

Um Estudo sobre a Relevância das Informações Geradas nas Apresentações das Companhias Abertas para a Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais

Autoria: Gloria Maria Baptistella Comerlato, Paulo Renato Soares Terra

Resumo

As apresentações das companhias abertas brasileiras aos analistas de investimentos, também conhecidas como Reuniões da ABAMEC, permitem que o mercado tenha mais um canal de divulgação de informações sobre estas empresas. Apesar das informações apresentadas nestes encontros já terem sido divulgadas aos investidores via outros meios de comunicação, existe uma preocupação quanto à influência das informações geradas pelas discussões nestas reuniões, em termos de construção de expectativas positivas ou negativas a respeito da empresa por parte dos analistas. Dependendo da qualidade e profundidade do questionamento, estas ocasiões podem gerar informações relevantes que naquele momento se configuram como privilegiadas aos participantes do evento. Utilizando a metodologia do estudo de evento (event study), este trabalho investiga o comportamento dos retornos anormais das ações de empresas brasileiras que promoveram apresentações na Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais na cidade de São Paulo, no período de 1997 à 2001. Os resultados não identificaram retornos anormais significativos em função das informações geradas nestes encontros no período analisado.

1. Introdução

Os investidores do mercado de capitais, sejam eles analistas de investimentos ou não, utilizam-se de informações provenientes das companhias de capital aberto, dos setores da economia e de todo o tipo de informação econômica ou política, que possam afetar o desempenho das empresas analisadas, para sugerir ou decidir sobre a compra, a venda ou a manutenção de um ativo no mercado de capitais.

Segundo a teoria financeira contemporânea, em um mercado eficiente o preço de uma ação deve refletir com precisão todas as informações disponíveis acerca do desempenho e das perspectivas futuras da empresa respectiva (e.g. Fama 1970, 1991, entre outros). Logo, a oferta de transparência (*disclosure*) é um elemento primordial para as companhias de capital aberto nas suas relações com investidores. A eficiência do mercado, portanto, decorre entre outros fatores de investidores preparados e bem informados.

As apresentações realizadas pelas companhias de capital aberto para analistas de investimentos, acionistas e outros convidados são um instrumento de divulgação das informações corporativas,¹ também conhecidas como “Reuniões da Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais” (ABAMEC).² Estes encontros permitem aos administradores das companhias revelar pessoalmente informações sobre o produto que comercializam; suas operações, principais clientes e fornecedores; seus resultados e perspectivas futuras de resultados; a sua visão macroeconômica do setor em que atua; e sobre os rumos da economia do país e no âmbito global. No final da apresentação inicia-se uma sessão de perguntas e respostas, que configuram um debate de idéias sobre a empresa, o setor em que atua e o ambiente macroeconômico em que está inserida. Tertuliano *et al.* (1993, p.68) menciona que “... uma das mais importantes contribuições desta associação é a realização de eventos periódicos entre a comunidade de analistas e demais associados com as empresas de mercado, tendo como fruto a produção de informações para a melhor avaliação dos preços das ações e outros títulos mobiliários”.

Embora nestas reuniões³ espera-se que as empresas divulguem somente informações já publicadas para o público em geral, paira a dúvida, entre os órgãos reguladores, legisladores e o público em geral, se naquele momento estamos frente a um processo de divulgação seletiva

de informações relevantes, condição básica para ocorrer a figura de *insider information*. Estas informações poderão ser utilizadas para que o analista participante obtenha uma vantagem em relação aos demais investidores, realizando um retorno maior que o esperado pelo mercado.

As questões que envolvem a governança corporativa têm sido objeto de estudos e atualizações constantes. Destes estudos tem resultado “recomendações de princípios a serem adotados, valores a serem conquistados e padrões de consulta a serem respeitados” (Camargo 2003, p.18). Esta tendência está de acordo com a nova legislação americana sobre *Regulation Fair Disclosure S7-31-19* (daqui em diante simplesmente “*Reg FD*”)⁴ que recomenda às empresas que realizem um *disclosure* amplo, para todo o mercado ao mesmo tempo (U.S. SEC 2000, 2001). Seguindo este raciocínio, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) nos Estados Unidos da América (EUA), exige que qualquer discussão sobre a empresa ocorra num fórum que seja acessível a todos investidores em qualquer parte do mundo. Segundo Mahoney (2003) a *Reg FD* foi criada para acabar com a prática desenvolvida por empresas que forneciam informações seletivamente para analistas e investidores institucionais com grandes posições de ações.

Nos EUA, mesmo antes da promulgação da *Reg FD*, percebia-se uma tendência das empresas em realizarem uma divulgação mais ampla, em substituição às apresentações para analistas e investidores institucionais. Weber (2000) cita uma pesquisa desenvolvida pela empresa de consultoria *Angus Reid Group Inc* que incluiu as 500 empresas que formam o índice *Standard & Poor's Composite*. O autor reporta que das 458 companhias que participaram do estudo, no final de 1998 somente 32 destas empresas utilizavam a *World Wide Web* para divulgarem seus resultados trimestrais. Um ano depois este número subiu para 138. Em 2000, o número já estava em 255, isto é, 56% das empresas que constavam da amostra. Contudo é sabido que novos riscos estão surgindo com esta prática. O mais evidente é o risco de toda e qualquer pessoa ter acesso ao questionamento dos executivos neste tipo de exposição. A tendência é que as respostas sejam muito mais seletivas, gerando desta forma menos informações divulgadas, até como medida de proteção da empresa. Confirmando esta tendência, Brune (2001) comenta uma pesquisa do *National Investor Relations Institute* (NIRI) o qual sugere que aproximadamente um quarto das empresas americanas de capital aberto estão provendo menos informações ao público em geral desde que a *Reg FD* está em vigência.⁵ Por outro lado, o mesmo autor aponta que 89% das companhias americanas naquele estudo permitem o acesso ao público em geral às suas conferências telefônicas (daqui em diante *conference calls*, para maiores informações a respeito, vide abaixo).

Estudando o impacto da *Reg FD* na assimetria informacional, Sunder (2002) classificou as conferências de anúncio de lucros em “abertas” (acessíveis ao público em geral) e “restritas” (somente para analistas e investidores institucionais). O autor conclui que no período anterior a *Reg FD* a análise das empresas classificadas como “restritas” evidenciam uma maior assimetria informacional que aquelas “abertas”. No período posterior a *Reg FD* estas diferenças não persistem. O autor também conclui em testes adicionais que não houve uma redução na qualidade das informações divulgadas nestas *conference calls*, após a implementação da *Reg FD*.

Os aspectos positivos e negativos mais importantes resultantes da pressão da SEC no que se refere à divulgação das informações relevantes são, segundo Graff (2000), as seguintes: a exposição global das conferências via Internet, beneficiando o investidor individual; estas conferências estão em tempo real que é preferível pelo investidor; a preocupação das empresas em não divulgar novas informações relevantes aos participantes de encontros seletivos, o que pode gerar processos judiciais; e, finalmente, a possível inibição de questionamentos na sessão de perguntas e respostas.

Esta preocupação com as chamadas boas práticas de governança corporativa não teve

fim com a *Reg FD*. Em resposta aos escândalos societários de diversas companhias estrangeiras,⁶ foi editada em julho de 2002 nos Estados Unidos a Lei Sarbanes-Oxley,⁷ contendo diversos dispositivos legais dirigidos às entidades auto-reguladoras (bolsas de valores e sociedades do mercado de balcão organizado) e à SEC, as quais devem editar atos normativos implementando-os (Camargo, 2003).

Não somente nos Estados Unidos tem-se verificado um movimento maior em torno da regulamentação das atividades que envolvem a transparência das companhias. Faulks (2003) cita as mudanças nos códigos do Reino Unido em resposta à evolução dos mercados de capitais através das fronteiras e às exigências dos investidores e acionistas por maior transparência. Também neste país a evolução das regulamentações nesta área não surgiu devido ao sentimento de *fair game* (jogo justo) no mercado de capitais, mas sim, devido aos grandes escândalos no final dos anos 80 e início dos anos 90.⁸ Entre 1992 e 2003 surgiram no Reino Unido os seguintes códigos de melhores práticas de governança corporativa: *Cadbury Code*, *Greenbury Code*, *Combined Code*, *Turnbull Code* e finalmente o *Higgs Review*. Esta preocupação está coerente com a enquete *Global Investor Opinion Survey* da consultoria *McKinsey* de 2002 mostrando que os investidores estão dispostos a pagar um prêmio de 12% pela boa governança corporativa de uma empresa no Reino Unido, conforme Faulks (2003).

No Brasil também já verificamos demonstrações do interesse que a governança corporativa desperta nos participantes do mercado de capitais. A Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), de forma inovadora, instituiu os contratos de melhores práticas de governança corporativa quando da implementação do Novo Mercado e dos Níveis I e II de Governança Corporativa em 2002.⁹

Sensível às novas práticas e às exigências do mercado, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) substituiu a Instrução CVM nº 31/84, pela recente Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002, que trouxe importantes alterações já há algum tempo reivindicadas pelo mercado. Dentre muitos dos assuntos que versam esta instrução está a forma de veiculação das informações relevantes, salientando que a divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, mesmo quando resumida, deve ser feita de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.

Todo este movimento em torno da regulamentação da divulgação das informações relevantes, que alcance o público de forma global, tem sua origem nos formatos que ainda hoje são utilizados para a divulgação de informações relevantes. Nos EUA está evidenciado através de estudos como o de Frankel, Johnson & Skinner (1999) que as informações divulgadas nas *conference calls*¹⁰ geram informações ditas materiais¹¹ ou relevantes a poucos participantes do mercado de capitais, gerando possibilidades de negociação por parte destes nas quais realizariam retornos acima dos esperados pelo mercado.

A questão que se apresenta, portanto, é a seguinte: é possível que durante as reuniões da ABAMEC sejam geradas informações relevantes? Isto é, será que os investidores utilizam essas informações para obterem retornos maiores que o esperado pelo mercado? Logo, o objetivo deste trabalho é verificar, através da metodologia do estudo de evento, a possível existência de retornos anormais nas ações das companhias de capital aberto que promoveram reuniões com analistas de investimentos ao longo de um período de cinco anos.

Estudos desta natureza são, de certa forma, recentes. Sundaram, Ogden & Walker (1993) analisam as apresentações¹² das companhias de capital aberto para as sociedades pertencentes a *Financial Analysts Federation*. São analisadas as conferências para a *New York Society of Security Analysts* no período de 1984 à 1990, com um total de 1502 observações. Estes autores concluem que estas apresentações produzem retornos positivos acima dos esperados, no dia da apresentação e no dia seguinte, que podem ter beneficiado os investidores institucionais.

Outra pesquisa que evidencia a divulgação seletiva de informações relevantes é a de Walmsley, Yadav & Rees (1992) que investigam 131 encontros realizados por empresas com analistas de investimentos no período de janeiro de 1985 à maio de 1990. Os resultados deste estudo mostram que houve um acréscimo estatisticamente significativo na volatilidade do preço da ação no dia seguinte ao do encontro. Os autores interpretam este resultado de duas maneiras: a primeira é que estes negócios se fundamentaram em informações privilegiadas; e a segunda, é que estes resultados podem ser consistentes com a idéia de que os encontros servem, simplesmente, para chamar a atenção dos analistas para aquela companhia que está se apresentando.

No estudo de Frankel, Johnson & Skinner (1999) são analisadas 1056 *conference calls* com o intuito de evidenciar três questões: se as mesmas divulgam informações relevantes para os participantes do mercado de capitais; se os investidores possuem acesso igual durante estas *calls*; e por que algumas empresas as realizam e outras não. Os autores encontram altos níveis de volatilidade nos retornos e nos volumes negociados durante os períodos das *conference calls*, sugerindo que grandes investidores negociam em tempo real, com base nas informações divulgadas nestas conferências.

Em Bowen, Davis & Matsumoto (2002) temos a análise dos efeitos das *conference calls* nas previsões de resultados por parte dos analistas antes que a SEC emitisse a *Reg FD* em agosto de 2000. Os autores examinam o efeito de duas propriedades dos prognósticos dos analistas – o erro e a sua dispersão. Se existe um aumento do *disclosure* então as *conference calls* devem induzir a um menor erro e a uma menor dispersão de prognósticos no período que envolve a conferência. Testes transversais (*cross-sectional*) revelam que a média dos erros dos prognósticos dos analistas declina nos trimestres em que ocorrem as conferências, em relação aqueles que não ocorrem. O mesmo acontece para a dispersão dos prognósticos.

McLean (1999) cita um estudo da Universidade de Michigan que verificou que durante as conferências telefônicas privadas (exclusivas para analistas convidados), os preços das ações movem-se mais que o usual, e que blocos de ações mudam de propriedade. As empresas alegam que nessas conferências não existe o *disclosure* seletivo, no entanto, sabe-se que os analistas podem decidir através de outras variáveis, como por exemplo, o tom de voz ou a forma como foi respondida uma determinada questão. O mesmo autor ressalta que a lei americana pune a utilização da informação privilegiada, mas uma vez que os analistas que obtêm a informação não realizam a transação em benefício próprio, torna-se muito difícil controlar a forma da disseminação da informação pelas empresas.

Os estudos acima relatados sugerem que as *conference calls* aumentam as informações disponíveis aos analistas, contribuindo para um hiato maior entre analistas que atendem à conferência e os demais participantes do mercado de capitais, o que é consistente com as preocupações da SEC em regular estes eventos.

Também no Brasil podemos estar frente de um processo de divulgação seletiva de informações relevantes. Pois, o investidor presente aos encontros chamados reuniões da ABAMEC, poderá levar vantagem em relação aos demais no que se refere à transparência da empresa em questão, e poderá usufruir destas informações privilegiadas. Logo, este é um assunto de grande interesse por parte da ABAMEC e das demais instituições relacionadas com o mercado de capitais como a BOVESPA e a CVM, que em seu discurso coloca que a lei protege os investidores em geral, uma vez que as informações relevantes devem estar disponíveis a todos no mesmo momento (<http://www.cvm.gov.br>). Alternativamente, é possível que as informações geradas nestas reuniões não sejam de caráter inédito e, desta forma, o encontro passe a ser somente um momento de cunho social e integração dos participantes do mercado de capitais, não tendo influência nos negócios do mercado.

O restante deste estudo desenvolve-se da seguinte maneira: na próxima seção

delimitamos a amostra, definimos as variáveis e descrevemos a coleta de dados e a metodologia utilizada. Em seguida analisamos os resultados das nossas análises e finalmente apresentamos as nossas conclusões e as implicações desse estudo para o mercado de capitais brasileiro. Nossas principais conclusões indicam que estas reuniões não produzem um efeito significativo sobre o retorno das ações das companhias estudadas.

2. Amostra, Dados, Variáveis e Metodologia

2.1. Amostra, Coleta de Dados e Definição de Variáveis¹³

A amostra utilizada para o desenvolvimento deste trabalho foi identificada dentro do universo de companhias de capital aberto que realizaram reuniões com os participantes do mercado de capitais associados da Associação Brasileira de Analistas do Mercado de Capitais e seus convidados. Estes encontros aconteceram na cidade de São Paulo¹⁴ durante o período entre 1997 e 2001, totalizando cinco anos.

Para a determinação das empresas que seriam incluídas na amostra, entramos em contato com a ABAMEC/SP através de correio eletrônico,¹⁵ solicitando a relação de companhias que haviam realizado as chamadas reuniões da ABAMEC naquela cidade no período desejado, com a especificação das datas em que tais encontros aconteceram.

Este procedimento resultou na identificação de um universo de 126 empresas que realizaram um total de 300 apresentações no período de 1997 a 2001. Todas estas companhias estão listadas na BOVESPA. Para a obtenção dos dados relativos a preços das ações foi utilizado o banco de dados disponibilizado pela Economática® (Economática, 2002). Deste universo foram analisadas 91 companhias e 247 reuniões.¹⁶ A relação da amostra final com as datas das reuniões e a relação das apresentações excluídas encontra-se no Anexo A.

Tendo sido claramente identificado o evento a ser estudado e as datas em que os eventos foram realizados devidamente determinadas, passamos a definição das variáveis do estudo. Para a análise dos dados utilizamos as ações mais negociadas de cada companhia, por serem estas as que apresentam negociações mais constantes e contínuas no período de apuração determinado e por serem estas que refletirão de forma mais intensa os reflexos do evento sobre a riqueza do acionista.

Os retornos diários das ações são calculados da seguinte forma:

$$R_{it} = \ln \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right)$$

Onde R_{it} representa o retorno da ação i no dia t , e P_{it} é o preço nominal de fechamento da ação i no dia t em moeda corrente nacional.

O próximo passo é estabelecer os critérios para medir o desempenho acionário anormal. Neste estudo, escolhemos para medir os retornos anormais o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado. Reconhecemos que a maior parte da literatura neste campo prefere usar o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado baseado no modelo de precificação de ativos de capital (*Capital Assets Pricing Model* – CAPM) e, em função disso, assim procedemos (vide Soares, Rostagno & Soares, 2002). A variável de interesse neste estudo é o retorno anormal ajustado ao risco e ao mercado (AR_{it} – simplesmente “retorno anormal” daqui para a frente), isto é:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | R_{mt}) = R_{it} - (R_{ft} + \beta_i \times (R_{mt} - R_{ft})) = \varepsilon_{it}$$

Onde R_{it} foi definido acima e R_{mt} representa o retorno da carteira de mercado no dia t . Utilizamos o retorno sobre o índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) para representar o retorno de mercado. R_{ft} representa a taxa de juros livre de risco, β_i é o coeficiente estimado para um período de 170 dias anteriores à janela pré-evento, e ε_{it} é o resíduo da regressão do retorno da ação sobre o retorno do mercado. O coeficiente β_i foi

calculado utilizando-se a função interna “beta” do sistema Economática®. Apesar desta especificação ter sido adotada neste estudo, outros indicadores poderiam ter sido utilizados, como por exemplo o simples retorno excedente da ação sobre o retorno de mercado. Brown & Warner (1985), por exemplo, sugerem que o poder das estatísticas de teste derivadas de modelos mais simples não é muito diferente de medidas mais complexas (para o caso brasileiro, ver também Soares, Rostagno & Soares, 2002).

Também utilizamos o conceito de retorno anormal estandardizado (SAR_{it}), isto é:

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it} - AR_i}{\sigma_i}$$

Onde σ é o desvio padrão amostral de AR_{it} e AR_i é a sua média amostral. Brown & Warner (1980) observam que o cálculo do desvio padrão dos retornos é uma forma de evitar a dependência transversal (*cross-sectional*) que pode estar presente nas séries de retornos anormais. Também, é um modo para assegurar que o retorno anormal de cada ação tenha a mesma variância (unitária).

Finalmente, foram calculados os retornos anormais cumulativos ($CAR_{it1,t2}$) e os retornos anormais estandardizados cumulativos ($CSAR_{it1,t2}$) para cada ação entre duas datas quaisquer t_1 e t_2 , pelas fórmulas dadas a seguir:

$$CAR_{it1,t2} = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{it} \quad \text{e,} \quad CSAR_{it1,t2} = \sum_{t_1}^{t_2} SAR_{it}$$

Concluindo, as séries que foram geradas neste estudo são as seguintes: (1) os retornos anormais ajustados ao risco e ao mercado (AR_{it}); (2) os retornos anormais ajustados cumulativos ($CAR_{it1,t2}$); (3) os retornos anormais ajustados estandardizados (SAR_{it}); e (4) os retornos anormais ajustados estandardizados cumulativos ($CSAR_{it1,t2}$). Cada uma destas séries originaram-se das fórmulas acima citadas.

2.2. Método Empírico

A metodologia utilizada neste trabalho baseia-se no método de estudo de evento (*event study*) primeiramente sugerido por Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) e mais adiante desenvolvido no estudo de Brown & Warner (1980, 1985). MacKinley (1997) e Binder (1998) expõem de forma detalhada tal metodologia. Em resumo, este método permite quantificar o impacto das informações divulgadas sobre o preço das ações no mercado de capitais. Neste caso, as informações são as reuniões da ABAMEC realizadas nos anos de 1997 à 2001 na cidade de São Paulo.

Em um estudo de evento, é crítico a definição precisa do momento em que o evento ocorre. No caso das reuniões da ABAMEC/SP a data do evento é passível de identificação uma vez que é um encontro marcado em dia e hora determinados anteriormente

As datas das reuniões¹⁷ foram consideradas como dia do evento (dia 0). Foi feita a análise para três diferentes janelas de evento: de 1 dia (apenas o dia 0), de 2 dias (dia 0 e dia +1), e de 6 dias (dia 0 até o dia +5), para investigar a possibilidade da assimilação da informação pelo mercado ter sido retardada em relação ao dia do evento.

A janela total do evento é de 46 dias, subdivididos da seguinte forma: 15 dias na janela pré-evento, isto é, os 15 dias de negociação antes do dia da reunião (do dia -15 ao dia -1); o dia da reunião propriamente dita (dia 0); e os 30 dias de negociação subseqüentes (do dia +1 ao dia +30). Note que tratam-se de dias de negociação e não dias de calendário. Portanto, eles não incluem fins de semana e feriados bancários.

As variáveis descritas na seção anterior são o insumo básico para a análise. Porém para chegarmos às conclusões finais, é necessário medidas que resumam àquelas individuais, isto é devemos agregar os resultados individuais de cada empresa para obtermos uma visão geral do fenômeno. Seguindo a metodologia descrita por Binder (1998), é possível estimar um

retorno anormal ajustado médio (AAR_t) e, similarmente, um retorno anormal médio estandardizado ($ASAR_t$) da seguinte forma:

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^{N_t} AR_{it}}{N_t} \quad \text{e,} \quad ASAR_t = \frac{\sum_{i=1}^{N_t} SAR_{it}}{N_t}$$

Onde N_t é o número de retornos observados no dia t . Similarmente, para os retornos anormais estandardizados:

Também é de interesse medir o efeito cumulativo médio. Para tanto utilizamos os conceitos de retorno anormal médio cumulativo ($CAAR_{t_1, t_2}$) e retorno anormal médio cumulativo estandardizado ($CASAR_{t_1, t_2}$) conforme as fórmulas descritas abaixo, sendo estas medidas calculadas entre os dias $t = t_1$ e $t = t_2$:

$$CAAR_{t_1, t_2} = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_t \quad \text{e,} \quad CASAR_{t_1, t_2} = \sum_{t_1}^{t_2} ASAR_t$$

Além de calcular a magnitude dos retornos anormais médios e os retornos anormais médios cumulativos, também temos o interesse em testar hipóteses sobre o significado de tal cálculo. Uma maneira direta é utilizar o tradicional teste-t.¹⁸ A estatística-t para a hipótese nula de que o retorno anormal médio do dia t é igual a zero e, similarmente, de que o retorno anormal médio cumulativo entre o dia t_1 e o dia t_2 (que representam o dia inicial e final da janela de evento) seja igual a zero é determinada por:

$$\theta_t = \frac{AAR_t}{\sigma_{AAR_t}} \quad \text{e,} \quad \theta_{t_1, t_2} = \frac{\sum_{t_1}^{t_2} AAR_t}{\sigma_{CAAR_{t_1, t_2}}}$$

Onde σ_{AAR_t} é a estimativa transversal (*cross-sectional*) do desvio padrão amostral do retorno anormal médio no dia t e $\sigma_{CAAR_{t_1, t_2}}^2$ é a variância transversal (*cross-sectional*) dos retornos anormais entre os dias $t = t_1$ e $t = t_2$. Para as medidas estandardizadas, a estatística-t é determinada por:

$$\theta_t = \frac{\sum_{i=1}^{N_t} SAR_{it}}{\sqrt{N_t}} = \frac{ASAR_t}{\sqrt{N_t}} \quad \text{e,} \quad \theta_{t_1, t_2} = \frac{\sum_{t_1}^{t_2} \sum_{i=1}^{N_t} SAR_{it}}{\sqrt{t_2 - t_1 + 1}} = \frac{CASAR_{t_1, t_2}}{\sqrt{t_2 - t_1 + 1}}$$

Finalmente, conduzimos um teste não-paramétrico de sinais para os retornos anormais médios e para os retornos anormais médios cumulativos sugerido por Brown & Warner (1980) como um meio de relaxar as premissas de distribuição implícitas nas estatísticas paramétricas.¹⁹ O escore-Z para qualquer dia t é dado por:

$$Z_t = \frac{\left| p_t^+ - \frac{1}{2} \right| - \frac{1}{2N_t}}{\sqrt{\frac{1}{2} \left(\frac{1}{2N_t} \right)}}$$

Onde p_t^+ é a proporção de AAR_t (ou $CAAR_t$) no dia t que tem sinais positivos. Z_t é normalmente distribuída e seu sinal é igual ao sinal de $(p_t^+ - 1/2)$.

3. Resultados

Os resultados empíricos estão apresentados na Tabela 1 de forma resumida para os cinco dias anteriores à reunião, o dia da reunião e os cinco dias subseqüentes à reunião. Os resultados para todo o período da janela de evento estão resumidos nas Figuras 1 e 2. Pode-se observar que tanto para os retornos diários anormais médios como para os retornos diários

anormais médios estandardizados a estatística-t e o escore-Z são ambos geralmente não significativos, tanto na janela pré-evento, como no dia da reunião, como na janela pós-evento. A única exceção é o dia +3 (três dias úteis subsequentes à reunião) para o qual o escore-Z é significativo ao nível de 1% para os retornos diários anormais médios e ao nível de 5% para os retornos diários anormais médios estandardizados. Contudo, o sinal deste retorno diário é negativo, o que contradiz a hipótese de que, após uma reunião onde nova informação é gerada, oportunidades de negociação com retornos anormais seriam possíveis.²⁰ Além disso, o retardo de três dias de negociação para a ocorrência desse retorno anormal negativo depõe contra a hipótese de eficiência de mercado mesmo na sua forma fraca (Fama 1970, 1991). Esses resultados permanecem largamente inalterados para os retornos anormais médios cumulativos e seus equivalentes estandardizados.²¹

Na tentativa de capturar o efeito cumulativo de vários dias ao redor da data da reunião, procedemos ao teste de significância de retornos cumulativos a partir do dia do evento. A Tabela 2 apresenta o resultado do estudo de evento para três janelas distintas: um dia (dia 0), dois dias (dia 0 e +1) e seis dias (dia 0 a +5). A hipótese subjacente é que o mercado demore a reagir às informações geradas na reunião e portanto o efeito somente será percebido sobre a agregação de alguns dias. Nessa tabela computamos os erros padrão das estimativas conforme as metodologias propostas por Brown & Warner (1980) e Dodd & Warner (1983). Mais uma vez confirmamos os resultados anteriores, isto é, os retornos cumulativos durante essas três janelas são estatisticamente insignificantes. A variação no tamanho da janela parece irrelevante para a (in)significância dos resultados. Esses resultados indicam que apesar da significância detectada para o terceiro dia consecutivo à reunião segundo o escore-Z parecia indicar, o efeito líquido após cinco dias na verdade é estatisticamente indistinguível de zero.

Esses resultados indicam que, mesmo que novas informações sejam geradas nas reuniões com os analistas de investimento, os efeitos dessas informações sobre os retornos esperados pelo mercado é nulo. Na próxima seção tentaremos interpretar esses resultados à luz da realidade do mercado acionário brasileiro, levantando algumas possíveis explicações para esse fenômeno.

4. Conclusões

Nessa pesquisa foi conduzido um estudo de evento para investigar a reação do mercado acionário brasileiro às reuniões das companhias abertas com os analistas de investimento da ABAMEC/SP. Esse tópico mostra-se relevante na medida em que, em mercados mais desenvolvidos, observa-se uma crescente preocupação dos participantes do mercado e dos órgãos reguladores em garantir o acesso igualitário de todos os participantes às informações divulgadas pelas companhias. A nossa hipótese nula era que, em condições de mercado eficiente, nenhuma reação significativa seria observada uma vez que as informações apresentadas nessas reuniões já foram, na verdade, divulgadas anteriormente por outros meios. Os métodos empíricos empregados não puderam rejeitar essa hipótese, indicando que tais ocasiões são essencialmente inócuas para a valoração das companhias. Esses resultados estão parcialmente em contraste com outras evidências apresentadas em estudos realizados nos EUA (e.g. Sundaram, Ogden & Walker, 1993; Frankel, Johnson & Skinner, 1999; Bowen, Davis & Matsumoto, 2002; Sunder, 2002).

As limitações dos métodos empíricos empregados nesse estudo não nos permite identificar qual a razão desses resultados, mas podemos contudo especular sobre algumas explicações alternativas. Possíveis interpretações para os resultados obtidos seriam: (1) o mercado acionário brasileiro é eficiente a ponto de processar as informações disponíveis sobre as companhias independentemente do *input* que as respectivas administrações possam proporcionar aos analistas de investimentos em reuniões mais fechadas; (2) as reuniões não acrescentam nenhuma informação nova ao mercado, indicando simultaneamente a

preocupação das administrações das companhias em não propiciar oportunidades de *insider trading* através do *disclosure* seletivo (um indicador de grande maturidade em termos de governança corporativa por parte das nossas empresas); (3) as outras formas de divulgação de informações ao mercado seriam tão eficazes que as conferências não gerariam nenhuma nova informação relevante, uma vez que a amostra contém um número expressivo de empresas de grande porte que podem priorizar a transparência e a divulgação voluntária de suas informações ao público em geral antes das reuniões da ABAMEC; (4) os investidores do mercado acionário no Brasil são tão poucos e tão concentrados que as reuniões com analistas (que representam as corretoras mais importantes) atingem indiretamente uma parcela expressiva de investidores, impossibilitando dessa forma a realização de retornos anormais por parte de alguns participantes do mercado; (5) os presentes ao encontro são incapazes de utilizar ou mesmo reconhecer a informação divulgada ou gerada durante as reuniões como relevante, não conseguindo desta forma utilizá-las para a realização de retornos anormais; e, finalmente, (6) as reuniões são essencialmente oportunidades de relações públicas para as empresas, sem maiores conseqüências sobre o valor de mercado das companhias.

Alguns aspectos relacionados aos objetivos desse trabalho contudo não foram abordados, e ficam aqui como sugestão para futuras investigações. Por exemplo, o teste do efeito de tais reuniões sobre o volume de ações negociado em torno do dia das reuniões *vis-à-vis* o volume normalmente negociado para cada companhia. Ainda, resta a dúvida se a volatilidade tanto do preço como dos volumes negociados sofre alterações em função das reuniões da ABAMEC. Esse tipo de investigação poderia revelar um melhor *insight* sobre a natureza do fenômeno que nem sempre é facilmente perceptível na análise tradicional utilizando apenas os retornos anormais. A tradicional convocação para novas investigações sobre esse fenômeno fica mais uma vez aqui registrada.

5. Referências

1. BINDER, J. J. (1998). "The Event Study Methodology Since 1969". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 11, no. 2, pp.111-137.
2. BOVESPA, Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (2001). *Guia Níveis Diferenciados de Governança Corporativa*. pp.01-20.
3. BOWEN, R. M., A. K. DAVIS & D. A. MATSUMOTO (2002). "Do Conference Calls Affect Analysts' Forecasts?". *The Accounting Review*, April, pp.285-316.
4. BROWN, S. J. & J. B. WARNER (1980). "Measuring Security Price Performance". *Journal of Financial Economics*, vol. 8, pp.205-258.
5. BROWN, S. J. & J. B. WARNER (1985). "Using Daily Returns: the Case of Event Studies". *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp.3-31.
6. BRUNE, C. (2001). "SEC Rule Impacts Information Sharing" *The Internal Auditor*, Altamonte Springs, April. pp.11-13.
7. CAMARGO, J. L. (2003). "Algumas Considerações sobre a Lei Sarbanes-Oxley". *RI – Relações com Investidores*. IMF Editora, Rio de Janeiro, fev., no. 60, pp.18-19.
8. DODD, P. & J. B. WARNER (1983). "On Corporate Governance: a Study of Proxy Contests". *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp.401-438.
9. ECONOMÁTICA (2002). *Economática Pro Ver. 2002.Oct.01*. Economática, São Paulo, Brasil.
10. FAMA, E. F. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance*, vol. 25, no. 2. pp.383-417.
11. FAMA, E. F. (1991). "Efficient Capital Markets II", *Journal of Finance*, vol.46, no. 5. pp.1575-1617.
12. FAMA, E., L. FISHER, M. C. JENSEN & R. ROLL (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information". *International Economic Review*, vol. 10, pp.1-21.

13. FAULKES, D. (2003). “Mudança na Governança Corporativa nos Estados Unidos: a Perspectiva Européia”. *RI – Relações com Investidores*. IMF Editora, Rio de Janeiro, fev., no. 60, pp.20-21.
14. FRANKEL, R., M. JOHNSON & D. SKINNER (1999). “An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium”. *Journal of Accounting Research*, vol. 37, no. 1, Spring, pp.133-150.
15. GRAFF, L. (2000). “Conference Calls Open Up: Dramatic Increase in Companies That Let Retail Listen In” *Investor Relations Business*, New York, Mar., pp.18-21.
16. MACKINLEY, A. C. (1997). “Event Studies in Economics and Finance”. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, pp.13-39.
17. MAHONEY, W. F. (2003). “A Consolidação das Relações com Investidores como Função Estratégica: A Evolução da RI nos Últimos 5 anos”. *RI – Relações com Investidores*. IMF Editora, Rio de Janeiro, fev., no. 60, pp.12-13.
18. McLEAN, B. (1999). “You’re not Invited”. *Fortune*, New York, April 26, pp.464-465.
19. McWILLIAMS, A. & D. SIEGEL (1997). “Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues”. *Academy of Management Journal*, vol. 40, no. 3. pp.626-657.
20. SOARES, R. O., L. M. ROSTAGNO, K. T. C. SOARES (2002). “Estudo de Evento: o Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal”. Anais do XXVI Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD 2002). ANPAD, Salvador, Brasil, 22-25/09/2002. 14p. CD-ROM.
21. SUNDARAM, S., W. A. OGDEN Jr. & M. WALKER (1993). “Wealth Effects of Corporate Presentations to the New York Society of Security Analysts”. *Financial Analysts Journal*, March-April, pp.88-89.
22. SUNDER, S. V. (2002). “Investor Access to Conference Call Disclosures: Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry”. Unpublished Manuscript, Northwestern University, 60p. shyam-sunder@kellogg.northwestern.edu.
23. TERTULIANO, F. A., I. PESSOA Jr., J. F. de AGUIAR, R. AYOUB, R. TRACANELLA & V. A. RIOLLI (1993). *Full Disclosure: como Aperfeiçoar o Relacionamento das Empresas Abertas com o Mercado de Capitais*. São Paulo: Maltese. 126p.
24. THOMSON FINANCIAL (2003). “Divulgação de Informações nos Termos da Lei Sarbanes-Oxley”. *RI – Relações com Investidores*. IMF Editora, Rio de Janeiro, fev., no. 60, pp.15-17.
25. U.S. SEC, Securities and Exchange Commission (2001). “Regulation Fair Disclosure Revisited”. Commissioner Laura S. Unger, December. pp.1-18.
26. U.S. SEC, Securities and Exchange Commission (2000). “Selective Disclosure and Insider Trading”. Proposed Rule, 17CFR Parts 230, 240, 243, and 249. Release no. 33-7787, 34-42259, IC-24209, File no. S7-31-99. March 29. pp.1-42.
27. VALOR ECONÔMICO (2003). “Novo Mercado Fica na Intenção”. São Paulo, quinta-feira, 10/04/2003, pp.C1.
28. WALMSLEY, T., P. K. YADAV & W. P. REES (1992). “The Information Content of the Company Meeting Programme”. *Journal of Business Finance & Accounting*, Oxford, Jun. pp.571-585.
29. WEBER, J. (2000) “Full Disclosure for All”. *Business Week*, New York, Sept. 18. pp.106-110.

6. Notas de Fim de Texto

¹ Outras formas de divulgação de informações ao mercado seriam através a imprensa, os sites

das companhias, informativos impressos e visitas técnicas, entre outras.

² Definida por Tertuliano *et al.* (1993, p.67-68) como “... uma associação sem fins lucrativos que congrega cerca de 2500 analistas do Mercado de Capitais, em todo o Brasil”. A ABAMEC conta com seis seções regionais: São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Rio Grande do Sul, Distrito Federal e Ceará e integra o Comitê Internacional das Associações de Analistas Financeiros, em Paris.

³ As reuniões da ABAMEC são consideradas públicas e abertas, uma vez que qualquer indivíduo pode comparecer a este evento. No entanto, segundo Tertuliano *et al.* (1993) a média de comparecimento a estes eventos tem sido entre 60 e 100 pessoas.

⁴ Esta legislação entrou em vigência em 23 de outubro de 2000 (Brune, 2001) e está disponível em <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-42259.htm>.

⁵ O título da pesquisa desenvolvida pelo NIRI (organização americana voltada para as relações com investidores) é “*Corporate Disclosure Practices Survey*”.

⁶ Entre elas: Enron, Worldcom, Tyco International e Qwest Communications (Camargo, 2003).

⁷ Trata-se de uma lei sobre governança corporativa, aprovada em julho de 2002 pelo Presidente G. W. Bush, e também já promulgada nos Estados Unidos. A lei estabelece: “cada emitente... deverá divulgar ao público, em base rápida e atual, as informações suplementares referentes a mudanças na condição financeira ou nas operações do emitente” (Thomson Financial, 2003).

⁸ Entre eles: o Mirror Group, em que o CEO fraudou o fundo de pensão da empresa; BCCI, em que a desorganizada estrutura corporativa e as múltiplas localizações eram o paraíso para a lavagem de dinheiro e evasão fiscal; outros incidentes mais recentes incluem a Equitable Life e a Marconi (Faulks, 2003).

⁹ Contudo, após dois anos desde o seu lançamento, apenas duas empresas formalizaram sua adesão, levantando dúvidas sobre o sucesso dessa iniciativa (Valor Econômico, 2003).

¹⁰ São consideradas conferências telefônicas em grande escala nas quais os executivos apresentam a situação de suas companhias e respondem questões de vários participantes do mercado de capitais. Uma típica *conference call* apresenta dois momentos, no primeiro um apresentação da empresa de 15 à 20 minutos seguida por 30-45 minutos de sessão de perguntas e respostas.

¹¹ Segundo Mahoney (2003) informação relevante, ou material, é toda informação que seja suficientemente importante para levar os investidores a tomarem uma decisão sobre se devem comprar, manter ou vender as ações.

¹² Sundaram, Ogden & Walker (1993) comentam que nos EUA as apresentações usualmente possuem dois momentos: no primeiro, os executivos responsáveis pela apresentação reportam as informações da empresa; e em um segundo momento tem-se uma sessão de perguntas e respostas. Os autores observam também que em Nova York estes encontros normalmente terminam antes do final do pregão do dia respectivo.

¹³ Os autores são gratos ao Sr. Rodrigo Rech Barcelos pela realização da coleta de dados para este estudo.

¹⁴ A escolha da cidade de São Paulo deve-se à sua representatividade no mercado de capitais brasileiro em geral e à sua proximidade do maior mercado acionário nacional (BOVESPA) em particular.

¹⁵ Através do *website* <http://www.abamecsp.com.br>.

¹⁶ Foram excluídas 53 reuniões de 35 empresas, em razão das dificuldades na obtenção de dados para essas reuniões específicas.

¹⁷ Estas datas estão especificadas no anexo A.

¹⁸ Para usar o teste-t, temos que assumir que os AR_{it} são independentes e normalmente distribuídos.

¹⁹ Brown & Warner (1980) observam que esta estatística não-paramétrica parece não rejeitar a hipótese nula com frequência suficiente, possivelmente sofrendo de algum problema de potência.

²⁰ A não ser que após as reuniões as informações reveladas revertissem sistematicamente as expectativas em relação às empresas, provocando a venda das suas ações. Essa possibilidade, entretanto, contradiz o bom senso que sugere que as reuniões são uma oportunidade para a administração das companhias “venderem” positivamente as suas empresas e consequentemente reduzirem o seu custo de capital.

²¹ Resultados omitidos por razões de concisão, mas disponíveis mediante solicitação aos autores. Ao longo da janela de evento de 46 dias, alguns dias isolados apresentaram retornos anormais significativos, contudo a maioria dessas observações ocorrem vários dias antes e/ou depois do dia do evento e portanto podem estar “contaminadas” por outros eventos. Para maiores detalhes sobre eventos coincidentes e seus efeitos sobre as análises desta metodologia ver McWilliams & Siegel (1997).

TABELA 1.

*Teste de significância para os retornos diários médios anormais e retornos diários médios anormais estandardizados das ações das empresas que realizaram apresentações para os analistas da ABAMEC/SP entre 1997 e 2001. 247 observações transversais (cross-section) utilizadas para estimação de cada dia. *Significativo ao nível de 5%; **Significativo ao nível de 1%.*

Dia	Retornos Diários Anormais Médios			Retornos Diários Anormais Médios Estandarizados		
	AAR	Estatística-t	Escore-Z	ASAR	Estatística-t	Escore-Z
-5	-0.0029	-0.0899	-0.3818	-0.0625	-0.0040	0.1273
-4	-0.0023	-0.0628	-1.1453	-0.0586	-0.0037	-1.0181
-3	-0.0023	-0.0692	-0.7635	-0.0879	-0.0056	-1.3998
-2	0.0024	0.0831	0.5090	0.0986	0.0063	1.2726
-1	-0.0002	-0.0056	0.5090	0.0461	0.0029	0.1273
0	0.0033	0.1197	0.2545	0.1152	0.0073	0.1273
+1	-0.0018	-0.0529	-1.5271	-0.0387	-0.0025	-1.3998
+2	0.0010	0.0300	-0.8908	0.0360	0.0023	-0.1273
+3	-0.0016	-0.0576	-2.6724 **	-0.0523	-0.0033	-2.0361 *
+4	0.0005	0.0173	-1.5271	0.0152	0.0010	-0.7635
+5	-0.0023	-0.0898	-1.1453	-0.0850	-0.0054	-0.8908

TABELA 2.

Teste de significância para os retornos cumulativos de ações das empresas que realizaram apresentações para os analistas da ABAMEC/SP entre 1997 e 2001 para três diferentes janelas de evento. 247 observações transversais (cross-section) utilizadas para estimação de cada dia. Erros padrão para $CAAR_{t1,t2}$ (retornos anormais médios cumulativos) foram calculados de acordo com Brown & Warner (1980), enquanto os erros padrão para $CASAR_{t1,t2}$ (retornos anormais médios cumulativos estandardizados) foram calculados de acordo com Dodd & Warner (1983).

I. Retornos Anormais Médios Cumulativos			
Janela de Evento:	1 Dia (0)	2 Dias (0, +1)	6 Dias (0, +5)
$CAAR_{t1,t2}$	0.003	0.002	-0.001
Estatística-t	0.120	0.035	-0.013
Probabilidade	0.905	0.972	0.990
II. Retornos Anormais Médios Cumulativos Estandarizados			
Janela de Evento:	1 Dia (0)	2 Dias (0, +1)	6 Dias (0, +5)
$CASAR_{t1,t2}$	0.115	0.076	-0.010
Estatística-t	0.115	0.044	-0.004
Probabilidade	0.909	0.965	0.997

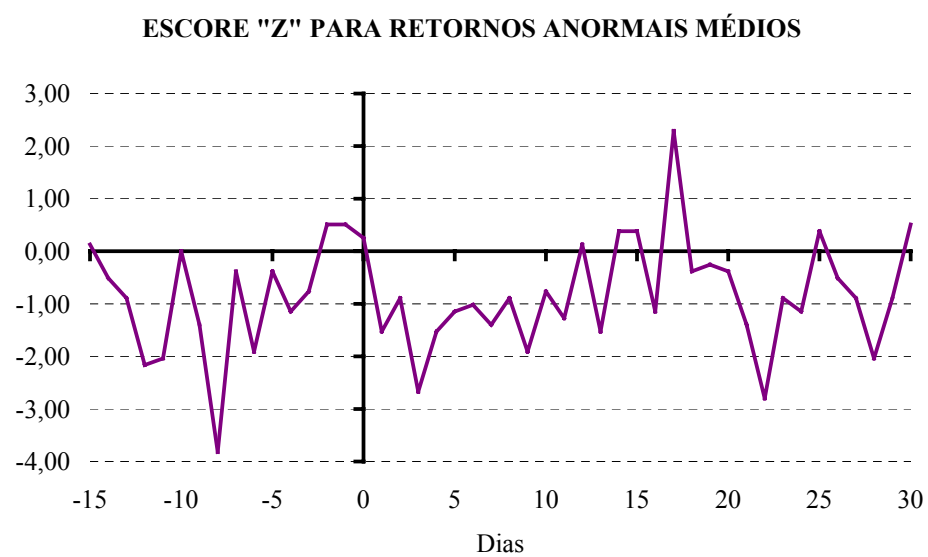
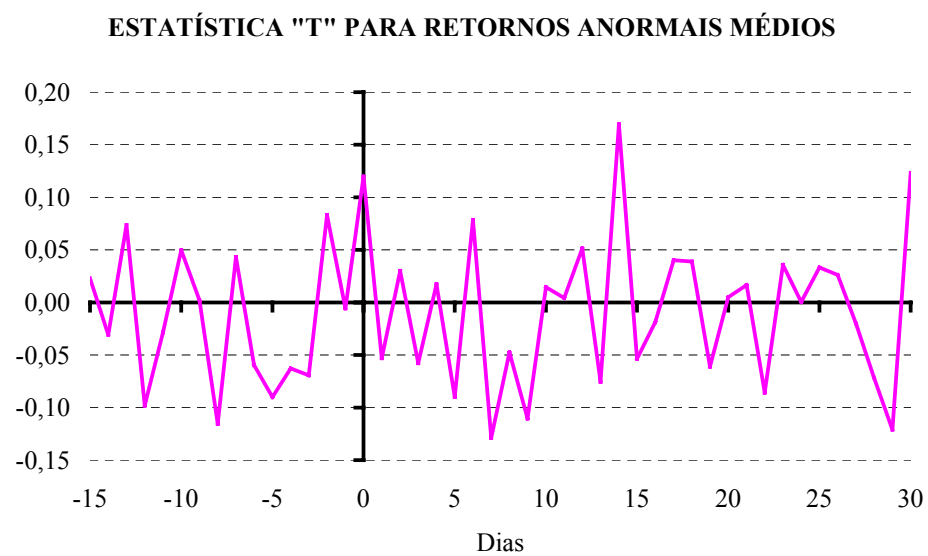
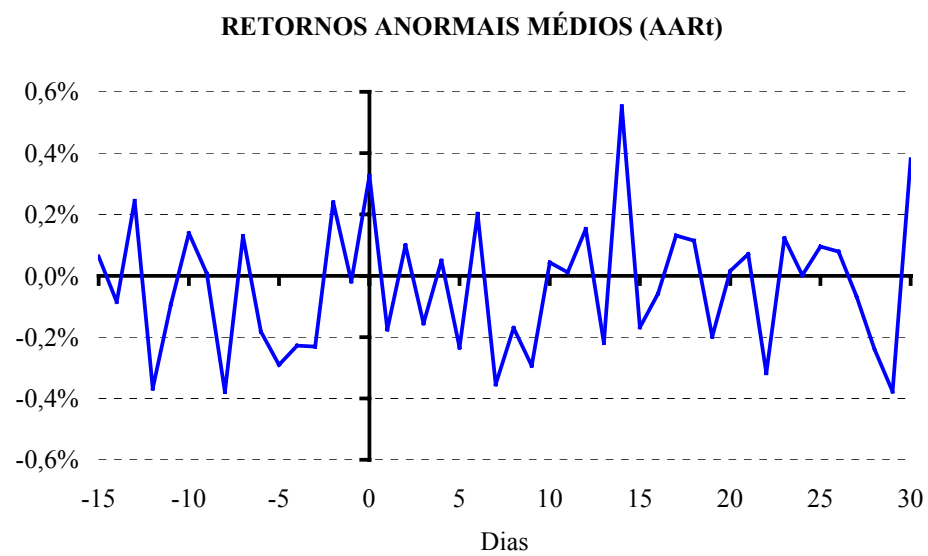


FIGURA 1.

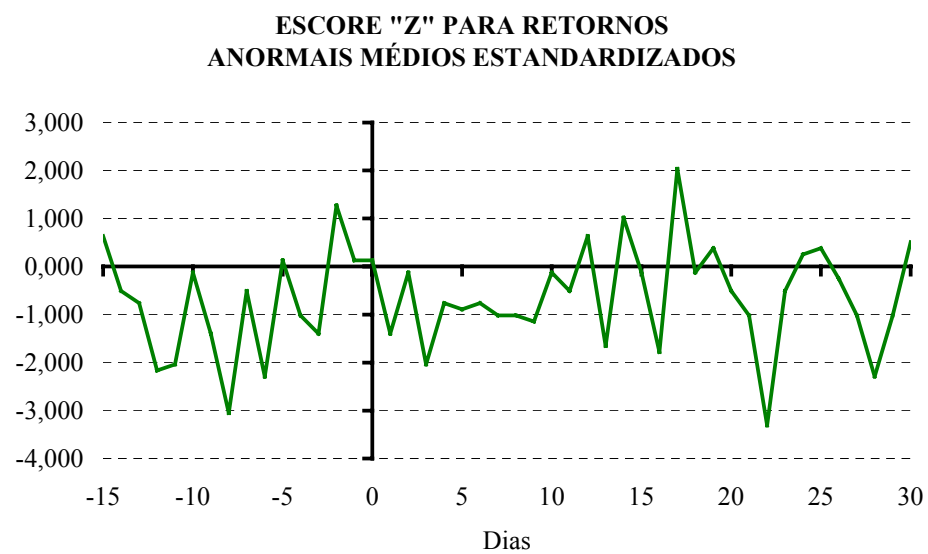
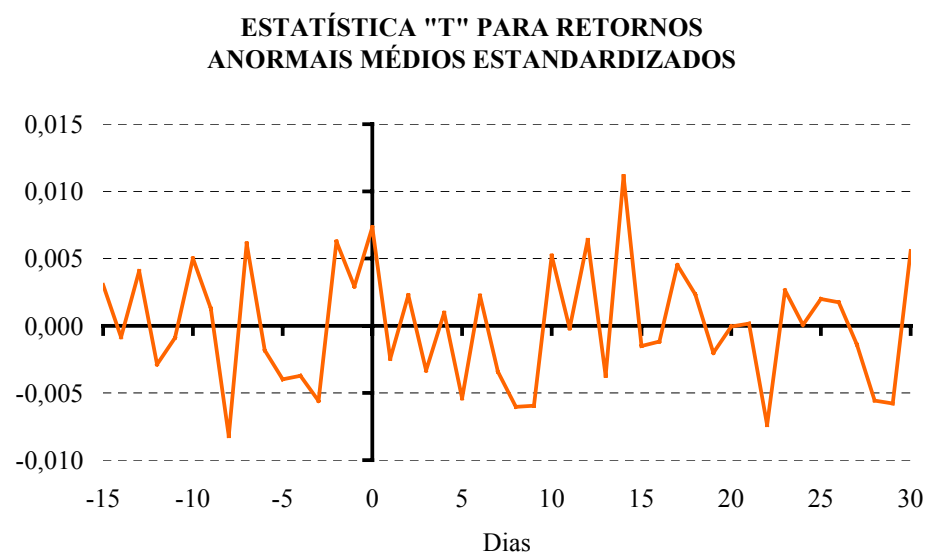
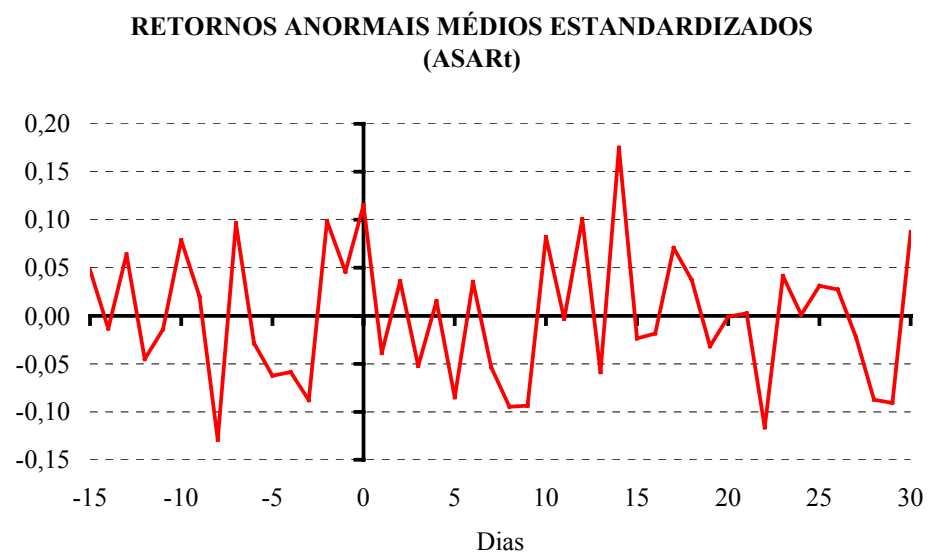


FIGURA 2.

ANEXO A – Relação das Empresas e Datas das Reuniões

**Empresas e/ou reuniões excluídas da amostra*

Empresa	Data	Empresa	Data	Empresa	Data
Acesita	23/05/97	Cia Sid. de Tubarão	11/11/99	Eletropaulo	26/03/01
Acesita	05/05/99	Cia Sid. de Tubarão	23/03/00	Elevadores Atlas	12/03/98
Aços Vilarés	24/06/97	Cia Sid. de Tubarão	04/04/01	Elevadores Atlas	02/03/99
Aços Vilarés	15/05/98	Cia Sid. Nacional	13/03/97	Embraer	21/08/00
Alpargatas	18/03/97	Cia Sid. Nacional	28/08/97	Embraer	29/08/01
Alpargatas	12/11/97	Cia Sid. Nacional	24/03/98	Embraer	26/11/01
Ambev	22/11/00	Cia Sid. Nacional	11/11/98	Embratel	04/12/00
Aracruz	03/03/97	Cia Sid. Nacional	25/03/99	Embratel	12/05/01
Aracruz	16/04/98	Cia Sid. Nacional	22/03/00	Fosfertil	07/04/97
Aracruz	23/02/99	Cia Sid. Nacional	23/11/00	Fosfertil	14/04/98
Aracruz	03/02/00	Cia Sid. Nacional	03/04/01	Fras-Le	30/09/97
Aracruz	18/01/01	Cia Sid. Nacional	22/11/01	Gerdau	13/08/97
Arapuã	14/05/97	Coelba	19/08/98	Gerdau	29/04/98
Arapuã	19/08/97	Coelce	17/05/99	Gerdau	18/11/98
Arapuã	18/11/97	Confab	28/04/97	Gerdau	06/05/99
Avipal	25/06/97	Confab	19/11/97	Gerdau	16/11/99
Avipal	09/12/98	Confab	29/05/98	Gerdau	16/05/00
Banco do Brasil	04/04/97	Confab	01/06/99	Gerdau	13/11/00
Banco do Brasil	26/09/97	Confab	12/08/99	Gerdau	21/03/01
Banco do Brasil	31/03/98	Confab	21/11/01	Gerdau	25/10/01
Banco do Brasil	23/09/98	Copel	20/11/97	Globex	19/02/98
Banco do Brasil	24/03/99	Copel	30/03/99	Globo Cabo	05/04/00
Banco do Brasil	30/09/99	Copel	30/03/00	Globo Cabo	14/06/00
Banco do Brasil	23/05/00	Copel	09/11/00	Globo Cabo	25/08/00
Banco do Brasil	10/11/00	Copel	29/03/01	Globo Cabo	07/12/00
Banco do Brasil	05/12/01	Copene	05/03/97	Globo Cabo	22/03/01
Banco Itaú	29/08/97	Copene	21/05/99	Globo Cabo	28/05/01
Banco Itaú	24/08/00	Copene	10/08/00	Globo Cabo	23/08/01
Banco Itaú	24/05/01	Copene	18/09/01	Globo Cabo	19/11/01
Banespa	22/05/98	Cremer	14/12/99	Guararapes	10/06/97
Belgo-Mineira	21/08/98	Cremer	17/08/00	Guatacazes	20/03/97
Bombril	22/01/97	Distr. Petr. Ipiranga	25/03/98	Guatacazes	15/02/00
Bombril	11/02/98	Dixie Toga	22/04/97	Iochpe-Maxion	31/10/00
Bombril	21/10/98	Duratex	03/09/97	Iochpe-Maxion	26/04/01
Bradesco	16/09/97	Duratex	10/11/98	Itausa	24/08/98
Bradesco	29/11/00	Duratex	18/11/99	Itausa	23/08/99
Bradesco	21/08/01	Duratex	12/12/00	Itausa	03/12/01
Brasil Telecom	20/09/00	Duratex	21/11/01	Klabin	09/11/99
Brasil Telecom	16/03/01	Eletróbrás	08/04/97	Light	07/05/98
Brazil Realty	15/09/98	Eletróbrás	01/09/97	Light	02/12/98
Caemi	14/08/97	Eletróbrás	05/03/98	Light	08/06/99
Caemi	13/08/98	Eletróbrás	18/08/98	Light	10/08/99
Caemi	19/08/99	Eletróbrás	06/04/99	Light	13/04/00
Cemig	26/08/97	Eletróbrás	17/08/99	Light	23/04/01
Cemig	06/04/98	Eletróbrás	21/03/00	Lojas Renner	18/08/97
Cemig	14/04/99	Eletróbrás	18/08/00	Marcopolo	06/11/97
Cemig	17/03/00	Eletróbrás	23/03/01	Marcopolo	16/08/00
Cemig	28/11/00	Eletróbrás	17/08/01	Maxion	09/04/97
Cemig	27/11/01	Eletropaulo	24/05/99	Nitrocarbono	06/10/97
Cesp	02/06/98	Eletropaulo	17/04/00	Oxiteno	17/03/98

(continua na próxima página)

ANEXO A – Relação das Empresas e Datas das Reuniões (continuação)

**Empresas e/ou reuniões excluídas da amostra*

Empresa	Data	Empresa	Data	Empresa	Data
Oxitenó	25/02/00	Souza Cruz	30/11/99	Banco Sudameris*	21/08/97
Pão de Açúcar	27/02/97	Souza Cruz	31/03/00	Bradespar*	02/05/01
Pão de Açúcar	18/03/98	Souza Cruz	22/08/01	Brahma*	27/08/97
Pão de Açúcar	09/03/99	Suzano	03/12/97	Brahma*	05/05/98
Pão de Açúcar	05/12/00	Suzano	07/12/99	Brazil Realty*	02/04/97
Perdigão	06/05/97	Tele Norte Celular	09/05/00	Brazil Realty*	15/09/97
Perdigão	27/11/97	Tele Norte Celular	28/07/00	Brazil Realty*	07/04/98
Perdigão	13/05/98	Tele Norte Celular	31/10/00	Brazil Realty*	05/04/99
Perdigão	12/11/98	Telefônica	04/07/01	Brazil Realty*	28/02/00
Perdigão	10/05/99	Telemar	08/08/00	Brazil Realty*	10/09/01
Perdigão	10/11/99	Telemar	08/12/00	Cambuci*	19/05/97
Perdigão	15/05/00	Telemar	23/05/01	Cambuci*	02/04/98
Perdigão	20/11/00	Telemig Celular	09/05/00	CerâmicaPortobello*	20/08/97
Perdigão	07/11/01	Telemig Celular	28/07/00	Cia Ind. Shlosser*	12/05/97
Petrobrás	15/04/97	Telemig Celular	31/10/00	Cia Lorenz*	20/05/97
Petrobrás	28/08/98	Telesc	31/05/99	CPFL*	11/08/97
Petrobrás Dist.	25/04/97	Telesp	09/12/99	Cremer*	08/09/98
Petrobrás Dist.	26/03/98	Telesp Celular	29/10/01	Eletropaulo*	01/12/98
Petrobrás Dist.	29/06/99	Ultrapar	24/09/01	Elevadores Atlas*	28/02/97
Petrobrás Dist.	23/02/00	Unibanco	23/11/99	Embratel*	28/01/99
Petrobrás Dist.	16/08/01	Unibanco	03/04/00	ESCELSA*	17/08/98
Petróleo Ipiranga	25/03/98	Unibanco	28/11/01	Frangosul*	04/12/97
Pronor	06/10/97	Unipar	20/05/99	Gerasul*	08/06/98
Randon	30/09/97	Unipar	15/08/01	Globex*	10/04/97
Randon	26/11/01	Unipar	13/12/01	Gradiente*	15/05/97
Ripasa	24/06/99	Usiminas	17/11/00	Gradiente*	30/03/98
Ripasa	04/09/01	Vale do Rio Doce	14/04/97	Gradiente*	29/09/98
Sabesp	11/08/98	Vale do Rio Doce	22/09/98	Gradiente*	18/05/00
Sabesp	26/11/99	Vale do Rio Doce	27/05/99	Grupo Ultra*	15/09/99
Sabesp	23/08/00	Vale do Rio Doce	19/11/99	Idéias Net*	06/12/00
Sabesp	13/11/01	Vale do Rio Doce	10/05/00	Idéias Net*	10/04/01
Sadia	26/11/97	Vale do Rio Doce	30/11/00	Latasa*	17/06/97
Sadia	17/11/98	Vale do Rio Doce	15/03/01	Oxitenó*	24/04/97
Sadia	13/05/99	Vale do Rio Doce	22/05/01	Oxitenó*	16/03/99
Sadia	21/11/00	Vale do Rio Doce	26/07/01	Oxitenó*	13/03/01
Sadia	31/05/01	Vale do Rio Doce	27/11/01	Petroflex*	02/06/97
Samitri	22/08/97	Varig	25/11/99	Ponto Frio*	10/09/97
Samitri	20/08/98	Varig	28/06/00	Rossi Residencial*	14/05/98
Santista Alimentos	16/04/97	Varig	26/06/01	Rossi Residencial*	07/11/00
Santista Têxtil	22/08/00	Votorantim	24/11/97	Sabesp*	23/06/97
Saraiva	04/05/98	Votorantim	26/11/98	Saraiva*	13/05/97
Serrana	06/05/98	Votorantim	09/08/00	Tele Centro Sul*	08/04/99
Sharp	30/04/97	Votorantim	14/11/01	Tele Centro Sul*	03/12/99
Sharp	20/03/98	Weg	25/05/99	Tele Centro Sul*	10/02/00
Sharp	25/05/98	Weg	27/04/00	Tele Norte Leste*	16/08/99
Sharp	26/08/98	Weg	16/05/01	Telefônica*	06/06/00
Sharp	25/11/98	White Martins	12/08/98	Ultrapar*	24/02/00
Souza Cruz	10/03/98	Bahia Sul Celulose*	10/08/98	Weg*	28/04/98
Souza Cruz	26/11/98	Bahia Sul Celulose*	17/06/99	Wiest*	26/08/97
Souza Cruz	10/06/99	Bahia Sul Celulose*	01/03/00	YPF*	16/06/97