companhia permitindo-

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

3) diz que, após a apresentação da administração, haverá sessão de perguntas e respostas (“Q&A session”, ou “Q&A”);

4) instrui os participantes quais teclas apertarem caso necessitem de ajuda;

5) passa o canal de voz para o executivo-apresentador;

6) após a apresentação, que normalmente, dura de quinze a vinte minutos (Frankel, Johnson *et al.*, 1999) mas que, no Brasil, pode durar até uma hora, ele anuncia o início da sessão de Q&A que, geralmente, dura de 35-45 minutos (Frankel, Johnson *et al.*, 1999) nos Estados Unidos, sendo que algumas companhias podem ir além, dependendo da quantidade de perguntas;

7) instrui os participantes quais teclas devem apertar para entrar na fila de perguntas;

8) anuncia cada participante (nome e instituição que representa) no momento em que libera o canal para que ele possa perguntar;

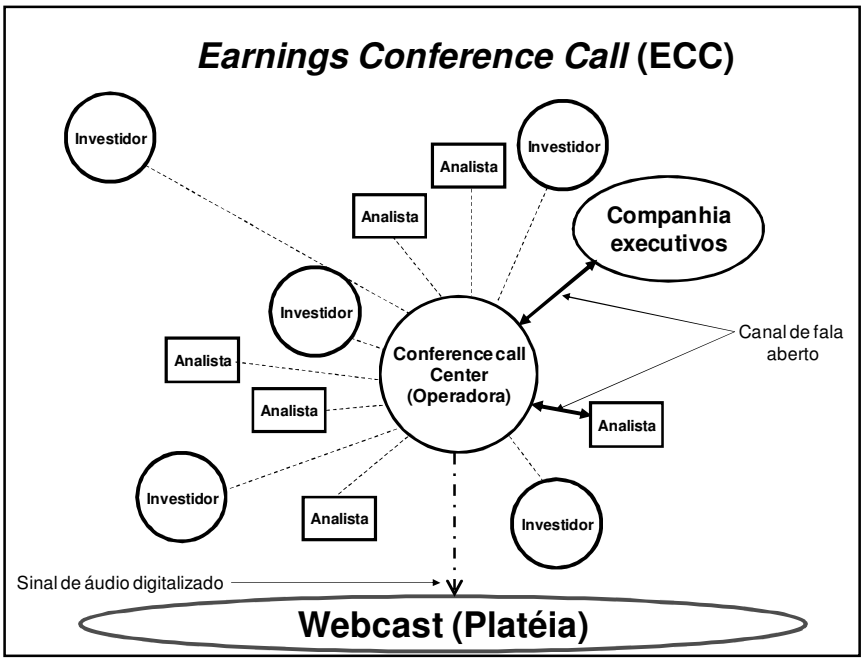
9) repete as instruções caso esteja demorando a surgir alguma pergunta;

10) retransmite o comando do canal de voz para as considerações finais do executivo apresentador e encerra a ECC.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

a fazer afirmações prospectivas sobre seu negócio desde que avise ao investidor que fará esse tipo de afirmação antes de fazê-la. Por isso é necessário que todos os textos escritos e orais tenham antes esse texto de proteção. As empresas brasileiras com registro nos EUA são obrigadas a ter esse texto. As empresas brasileiras que não têm registro nos EUA usam textos semelhantes, embora não fazendo referência à legislação do “Safe Harbor”.

Quadro 2 – Esquema da ECC



6.2
Participantes da ECC

6.2.1
Quem pergunta

Analistas de investimento (referidos no jargão de mercado como *sell-side*) - Os analistas *sell-side* são responsáveis por 70% das perguntas feitas na ECC de resultado, sendo que 94% deles acompanham o desempenho econômico da companhia e do preço de suas ações (Niri, 2002).

De forma geral, no Brasil, são profissionais que estão na faixa etária de 25 a 45 anos. Um analista *sell-side* "top" de linha incluirá, na sua formação de carreira, a experiência de ter trabalhado em uma, ou mais, companhia de destaque no setor de especialização e em mais de uma corretora. É frequente, no entanto, encontrar profissionais que só atuaram em corretoras. Em geral, têm formação em economia, administração e finanças e em engenharia de produção com cursos de MBAs em boas escolas e com inglês fluente, porque a maior parte dos investidores, seus clientes, são estrangeiros. Quando trabalham para as corretoras de grandes bancos de investimento, são muito bem remunerados, tendo a oportunidade de formar gordos patrimônios ainda novos.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

Tradicionalmente, o *sell-side* se organiza por setores econômicos, e um analista será especializado em papel e celulose, mineração, siderurgia e telecomunicações e mídia, por exemplo. Isso significa que ele acompanha todas as empresas que atuam nesse setor, inclusive e dependendo do grau de concentração, em diferentes países. A mineração é um bom exemplo, pois a Vale, a BHP, a Rio Tinto e a Anglo American, respectivamente brasileira, australianas e anglo-sul-africana, os maiores conglomerados de mineração do mundo, são acompanhadas pelos mesmos analistas.

A vida desses profissionais é muito intensa. Pela manhã, precisam estar com todos os jornais lidos, ter destrinchado as notícias e verificar como elas podem impactar as ações das companhias que acompanham. Participam dos *morning calls* das suas corretoras, reunião na qual são discutidas as notícias do dia, e os economista chefe e estrategista (os últimos são os profissionais que fazem recomendações sobre a alocação de carteira de ações) estabelecerão o posicionamento – o discurso – da corretora para ser transmitido aos clientes na primeira hora da manhã antes de os mercados abrirem – o que, geralmente, ocorre às 10:00h.

O trabalho principal do analista é o de estudar a companhia, seus número e negócio, fazer projeções sobre o seu desempenho, avaliar o risco do investimento e recomendar, ou não, o investimento em suas ações. O objetivo principal que um analista almeja é tornar-se referência de informações e insights para vários investidores que o recompensarão por execução de ordens de compra e venda de ações através de sua corretora. Essa condição que lhe dará sucesso na função, fará com que seja bem remunerado e cobiçado. Ser um formador de opinião (*opinion maker*) também é um objetivo importante para o analista de investimento. Em termos de imagem pública, a face que eles mais precisam preservar é a de competência, que diz respeito a realizações, boa reputação e capacitação de bom desempenho no futuro (Lim, 1994).

Teoricamente, o analista *sell-side* trabalha para a corretora, no entanto, na opinião de Gassman (1995), o analista de investimento atende a vários "chefes". São eles: 1) "o departamento de finanças corporativas" do banco de investimento ao qual pertence sua corretora; 2) o departamento de vendas institucionais, e 3) o departamento de vendas para o varejo (pessoas físicas) de suas corretoras. Ao primeiro, eles devem uma operação (emissão de ações ou dívida, fusões e

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

aquisições); ao segundo, informações privilegiadas em primeira mão, e ao terceiro, boas dicas (Gassman, 1995).

O que as afirmações de Gassaman (1995) deixam claro é que, na prática, existe uma relação complexa entre os diversos papéis exercidos pelo analista de investimento quando este é funcionário de uma corretora que pertence a um banco de investimento. O último usufrui do seu conhecimento do setor e do relacionamento próximo que tem com a companhia para detectar possibilidades de operações financeiras. Quando uma dessas acontece, o analista terá papel fundamental na recomendação da operação para os investidores. As companhias emissoras, por sua vez, esperam que esse analista seja favorável à sua empresa e escreva relatórios positivos sobre sua companhia após a colocação do título. Esses objetivos, nem sempre, são compatíveis com uma opinião isenta.

Há treze anos, Gassman podia dizer que, quando uma recomendação era "*strong buy*" significava, exatamente, isso; quando era "*buy*", uma recomendação de compra sem muita convicção; quando era um "*hold*", significava "vender" e, se fosse um "*sell*" era porque alguém tinha alguma restrição pessoal contra a companhia (Gassman, 1995). Por trás desses eufemismos, escondia-se o interesse dos bancos de investimento de não "baterem" em clientes atuais ou potenciais, para ficarem bem posicionados e serem escolhidos em outros tipos de operações financeiras. Mas diversos escândalos que ocorreram no final dos anos 90, levaram os Estados Unidos a promover reformas em 2002 e 2003 para lidar com esse conflito de interesse e separar a atividade de pesquisa da de banco de investimento. Foram introduzidas várias exigências, entre as quais a obrigatoriedade de as corretoras adotarem padrões e definirem, claramente, qual o significado das recomendações que fazem. O impacto dessas restrições pode ser observado no aumento das recomendações de "*sell*": no passado, eram "menos de 2% de todas as recomendações", elas hoje estão "em dois dígitos" (Mahoney, 2007).

Adicionalmente, os motivos de pressão por desempenho sobre os analistas de investimento não se resumem a regulamentações mais rigorosas. No passado, o trabalho de reunir informações, organizá-las e as interpretar, em si, já agregava valor. No entanto, o avanço da Internet amplia e possibilita o acesso de todos à informação de forma barata, reduzindo o valor do analista como mero portador de novidades. "Mais do que ninguém, um bom analista tem que ter mais

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

informações, mais atualizadas. Mas, isso é impossível se você não for astuto com os números, pois, os bancos de dados de hoje dão acesso igual a todos, corretoras e investidores institucionais." (Gassman, 1995).

Sendo assim, a comunidade investidora anseia por informações que lhes dê vantagem competitiva na hora de projetar o valor econômico das companhias. Querem dados que possam ser interpretados e ofereçam insights sobre o que os valores financeiros representarão em termos de valor econômico futuro. Mas projeções financeiras, para serem precisas, requerem a habilidade de interpretar os números e ler as entrelinhas. Por isso, os dados qualitativos, obtidos em contatos pessoais com os administradores da companhia, são muito apreciados pelo mercado (Rogers, 2000).

Além de uma oportunidade importante para os analistas tirarem suas dúvidas pontuais, a ECC também serve para esclarecer estratégias, questionar, criticar e avaliar a atuação da administração da companhia de forma qualitativa. Há ocasiões em que farão perguntas encomendadas por seus clientes, os investidores, que querem ouvir a resposta da administração, mas preferem ficar incógnitos – note que a companhia tem acesso à lista de participantes da ECC por telefone e por *webcast*, mas não tem condições de identificar perguntas encomendadas. Por isso, os analistas de investimento podem ser "responsáveis" e "animadores" das perguntas que fazem, mas, nem sempre, são "autores", conforme a definições de papéis de falantes elaborada por (Goffman, 1981a).

As perguntas, conforme Levinson (1992) são uma maneira de obter um tipo específico de respostas, e, na ECC, é possível acontecer que analistas, funcionários das corretoras e bancos de investimento que fizeram operações financeiras com a companhia há pouco tempo, a favoreçam com perguntas que induzam a administração a falar daquilo que quer, pois as perguntas podem ter a função de enaltecer as faces daqueles que perguntam e respondem, como demonstrou Tracy e Baratz (1994) no contexto de colóquios acadêmicos, nos quais as perguntas mais difíceis eram feitas para expositores mais preparados afim de mostrar quanto bons eles realmente eram e perguntas mais fáceis eram feitas para expositores mais juniores (Tracy ; Baratz, 1994). Podem ainda elogiar e mostrar espanto com o excelente desempenho, exaltando a empresa e seu próprio empregador, ao mostrar, indiretamente, quão boa foi a recomendação de

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

investimento que fizeram. Na ECC, portanto, as perguntas são compatíveis com a linha argumentativa que o analista tem sobre a companhia e suas ações.

Além disso, os analistas têm que elaborar perguntas de tal forma que sejam compatíveis com suas recomendações, isto é, se uma analista tem uma recomendação de "*strong buy*" e o desempenho da companhia não é o esperado, e o preço das ações cai, ele também corre o risco de ter sua reputação prejudicada. Terá que administrar seu relacionamento com seus clientes e chefes. Por isso, será cauteloso e calculista na forma como elaborará suas perguntas à companhia e administrará a forma através da qual fará a troca da sua recomendação.

No momento em que fazem suas perguntas, os analistas também ficam em evidência e dividem o "palco" com a administração da companhia. Nas ECCs, podem demonstrar para atuais e potenciais clientes seu conhecimento do negócio, seu *insight*, astúcia e o acesso que têm à administração da companhia. Aqui, portanto, há nova sobreposição de enquadres, pois, para os analistas, a ECC de resultado é uma oportunidade promocional, e as grandes casas sempre terão alguém da equipe fazendo perguntas, mesmo que o principal analista não esteja participando.

Investidores institucionais (referidos no jargão com o *buy-side*) –Têm participações mais discretas nas ECCs, podem, ou não, ser acionistas da companhia, geralmente, fazem poucas perguntas e escutam. Como já mencionado, podem pedir a analistas de investimento que façam as perguntas por eles. Uma possível razão para isso é que podem revelar seus interesses e preocupações ou as linhas de raciocínio que estão percorrendo, pois indicações desse tipo podem ser úteis para que outros administradores de recursos concorrentes ou outras corretoras façam inferências sobre suas posições ou movimentos de investimento e ajam ou especulem sobre como movimentarão seus ativos. Isso pode vir a causar movimentos não desejados no preço das ações que têm em carteira ou querem adquirir. O contrário também pode ocorrer: usarem as perguntas para introduzir linhas de raciocínio, que podem induzir movimentos de compra/venda desejados.

Um aspecto importante em relação aos investidores institucionais é eles poderem exercer uma grande influência na administração (Useem, 1998), pois são profissionais e especialistas, têm investimentos de vários tipos, acompanham muitas administrações e podem compará-las. Adicionalmente, podem ter poder e recursos para ser acionistas ativistas e pressionar a administração com votos

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

contrários às suas propostas em assembleias de acionistas, "bancar" disputas jurídicas, fazer reclamações junto ao órgão regulador, mobilizar outros acionistas e exigir mudanças quando não gostam da forma como a companhia está sendo conduzida.

Exceto quando algum faz pergunta, a participação dos investidores é de platéia. Quando um investidor questiona, sua posição de exposição não é igual a do analista de investimento, pois só fez recomendações de investimento para a sua própria casa investidora. Isso não significa que também não possam fazer perguntas para obter repostas que sustentem determinadas implicações.

6.2.2
Quem responde

Executivos - As ECCs são, normalmente, conduzidas pelo principal executivo da companhia, seu presidente (*Chief Executive Officer* - CEO), que ocupa aproximadamente 48% do tempo de fala e é seguido pelo diretor financeiro (*Chief Finanancial Officer* - CFO) com 36%. Outros executivos e o executivo de relações com investidores (*Investor Relations Officer* - IRO) completam o restante do tempo com participações de 10% e 6%, respectivamente (Niri, 2002)(.

Nela, o executivo endereça sua resposta ao analista que fez a pergunta, porém sua resposta é dirigida a uma audiência de participantes ratificados que inclui todos aqueles que escutam por telefone e pelo *webcast* que também estarão avaliando o seu desempenho.

Como representantes e gestores da companhia, esses executivos têm, como objetivos comunicativos (Levinson, 1974/Sarangi, 2001), mostrar que estão conduzindo a empresa de forma competente e eficiente e que estão no comando do seu negócio. Têm que convencer e persuadir que as estratégias e medidas adotadas darão resultado e criarão valor para os acionistas. Sua posição institucional, isto é, o seu status, é o de dirigentes em posição de comando (Charles, 1996) da companhia em questão. Porém, como profissionais, precisam se desempenhar bem para ficarem em destaque aos olhos de observadores influentes (Tasker, 1998), como os acionistas controladores e outros possíveis empregadores. O executivo desempenha, simultaneamente, os papeis de dirigente e de executivo.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

Ao se disponibilizarem para receber perguntas, os executivos se expõem à possibilidade de receberem perguntas que questionarão as explicações que oferecem e a qualidade da gestão, criticarão sua forma de atuação e tocarão em pontos controversos e difíceis de explicar, pois é muito raro que não haja, pelo menos, uma pergunta que levante um assunto não-desejado. Todas as afirmações feitas no âmbito da ECC serão de responsabilidade desses administradores, inclusive, no sentido legal, pois, responderão ao órgão regulador e à justiça civil. Eles também serão "animadores" e os "responsáveis" (Goffman, 1981a) pelas elocuções, já que a "autoria", geralmente, é múltipla. Frequentemente, as respostas para a sessão de *Q&A* são montadas pelos profissionais da área de relações com investidores e, amplamente, debatidas com vários executivos antes de serem sacramentadas como discurso oficial.

As companhias que dão valor e investem em comunicação corporativa preparam seus executivos para as ocasiões de fala pública, e, na ECCs, não é diferente. Após a divulgação do *press release* de resultado, o presidente e o diretor financeiro são preparados para a ECC com um fichário contendo i) o *script* e a apresentação da ECC, ii) os *releases* atual e anterior; iii) a relação de perguntas com respostas já elaboradas conforme o discurso desejado (*Q&A*); iv) as avaliações e primeiras impressões de analistas e notícias na imprensa; e v) outras informações, como o comportamento do preço e do volume da ação, e materiais de apoio. Em algumas ocasiões, simulações da sessão de perguntas e respostas da ECC são bastante úteis para prepará-los.

Evidentemente, as companhias diferem muito. Dependendo do tamanho, dos objetivos estratégicos, do compromisso com o mercado investidor e do grau de sofisticação empresarial, terão níveis de empenho e de preparo para a ECC maior ou menor. No entanto, todas têm condições de maximizar esse momento para mostrarem agência e qualidade de gestão.

O importante a ressaltar aqui é que se sobrepõe ao objetivo básico da atividade de fala ECC – esclarecimento de dúvidas, outros objetivos tais como o de promover a companhia e a atuação de sua administração e o de enviar mensagens a públicos específicos. Terão a perfeita noção de que, ao falarem com analistas e investidores em um evento de comunicação tão aberto como são hoje as ECCs, estão se dirigindo a públicos múltiplos: concorrentes, governo (órgãos

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

reguladores, fisco, executivo, legislativo e judiciário) funcionários, imprensa especializada, ou não, e fornecedores, entre outros.

6.2.3
A plateia

Outros participantes típicos das ECCs são os bancos credores e de investimento, concorrentes, a imprensa especializada e qualquer um que tenha interesse na companhia, como seus funcionários, fornecedores, agências reguladoras, governos, imprensa não-especializada, procurando por notícias, entre outros. Estes últimos, normalmente, acessam as ECC pela Internet.

Todos os integrantes desse público ouvinte são ratificados no sentido de que tanto os executivos quanto os analistas têm plena noção de que aquele evento está sendo escutado por diversas pessoas. O conteúdo e a linguagem, no entanto, são técnicos, já que o público alvo é o mercado investidor. O tipo de ouvinte que esse público representa é o de plateia, ouvem as perguntas e as respostas, mas não tem que participar, de forma direta, em suas avaliações do que ocorreu no evento.

6.3
A estrutura de participação na ECC

A ECC é um evento patrocinado pela companhia. Isto significa que esta tem total controle sobre seu formato, duração, número de acesso (se será uma ligação 0800 ou não), lista de convidados, alocação de tempo para perguntas e respostas e critério para estabelecer a ordem de quem faz perguntas. Por controlar esses fatores, a companhia tem bastante poder sobre a condução da ECC.

Após a leitura de instruções e as introduções de participantes por parte da companhia e a realização da parte expositiva da ECC, o operador abre para a parte mais importante, que é a sessão de perguntas e respostas. Nela, a estrutura de participação (Shultz, Florio *et al.*, 1982) é caracterizada por um único piso, no qual apenas um analista, ou o executivo da companhia, fala. Os turnos são dados aos analistas que aguardam em uma fila, cuja ordem de chamada é coordenada pelo operador da ECC, que seguirá regras pré-estabelecidas pelo comando da companhia. Os participantes que quiserem fazer perguntas entram na fila, apertando uma tecla do telefone, de acordo com as instruções fornecidas pelo

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

operador. O operador liberará a linha telefônica desse participante conforme a regra pré-aprovada ou ao comando da administração durante a ECC, o que é feito por meio de uma ligação telefônica em paralelo ou por computador conectado via Internet ao centro operador. Terminada a pergunta, o piso é transferido para o executivo que a responderá. O motivo explícito para esse tipo de organização dos turnos de fala é a clareza e a equidade de tratamento no sentido de permitir que todos, ou a maior parte dos analistas, que queiram fazer perguntas, as façam no tempo limitado da ECC.

O direito que a companhia tem de escolher a ordem ou, simplesmente, escolher quem faz pergunta na ECC é um importante regulador de comportamento para os participantes que fazem perguntas. Essa prerrogativa no gerenciamento da alocação dos turnos da ECC também serve para controlar a participação dos analistas, sendo possível dar preferência a formadores de opinião ou impedir a participação de analistas que possam, através de suas perguntas, expressar opiniões desfavoráveis à companhia. A possibilidade de prática discriminatória por parte da companhia foi objeto de estudo de Mayew (2008) e é reconhecida como um aspecto regulador, como fica evidente pelo relato de um informante reportado por Crawford Camiciottoli (2006):

"*Existe um protocolo bem estabelecido que raramente é quebrado. As pessoas se arriscam ser banidas de novas calls (ECCs) se forem longe de mais, por exemplo, 'shortsellers'*[2] *que as vezes tentam interromper, expressar negatividade ou embaraçar a administração da companhia são colocados na lista de exclusão para a próxima call.*" (Crawford Camiocittoli, 2006).

Ao ser avisado pelo operador que o canal de fala entre ele e a companhia está aberto, o participante se apresenta e faz as suas perguntas. Vale ressaltar uma segunda e importante restrição da ECC: a limitação da quantidade de turnos de fala alocados a cada participante. Geralmente só é permitido um turno de fala para o quem pergunta, e nele o analista tem o direito de perguntar, mas, o dever de ser sucinto. Um segundo turno é possível, porém, se quiser fazer mais do que três

2 *Shortsellers* é o nome que se dá à investidores que acreditam que o preço da ação vai cair e as vendem "a descoberto". Que significa vender a ação sem tê-la como proprietário em carteira. Para fazerem isso, alugam ações de outros para vendê-las hoje acreditando que em data futura o preço da ação cairá o suficiente para que eles as comprem no mercado, paguem o aluguel e ainda realizem um ganho. Os *shortsellers* têm interesse em derrubar o preço da ação e, portanto poderão ter comportamentos que induzam sua queda.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

perguntas, provavelmente, terá que entrar no fim da fila correndo risco de a ECC terminar antes que haja esta oportunidade.

Por esse motivo, normalmente, ao iniciar a fala, o analista usa a estratégia de avisar quantas perguntas quer fazer – geralmente, duas ou três, o que, de acordo com Crawford Camitiottoli (2006), é uma estratégia retórica para organizar o discurso e direcionar seus interlocutores a mais completa resposta possível. Enquanto este canal de fala estiver aberto, o analista poderá fazer perguntas complementares (*follow-up questions*) bem como ter manifestações de *backchannel* (Goffman, 1974).

Cabe ressaltar que a maneira pela qual os participantes da ECC se orientam em relação ao par pergunta e resposta tem semelhanças com o comportamento dos participantes de uma entrevista televisionada na qual o entrevistado aguarda o entrevistador expor os preâmbulos que quiser e completa a formulação da sua pergunta antes de responder, da mesma forma que o entrevistador espera o entrevistado terminar sua fala antes de fazer a próxima pergunta (Clayman e Whalen, 1988-1989). O executivo só responderá quando o analista tiver completado suas perguntas e vice-versa.

No que tange às possibilidades de participação, o número de acesso a ECC é, normalmente, e consiste daquilo que é considerado "boa prática" pelo CODIM[3], divulgado abertamente nos *press releases* de resultado ou nos convites da ECC. Muitas empresas, geralmente, é o caso nos Estados Unidos, contratam números 0800, nos quais o custo da chamada é bancado pela companhia, mas, no Brasil, não é infrequente a necessidade de ter que fazer uma ligação de longa distância, o que inibirá a participação daqueles que têm restrições econômicas principalmente, as pessoas físicas. Na prática, o acesso telefônico é restringido por aspectos econômicos, linguagem e tópicos tratados.

A participação de jornalistas na ECC por telefone é comum, mas são raras as companhias que os permitem fazer perguntas. A maioria das empresas os impede explicitamente ou não, de se misturem com analistas no mesmo ECC, mesmo quando o acessam por telefone - vale dizer aqui que a imprensa sempre teve acesso às ECCs mesmo quando não eram transmitidas pela Internet. Os jornalistas podiam e podem escutar pelo telefone, mas não podem fazer perguntas.

3 Veja nota 21

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

A imprensa recebe o tratamento adequado de outra forma. Algumas fazem coletivas, outras realizam uma segunda teleconferência para jornalistas imediatamente após a ECC de investidores, e há outras que as atendem via assessoria ou individualmente.

Outros públicos que sofrem restrições não explícitas para não fazerem perguntas nos ECCs e escutarem por telefone são: fornecedores, concorrentes, entidades governamentais e funcionários. Além das pessoas físicas, foram os grandes beneficiados a partir do momento em que as ECCs passaram a ser transmitidas pela Internet.

A seleção dos tópicos tratados é uma prerrogativa dos analistas e investidores que fazem as perguntas. Isso não significa que exista liberdade plena de escolha. De forma geral, estes girarão em torno do resultado da companhia e de assuntos que impactem o desempenho futuro.

Se, por um lado, os executivos não escolhem o tópico da pergunta, comandam o tempo de resposta, podendo respondê-la da forma que for mais conveniente. À semelhança de entrevistas televisivas, respostas monossilábicas não são esperadas (Clayman, 2001) e sim, que o executivo elabore voluntariando informações para suportá-las.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

6.4
A complexidade do poder relativo dos participantes das ECCs

Talvez a palavra-chave que melhor expresse o relacionamento entre analistas e investidores de um lado, e executivos da companhia de outro, é interdependência. Essa necessidade mútua gera uma complexa relação de poder, cuja principal característica é a inexistência de unilateralidade e uma constante instabilidade. Não se pode dizer que, entre a companhia e o mercado investidor, exista uma relação de poder que pende sempre para um mesmo lado.

As companhias precisam do mercado e de seus agentes para obter recursos para investimentos. Essa necessidade as coloca na posição de quererem sempre se mostrar bem e persuadir que são boas oportunidades de investimento e leva executivos a terem certo respeito pelo mercado, seus agentes e a perícia que muitos participantes do mercado têm. A ECC, considerada uma prática de transparência, é, em si, um evento, no qual os executivos se expõem ao poder do

mercado – disponibilizando parte do seu tempo para responder perguntas, embora, como foi explicado com um alto nível de controle dessa exposição.

Os analistas de investimento têm um poder de perícia e de recursos, direitos e deveres que os conferem várias possibilidades de exercer o poder. Podem influenciar as decisões de investimento e "espalhar" opiniões negativas sobre as companhias, não as acompanhar ou não as cobrir a contento.

Os investidores podem, simplesmente, não investir ou exercer pressão contra a gestão da companhia quando não gostam da sua condução e, no caso extremo, até exercer pressão sobre os órgãos reguladores ou se engajar em movimentos para forçar a troca de controle ou da administração.

Por outro lado, as companhias e seus executivos também podem ter muito poder para restringir a ação de analistas e investidores. Tudo depende de quem é a companhia, quem é o executivo e qual o momento em questão. O tamanho e o histórico de desempenho da companhia são fatores que influenciam sua condição de poder. Empresas grandes, com muitos anos de tradição e consistência de desempenho, serão relativamente mais poderosas do que as pequenas, com capital recém-aberto, que necessitam de apoio e ainda consolidar sua reputação.

Da mesma forma, um analista de um grande e poderoso banco de investimento terá mais poder em relação a outros de corretora menores ou independentes.

No entanto, não é possível afirmar que uma companhia de porte grande sempre estará em situação de maior poder. Se estiver passando por um momento ruim por causa de desempenho, por fraqueza nas suas condições de mercado, por ter sido afetada por escândalos, acidentes ou reestruturações, sua posição de poder relativo pode ficar bastante diminuída em relação ao mercado.

Então vale dizer que o poder da companhia está relacionado ao tamanho – significando aqui poderio econômico – ao histórico de desempenho, à reputação e ao momento em questão pelo qual passa a companhia em relação ao mercado investidor. Mas, como essas condições podem mudar de tempos em tempos, a posição de poder relativo é instável.

A falta de unilateralidade e a instabilidade na posição de poder fazem com que ora a companhia e seus executivos sejam mais poderosos, ora o mercado tenha mais poder relativo, e isso terá impacto nas manifestações desses participantes na hora de fazerem suas perguntas e respostas na ECC.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

6.5
As oportunidades e os riscos conferidos pela intermediação tecnológica

As *affordances* conferidas pelas tecnologias de comunicação especificamente, o uso combinado da telefonia e da Internet além de assegurarem a execução de uma estrutura de participação, fazem da ECC um tipo de entrevista com aspectos singulares. Ao possibilitarem que analistas e investidores façam perguntas de qualquer localidade e permitirem que um público amplo escute essa interação, as ECCs são mais do que eventos informativos nos quais analistas e investidores podem esclarecer dúvidas em relação ao resultado da companhia. Tornam-se um meio de discussão de temas relacionados às perspectivas de seu desempenho e um fórum no qual as perguntas podem servir para fazer críticas, expressar opiniões e manifestar ceticismo sobre as explicações e justificativas que as companhias oferecem para explicar seu desempenho.

Por outro lado, as ECCs são eventos nos quais os executivos, como políticos, podem utilizar, para expressar seus pontos de vistas, posições ideológicas e persuadir os públicos que desejam influenciar. Nas respostas que dão às perguntas feitas pelos analistas, os executivos podem enviar mensagens e direcionarem suas falas para os públicos que quiserem com bastante liberdade.

As ECCs são eventos que dão muita visibilidade àqueles que delas participam – analistas e executivos principalmente – servindo de ferramenta para a construção de imagem.

As ECCs, frequentemente, ocorrem em horários em que os mercados estão abertos, isto é, em que as bolsas de valores estão funcionando, e o que é dito pode influenciar a avaliação do investimento nas ações da companhia. Como os analistas e investidores participam do evento sem sair de seus escritórios, existe grande facilidade para que eles deem ordens de compra ou de venda das ações da companhia, dependendo da interpretação que fazem do que está sendo dito. A percepção que o mercado tem do que está sendo dito pode causar variações positivas ou negativas no preço das ações da companhia alterando o seu valor de mercado em milhões de reais.

A ampliação do acesso ao evento, por ser transmitido pela Internet, também amplia o público que pode tomar decisões de investimento durante a ECC e

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

permite que outros públicos de interesse da companhia escutem o que está sendo dito. E, na medida em que essas falas ficam armazenadas nos sites da companhia, o seu efeito é prolongado.

A intermediação tecnológica tem impacto significativo nesse evento de fala e atua como forte regulador das escolhas linguísticas dos analistas e dos executivos. Os primeiros caucionam suas falas para não correrem o risco de sofrerem possíveis discriminações ao mesmo tempo em que as usam para ganhar visibilidade. Os executivos têm um meio de expor suas ideias, influenciar e persuadir ao mesmo tempo em que precisam regular a sua fala para atender, agradar e se proteger de diversos públicos e da perenidade de suas falas.

6.6
Informações públicas e privilegiadas X reuniões públicas e privadas

Uma das principais restrições às que as companhias abertas estão sujeitas é a de que não podem fornecer informações privilegiadas de forma privada ou seletiva. Portanto, um executivo, mesmo em uma reunião individual com um analista ou investidor, só pode tratar de informações que sejam "públicas". As privilegiadas só podem ser compartilhadas com um investidor depois de divulgadas para o mercado como um todo – momento em que deixam de ser privilegiadas para serem públicas - caso contrário, o executivo estará cometendo um ato de divulgação de informação de forma seletiva, o que é proibido pela legislação brasileira e americana (Reg FD).

A novidade da ECC transmitida pela Internet, portanto, não é a de tornar públicas informações privilegiadas – embora alguns autores acreditem que isso ocorra - é o de tornar pública a interação entre os executivos e os analistas. A Internet permite que públicos com diferentes níveis de perícia tenham acesso a uma interação que antes não era tão facilmente observável.

A maior acessibilidade contribui para nivelar o conhecimento do investidor pessoa física, que de outra forma, só receberia as informações já digeridas, interpretadas e selecionadas por analistas de investimento[4]. Isso não significa que o acesso à companhia tenha sido equalizado. O investidor pessoa física será

4 O corretor não dá à pessoa física o mesmo nível de tratamento que recebe um investidor institucional a não ser que ele seja um "high net worth" (rico) interessado e conhecedor de mercado.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

tratado com base nos mesmos conceitos de retorno aplicados a mercados de massa. Isto é, ele pode até receber um atendimento especialmente formulado para o seu perfil, mas não será o mesmo tratamento personalizado dado ao investidor institucional de alto valor.

Além da acessibilidade, as diferenças mais contundentes entre investidores, são, de maneira geral, o grau de perícia, o nível de envolvimento e o conhecimento do comportamento da comunidade de analistas e investidores que seguem a companhia. Não é surpreendente que haja entendimentos diferentes do que foi dito na ECC. A dimensão plena dos jogos de interesse que impactarão as falas que ocorrem em uma ECC é do conhecimento de poucos.

Na literatura sobre ECCs, esta problemática de diferentes significados é o que leva Mayew (2008) a argumentar que, apesar dos esforços da regulamentação (Reg FD – veja revisão bibliográfica (capítulo 2)), não ficou claro que ela tenha conseguido equalizar as informações divulgadas para os analistas e investidores. Partindo da visão de que a informação pública complementa a privada (Kim e Verrecchia, 1997, Barron, Byard e Kim, 2002, apud Mayew, 2008), Mayew propõe que a pergunta feita e respondida em público, se por um lado, é escutada por todos na ECC, pode responder e passar informação solicitada em situação privada para àquele analista que a fez. Isto é, as respostas a perguntas privadas seriam dadas publicamente através de outras perguntas públicas. Um dos analistas entrevistados para este trabalho afirmou que um dos motivos pelo qual faria perguntas em uma ECC seria o de obter uma resposta que ele pudesse "colocar por escrito" em um relatório. Isto é, se ele a recebesse de forma privada, não poderia comentá-la "oficialmente". A opinião desse analista vai de encontro à tese de Mayew. Em seu estudo, esse autor conclui que os analistas com opinião favorável à companhia são privilegiados na seleção de quem faz perguntas na ECC (Mayew, 2008).

Essa questão do que é informação nesse contexto companhia/mercado investidor é bastante complexa e foge ao escopo aqui, mas a base da problemática está na produção de significado. A mesma informação terá diferentes significados, dependendo de quem fala, ouve, dos respectivos conhecimentos, da situação e contexto, dos interesses de cada um. E, se por um lado, é utopia achar que ter acesso às mesmas informações permitirá que pessoas deem a elas o mesmo significado, por outro, essas diferenças abrem um campo para que ocorram

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

diversos tipos de jogos de interesse e, possivelmente, até manipulações tais como a discriminação a qual se refere Mayew (2008).

As conversas privadas entre analistas e investidores e executivos da companhia são extremamente valorizadas; não exatamente, por divulgarem informações privilegiadas, mas porque nelas existe maior liberdade de expandir assuntos e discutir questões. Não sofrem do mesmo nível de restrição de turnos que há em ECCs ou em outras apresentações públicas como exposições em conferências e reuniões públicas. Os temas podem ser explorados em plenitude, e, além do comportamento verbal, todo o comportamento do executivo é observado. Nas conversas privadas, existe uma quantidade maior e melhor de elementos que podem ajudar no processo de construção de inferências.

6.7
Os benefícios da divulgação dos resultados usando a ECC

Em 2002, a participação nas ECCs foi em média de 138 pessoas (Niri, 2002). Conforme Tasker (1998), existem três motivos pelos quais a ECC é um meio de divulgação importante. O primeiro diz respeito à especialização da audiência, que é formada por analistas *sell* e *buy-side* que conhecem a companhia e permitem que a administração discuta o seu negócio sem correr o risco de superlotar a audiência de informações.

Segundo motivo é que, por serem eventos orais, não são submetidos ao mesmo tipo de escrutínio feito por auditores externos e advogados da companhia, como são os *releases* e documentos obrigatórios de divulgação, fazendo com que os executivos possam falar de forma mais aberta. Por último, a ECC é interativa, permitindo que os participantes façam perguntas direcionadas às suas preocupações específicas (Tasker, 1998).

No entanto, o fator que mais destaca a ECC em relação a outras modalidades de divulgação de informações e interação entre executivos e analistas é ela permitir, de forma simultânea, que os executivos falem sobre as perspectivas da companhia de forma qualitativa (Bushee, Matsumoto *et al.*, 2003); e respondam perguntas da audiência. E, pela ótica dos analistas, que eles possam ouvir as perguntas feitas pelos outros. Em pesquisa realizada pela Christensen and Associates em 1992 (Frankel, Johnson *et al.*, 1999), este item foi apontado pelos

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

analistas como o principal benefício da ECC. Vale ressaltar que a tecnologia para a comunicação utilizada tem o benefício adicional de permitir que perguntas e respostas sejam ouvidas com muito mais clareza e tranquilidade do que se fossem feitas em um auditório, onde outras distrações, visuais e sonoras, podem interferir na qualidade da sua emissão e recepção.

6.8
O conteúdo divulgado na call

De forma geral, os participantes das ECCs solicitam: 1) detalhes e informações objetivas e quantitativas sobre indicadores financeiros e não financeiros; 2) observações subjetivas e qualitativas da administração sobre tendências do setor (como preços, tamanho do mercado, crescimento do setor), concorrentes, novos produtos, reação dos clientes em relação aos produtos e serviços da companhia, e evoluções na cadeia de suprimentos e de distribuição; 3) informações detalhadas sobre os planos da administração em relação a redução de custos, capital de giro e estratégia, e, por último, 4) guidance[5] (Tasker, 1998).

Os estudos de Frankel (1999), Bushee (2003) e Brown (2004) consideram que existe divulgação de informações materiais (privilegiadas), isto é, que afetam a decisão de investimento, durante as ECC em decorrência da alta volatilidade e quantidade de negócios que acontecem com as ações das companhias enquanto ela está ocorrendo. A implicação prática disso é que aqueles investidores que não tinham acesso às ECCs de resultado – tipicamente, o caso das pessoas físicas - poderiam estar sendo prejudicados por não terem essas informações. No entanto, como já mencionado, em 2000, a SEC propôs a regulamentação "*Fair Disclosure* (Reg FD)[6]", que, embora só tenha sido efetivada em 2003, influenciou o comportamento das companhias, e, desde 2002, 94% da empresas americanas estavam transmitindo suas ECCs via webcast com acesso aberto a todos, e 79%

5 *Guidance* significa "guiar" e no jargão significa fornecer informações quantitativas em relação a algum indicador. Nos EUA, o *guidance* geralmente se refere ao indicador financeiro "*earnings per share*" (lucro por ação) para o próximo período (trimestre ou ano). NO Brasil, *guidance* na definição do CODIM é "qualquer informação prospectiva de natureza quantitativa ou qualitativa, fornecida pela companhia, sobre seu desempenho futuro". (HTTP://www.codim.org.br/CODIM.asp?pg=elaborados.htm).

6 A Reg FD só foi efetivada em 2003, mas proposta em 2000 e , desde então, começou a influenciar o comportamento das companhias.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA

delas deixavam um arquivo em áudio disponível nos seus *websites* (Niri, 2002). As companhias brasileiras. Atualmente. seguem a mesma prática.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0710563/CA