

SEGMENTAÇÃO DE INVESTIDORES E O PROCESSO DE *TARGETING*: UM ESTUDO DA PERCEPÇÃO DAS ÁREAS DE RI DE EMPRESAS BRASILEIRAS**INVESTORS SEGMENTATION AND THE TARGETING PROCESS: A STUDY OF THE PERCEPTION OF INVESTING RELATIONS IN BRAZILIAN COMPANIES**

Bruno Cals de Oliveira* E-mail: brunocalsadm@yahoo.com.br

Roy Martelanc** E-mail: rmartela@usp.br

*Faculdade FIA de Administração e Negócios

**Universidade de São Paulo

Resumo: O presente estudo tem como objetivo geral da pesquisa é identificar como as áreas de Relações com Investidores das empresas brasileiras de capital aberto segmentam seus investidores e investigar como estes profissionais realizam suas atividades de *targeting*. Os resultados obtidos indicam que, para os respondentes, o potencial da segmentação dos investidores e do processo de *targeting* parece subutilizado. A maioria das empresas estudadas segmenta seus investidores de forma geral, dividindo-os entre nacionais, estrangeiros e pessoa física, sem subsegmentação quanto ao tipo de organização. A percepção dos profissionais de Relações com Investidores (RIs) é que a liquidez das ações e os dividendos são os principais atributos considerados pelos investidores na hora de decidir a alocação de recursos. Adicionalmente, ao contrário do que evidencia estudos anteriores, o segmento de listagem é um atributo irrelevante para os investidores, sendo a efetiva qualidade da governança, em especial a qualidade do *disclosure*, um atributo fundamental. O quesito sustentabilidade também é considerado irrelevante para os investidores na alocação dos seus recursos, de acordo com os RIs entrevistados, o que também contraria evidências de estudos anteriores. O processo de *targeting* é realizado internamente ou com auxílio de bancos de investimentos na realização de *non deal road shows* ou em novas ofertas de ações no mercado. Internamente as empresas utilizam o banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários, compram sistemas ou utilizam sistema de bancos depositários de ADRs para realização de estudo que identifiquem potenciais investidores para a companhia. O processo de *targeting* é dividido em três etapas principais: identificação do potencial investidor, atuação com o potencial investidor e acompanhamento se o investidor entrou na base acionária. Nenhuma afirmou possuir metas ou indicadores de eficiência para a realização da atividade de *targeting*.

Palavras-Chave: Relações com Investidores. Segmentação de Investidores. *Targeting*.

Abstract: The main objective of the present study is to identify how the investor relations professionals of Brazilian listed companies target their investors. The main results indicated that, for the sample studied, the potential for investor segmentation and the targeting process seems to be underused. Most of the studied companies divide their investor base only in national, international and retail investors, with no sub segmentation of organizational characteristics. The perception of investor relations professionals (IRs) is that share liquidity and dividends are the mains attributes considered by investors at the time do decide the allocation of their resources. In addition, unlike the evidence of previous studies, the listing segment was considered an irrelevant attribute to investors, and the effective quality of corporate governance, especially the disclosure, is the one which matters for investors do allocate their money. Also, according to the research participants, sustainability was also considered irrelevant by investors, which is also contrary to the evidence of previous studies. The targeting process is done internally or with the help of investments banks during non deal road shows or at subsequent equity offerings. Internally, companies use the database of Securities Commission (CVM), purchase systems or use the ADR system of depository banks to identify who are the potential investors for the company. The targeting process is divided into three steps: identification of the potential investor, acting with the potential investor and the investor monitoring to verify if the investor purchased shares and entered in the investor base. There is no company that has stated goals or

performance indicators for the realization of the targeting process.

Key Words: Investor Relations. Investor Segmentation. Targeting

1 INTRODUÇÃO

A atividade de Relações com Investidores (RI) tem crescido exponencialmente no Brasil, especialmente durante e após o grande número de aberturas de capital entre os anos de 2004 e 2007. Atualmente, instituições como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), nos segmentos de governança corporativa, exigem que todas as empresas tenham nominado um diretor de relações com investidores.

Segundo o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI - e a Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa (2007, p. 11), o profissional de Relações com Investidores tem um papel estratégico dentro da empresa, sendo este o responsável por levar informações internas para o público externo e por trazer um *feedback* deste público para os administradores da companhia, de forma que se possa aperfeiçoar as práticas internas e atender melhor as solicitações de mercado.

Dentre as várias atividades de relações com investidores, pode-se destacar o atendimento das demandas de acionistas e da legislação do mercado de capitais e elaboração e gestão do processo de comunicação da empresa com o mercado financeiro. Especificamente na atividade de atendimento aos acionistas, é importante ter bom conhecimento da base acionária da companhia para segmentar o público-alvo e atendê-los de forma customizada, de acordo com suas necessidades.

Atender os atuais acionistas é primordial para a área de RI de uma empresa. No entanto, não menos importante, é segmentar e atuar com potenciais investidores (processo de *targeting*) para aumentar a demanda pela ação, ampliar a base acionária e expandir a imagem da empresa no mercado de capitais nacional e internacional. Soares et al. (2010, p. 119) afirmam que o processo de *targeting* tem potencializado cada vez mais sua importância, haja vista que o mercado de capitais brasileiro encontra-se em constante expansão.

O objetivo geral da pesquisa é identificar como as áreas de Relações com Investidores das empresas brasileiras de capital aberto segmentam seus investidores e investigar como estes profissionais realizam suas atividades de

targeting.

Dentre os objetivos específicos da pesquisa, pode-se destacar: mapear as formas de segmentação do mercado de investidores realizadas pelas áreas de RI; verificar se as áreas de RI atuam de forma distinta de acordo com o perfil de cada tipo de investidor; os atributos mais valorizados pelos diversos tipos de investidores na percepção dos RIs; as formas de comunicação mais utilizadas pelos RIs para cada tipo de investidor; identificar as formas de atuação e comunicação de empresas brasileiras no processo de *targeting* de investidores.

Os profissionais de Relações com Investidores têm relativamente pouca experiência na sua área de atuação, uma vez que houve um grande número de abertura de capital nos últimos anos. De acordo com o IBRI e Fipecafi (2009), apenas 33% dos profissionais de RI de empresas brasileiras possuem mais de cinco anos de experiência na atividade.

A hipótese abordada nesta pesquisa é que os profissionais de relações com investidores segmentam o mercado de investidores de forma geral, atuando predominantemente com investidores institucionais (gestoras de recursos e/ou Bancos).

Pesquisas semelhantes ainda não foram realizadas no Brasil. Dessa forma, a pesquisa contribuirá para a evolução dos estudos em Relações com Investidores no país, uma vez que o tema tem sido pouco explorado na academia brasileira.

Além desta introdução, o artigo está dividido em outras cinco seções. A segunda seção é composta por uma revisão bibliográfica sobre o tema de relações com investidores, segmentação de investidores e o processo de *targeting*. A terceira parte descreve a metodologia abordada e a na quarta seção constam as análises dos resultados. Por fim, a quinta seção traz as considerações finais, seguidas das referências bibliográficas.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 RI e a Segmentação de Investidores

O *National Investor Relations Institute* (2007), associação americana de profissionais de RI, define a atividade de relações com investidores como:

uma gestão estratégica que integra as áreas de finanças, comunicação, marketing e legislação com o intuito de estabelecer uma comunicação efetiva da empresa com a comunidade financeira e outros públicos contribuindo para a formação de um valor justo das ações da companhia.

Agarwal et al. (2008) defendem que a área de relações com investidores se desenvolveu significativamente nas últimas décadas pela grande demanda das empresas de fornecer informações financeiras transparentes para diversos *stakeholders*. Segundo Allen (2002), o RI teve um grande salto de importância na era pós Enron, pois, além de serem mais cobrados por qualidade e transparência nas informações, tiveram um grande desafio de reconstruir a confiança do investidor.

Higgins (2000, p. 26) afirma que o profissional de RI deve participar ativamente da alta administração, uma vez que tem as informações da avaliação da companhia por parte do mercado e para assegurar a comunicação das atividades estratégicas da empresa para a comunidade financeira.

Mahoney (2007, p. 45) afirma ainda que a área de relações com investidores da empresa está diretamente associada ao valor da companhia, sendo esta responsável por transmitir para a alta administração, a qualquer momento, como o mercado avalia a empresa, de forma a sintonizar suas estratégias a um contexto de geração de valor.

De acordo com Oliveira et al. (2010), o trabalho diário de um profissional de RI envolve uma série de atividades: (i) atendimento à legislação do mercado de capitais, (ii) contatos diretos com os diversos acionistas nacionais e estrangeiros, (iii) construção de relacionamento com analistas *buy side* (profissionais que avaliam as empresas e efetuam compra e venda de ações) e analistas *sell side* (profissionais que emitem relatórios de avaliação de empresas), criação e (iv) atualização de uma série de ferramentas de comunicação (*website* de RI, *Earnings Release*, *Conference Calls*, etc), dentre outras.

Para desenvolver tais trabalhos, o profissional de RI pode separar claramente seus público-alvos para agir de forma eficaz. Segundo Soares et al. (2010, p. 120 – 128), o profissional de RI pode dividir seu público-alvo em: analistas *sell side*, analistas *buy side*, investidores pessoa física ou individuais, a mídia, a academia, as ONGs, o público interno e o governo. Para fins deste trabalho, o público-alvo do RI a ser discutido serão os analistas *buy side*, em geral representados por investidores institucionais nacionais e estrangeiros e os investidores pessoa física.

Dentro desse contexto, os profissionais de Relações com Investidores (RIs) devem conhecer bem o perfil de cada tipo de investidor, seja acionista ou não, para segmentar o seu público-alvo e traçar estratégias de comunicação eficazes.

A segmentação de investidores é muito importante para conhecer o mercado de investidores e traçar estratégias específicas para cada mercado, dando maior eficácia a atuação do profissional de relações com investidores.

De acordo com Hooley et al. (2005, p. 198), a segmentação de mercado consiste na divisão do mercado em grupo de clientes similares, quando há diferenças significativas entre esses grupos de clientes.

Ferrell e Hartline (2005, p. 169) afirmam que existem cinco bases para segmentação de mercados empresariais (Quadro 1): os tipos de organização, as características organizacionais, os benefícios procurados para o processo de compra, as características pessoais e psicológicas dos compradores e a intensidade do relacionamento.

Quadro 1 – Bases para segmentação do mercado de investidores

Base para Segmentação	1	2	3	4	5	6	7
Tipo de Organização	Assets	Bancos	Fundos de Pensão	Investidores Estrangeiros	Homebrokers	Family Office	Outros
Características Organizacionais	Localização	Quem são os sócios	Volume financeiro sob gestão	Setores em que investem	-	-	-
Benefícios procurados no processo de compra	Liquidez	Disclosure	Listagem em nível diferenciado de Governança	Responsabilidade Sócioambiental	Gestores competentes	Dividendos	RI Efetivo
Características pessoais e psicológicas	Tolerância ao risco	Estilo de decisão de investimento	-	-	-	-	-
Intensidade de Relacionamento	Número de reuniões individuais	Número de coberturas	Participação em conferências de bancos de investimento	Número de apresentações públicas	Realização de Road Shows	Visita de Investidores na empresa	Outros

Fonte: Elaborado pelos autores adaptado de Ferrell e Hartline (2005)

O profissional de RI pode diferenciar cada segmento de acordo com seu perfil de investimento para definir suas estratégias de atuação. De acordo com Gompers e Metrick (2001) os investidores institucionais diferenciam-se dos investidores individuais em algumas características de investimentos. Dentre as possíveis razões para a diferença de demanda dos investidores institucionais para os investidores individuais estão o ambiente regulatório em que os investidores institucionais tem de lidar, o que os obriga a ter prudência em seus investimentos; a liquidez e os custos de transação, uma vez que os investidores institucionais investem uma quantia significativa de recursos; e, por fim, o padrão histórico de retornos dos ativos, haja vista que os investidores institucionais tem diferentes preferências sobre risco de

investimento (GOMPERS e METRICK, 2001).

Os Fundos de Pensão, por sua vez, podem ter duas características de investimentos: alocação estratégica de recursos e a alocação tática de recursos. A primeira estratégia, mais comum, é focada no longo prazo, em que os fundos de pensão compram a ação e permanecem com ela por um horizonte longo de tempo (*buy-and-hold strategy*). A alocação tática, por sua vez, tem um foco mais de curto prazo, comprando e vendendo a ação com maior rapidez (CHAN-LAU, 2004)

Conhecendo bem o perfil dos investidores e com uma segmentação deste mercado bem definida, os profissionais de RI ficam aptos a realizar o processo de *targeting* de investidores com foco na atração de novos acionistas para sua base acionária.

2.2 Processo de Targeting

De acordo com Treiger (2009, p. 33), o processo de *targeting* é um conjunto de medidas que visa identificar previamente quais seriam e onde estão localizados os investidores que interessam à Companhia a fim de atraí-los para a sua base acionária.

Antes de iniciar um processo de *targeting* é importante que o profissional de RI realize uma correta gestão de sua base acionária. De acordo com Oliveira et al. (2010), a gestão da base acionária consiste no monitoramento de entrada e saída de acionistas na base acionária de uma companhia. Esse monitoramento deixa o RI apto a realizar estratégias de relacionamento para atrair e/ou manter o interesse do acionista na ação da companhia como forma de alocação de investimentos no mercado de capitais (OLIVEIRA et al., 2010). Conhecer bem a composição da base acionária e acompanhar os movimentos de entrada e saída dos atuais acionistas é um processo essencial para iniciar o processo de *targeting*.

Soares et al. (2010, p. 119) afirmam que o processo de *targeting* começa por analisar minuciosamente o perfil da empresa para então descobrir em quais portfólios de investidores a companhia se torna potencial para investimento. A partir dessa análise, o profissional de RI pode utilizar ferramentas disponíveis para identificação de públicos específicos de investidores que possivelmente estejam dispostos a alocar recursos em sua empresa.

Marcus e Wallace (1997, p. 29) relatam quatro passos para realização do processo de *targeting*. O primeiro consiste na definição dos investidores que o RI gostaria de ver na base acionária. Em seguida, o RI deve identificar se o perfil de investimento da sua empresa se adéqua ao perfil do investidor. O terceiro passo consiste no planejamento da estratégia de atuação com o público definido e, por fim, o quarto passo é ir a campo e agir, colocar em prática as estratégias de atuação previamente definidas.

Treiger (2009, p. 34) afirma que depois de conhecer bem a base acionária da companhia e as características de investimento de seus acionistas, uma informação valiosa para o RI é um levantamento de quais investidores detém ações de outras companhias com perfil assemelhado, mas que ainda não investem nas ações de sua empresa. Isso pode ser feito internamente com ajuda de sistemas adequados à busca dessas informações ou mesmo através de consultoria ou bancos de investimentos que auxiliem na busca dessas informações.

Dentre as vantagens de realizar um processo de *targeting*, pode-se apontar o aumento de exposição da empresa perante o mercado, isto é, a companhia fica conhecida por uma gama maior de investidores, e a possibilidade de expansão da base acionária da empresa, visto que, segundo Merton (1987), empresas com pequena base acionária podem ter um menor valor de mercado mesmo com boas expectativas de resultados. Amihud et al. (1999) também mostraram, através de um estudo com empresas japonesas, que a valorização das ações são positivamente correlacionadas ao número de acionistas. Neste estudo, foi demonstrado empiricamente que o retorno anormal das ações aumenta conforme aumenta o número de investidores na base acionária.

3 METODOLOGIA

Para analisar a percepção das áreas de Relações com Investidores sobre o perfil dos investidores e a forma de segmentação dos mesmos, optou-se por um estudo exploratório, de natureza qualitativa, com empresas brasileiras de capital aberto que estão listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (nível I, nível II e Novo Mercado). Para seleção da população de empresas, partiu-se do pressuposto que as empresas listadas em níveis diferenciados de

governança, por serem mais exigidas em termos de regulação, possuem uma melhor estrutura da área de RI.

A técnica de pesquisa utilizada foi a de entrevista em profundidade, via *conference call* ou *in loco*, com integrantes das áreas de RI das empresas participantes. A entrevista em profundidade, segundo Hair Jr. et al. (2003, p. 85), é uma sessão individual de entrevista, feita por um entrevistador treinado e com conhecimento especializado sobre o assunto a ser tratado na conversa, permitindo que ocorra uma sondagem mais profunda.

Os contatos com as empresas foram realizados através de e-mail e telefone diretamente com as diretorias de Relações com Investidores para agendar entrevistas ou *conference calls*. As entrevistas foram realizadas com Diretores, Gerentes ou Coordenadores de Relações com Investidores.

Apesar da grande dificuldade de acesso às empresas brasileiras, a amostra final do trabalho, por conveniência, foi composta de 22 entrevistas com empresas que aceitaram participar da pesquisa. O total de empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa no período da pesquisa era de 156 empresas. Portanto, foram entrevistadas 14% do total da população de empresas.

Em abordagens qualitativas, como a deste estudo, não se espera que a amostra seja representativa da população, uma vez que o objetivo é identificar diferentes percepções existentes sobre um fenômeno, mesmo que a distribuição dessas percepções não represente a da população (VIEIRA, 2006). Dessa forma, a pesquisa qualitativa não realiza uma tentativa de quantificar ou determinar a extensão de determinado fenômeno na população (KUMAR, 2005). Os resultados obtidos com aplicação de uma metodologia qualitativa, como é o caso aqui, devem ser considerados válidos apenas para a amostra em si e utilizados como hipóteses em pesquisas representativas subsequentes.

Das empresas participantes, 11 são listadas no Novo Mercado, 3 no Nível II e 8 no nível I. Cada entrevista em profundidade seguiu um roteiro preestabelecido, dividido basicamente em duas grandes partes: Perfil e Segmentação de Investidores e Processo de *Targeting*. A primeira parte da entrevista tinha como objetivo entender e analisar como os profissionais de relações com investidores diferenciam e segmentam seus clientes (investidores), de forma a criar bases para segmentação do mercado de investidores. A segunda parte visa identificar como estes

profissionais realizam o processo de *targeting* para então analisar a forma de identificação e captação de novos investidores.

As respostas obtidas foram tabuladas e analisadas de forma agregada, identificando respostas semelhantes dos participantes da pesquisa para estabelecer um processo comum de segmentação de investidores no mercado brasileiro e do processo de *targeting* de investidores realizados por empresas brasileiras de capital aberto. As empresas solicitaram que não fossem identificadas na análise dos dados, uma vez que consideram estas informações estratégicas para suas atividades de RI.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para seguir o roteiro de entrevista estabelecido, as análises dos dados serão feitas em duas partes separadas: segmentação e o perfil dos investidores e o processo de *targeting*.

4.1 Segmentação de Investidores

As empresas participantes da pesquisa segmentam seus investidores de forma diversa. A resposta mais comum entre as empresas sobre sua segmentação foi dividi-los entre investidores institucionais nacionais, institucionais estrangeiros e pessoas físicas. Essa divisão é a mesma feita pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) e repassada aos bancos custodiantes para que estes encaminhem a base acionária aos seus clientes. Dessa forma, muitas empresas são induzidas a segmentar os seus investidores no formato disponibilizado pela CBLC, sem aprofundar as características e a segmentação dos acionistas.

Quando questionadas se existiam subsegmentos dentro dos segmentos definidos, quatro empresas afirmaram não diferenciar os investidores institucionais nacionais e estrangeiros, outras seis empresas criavam subsegmentos de forma distinta, separando aqueles que têm atuação de curto prazo para aqueles que são de longo prazo ou estabelecendo categorias por tipo de empresa, dividindo os investidores institucionais nacionais e estrangeiros por fundos de pensão, *assets*, bancos, *hedge funds*, entre outros.

Os resultados mostraram que as áreas de RI das empresas respondentes

utilizam como base para segmentação de mercado proposto por Ferrell e Hartline (2005, p. 169) predominantemente os tipos de organização e as características organizacionais, uma vez que a maior parte das empresas segmenta seus investidores pela sua localização ou pelos tipos de organização.

A segmentação de investidores das empresas participantes da pesquisa é feita de acordo com a realidade de mercado de cada empresa. Se a base acionária da companhia é pequena ou a ação da empresa não tiver alta liquidez, a segmentação é feita de forma mais abrangente. No entanto, se a empresa possui uma base acionária grande e com alto giro de compra e venda da ação, é mais visível a participação significativa de diversos tipos de investidores, segmentando-os de forma mais detalhada.

Tabela 1 – Segmentos e subsegmentos de investidores, segundo as empresas participantes

Segmento de Investidor	Nº de Empresas	Subsegmento	N
Nacional	13	Assets Independentes	7
		Fundos de Pensão	7
		Assets de Bancos	6
		Hedge Funds	3
		Seguradoras	1
Estrangeiro	13	Assets Independentes	7
		Fundos de Pensão	7
		Assets de Bancos	6
		Hedge Funds	3
Pessoa Física	18	-	-

Fonte: Elaborada pelos autores

Conforme demonstrado na tabela 1, apesar de alguns RIs deixarem claro que seus trabalhos são mais focados em investidores institucionais, é visível que a pessoa física é um segmento bem definido, sendo citado por 18 empresas nas entrevistas. Investidores institucionais nacionais e estrangeiros são outros segmentos definidos, respondidos por 13 empresas. Das 13 empresas que afirmaram segmentar os investidores como Nacional e Estrangeiro, 7 subdividia-os em *Asset* Independente, 7 em Fundos de Pensão, 6 em *Assets* de Bancos, 3 em *Hedge Funds* e 1 em seguradora. A subdivisão dos segmentos é feita para detalhar melhor o perfil do investidor e, conseqüentemente, traçar melhores estratégias de atuação perante tais investidores. Não foram constatadas diferenças entre a

subdivisão de investidores estrangeiros e investidores nacionais.

Adicionalmente, 4 empresas não diferenciam a localização de seus investidores institucionais, separando a sua base acionária apenas em pessoa física e investidores institucionais como um todo. Apenas uma empresa afirmou segmentar os investidores como de curto ou de longo prazo, enquanto outra empresa segmenta os investidores em fundamentalistas, intrínsecos e de curto prazo. Por fim, duas empresas se mostraram sem segmentação definida, sem separar os investidores por tipo de empresa ou por localização, sendo que uma delas afirmou não fazer porque não consegue identificar os investidores estrangeiros a não ser que haja o nome da empresa no próprio nome do fundo.

Analisando as empresas do ponto de vista do detalhamento da segmentação dos investidores, é possível afirmar que, de acordo com a amostra obtida, as empresas maiores e com maior *free-float* são aquelas que mais detalham a segmentação de seus investidores. As empresas que subdividem seus investidores de acordo com subsegmentos supramencionados tem uma média de valor de mercado, à época da realização das entrevistas, de R\$ 7,705 bilhões e uma média de *free-float* de R\$ 4,818 bilhões, enquanto as demais empresas, excluindo-se dois *outliers*, possuem média de valor de mercado de R\$ 4,781 bilhões e a média de *free-float* de R\$ 2,103 bilhões.

4.2 Comportamento de Compra e Decisão de Investimento

Quando questionados sobre o comportamento de compra de cada segmento definido, as empresas respondentes divergiram em sua percepção sobre o comportamento das pessoas físicas. Das empresas que responderam sobre o comportamento das pessoas físicas, 7 informaram ter a percepção que a pessoa física tem um comportamento de longo prazo, enquanto outras 6 empresas afirmaram perceber que a pessoa física tem comportamento de curto prazo. Apenas 1 empresa afirmou que o comportamento da pessoa física depende do investidor em si, que pode ser de curto ou de longo prazo.

Os respondentes que relataram o comportamento de longo prazo da pessoa física, em geral, pertencem a empresas com constantes pagamentos de dividendos (bancos, por exemplo) ou que atuam em setores considerados “defensivos” (cujos

resultados não oscilam muito com o comportamento da economia, a exemplo do setor de *utilities*). A média de *dividend yield* dessas empresas, à época da pesquisa, era de 5,13%. Os respondentes que afirmaram ter a pessoa física como de curto prazo informaram que este tipo de investidor é mais oportunista, que compra ou vende ação por um boato de mercado ou mesmo seguem a onda do mercado, comprando ou vendendo seus títulos quando boa parte do mercado está tendo o mesmo comportamento. A média de *dividend yield* dessas empresas, à época da pesquisa, era de 4,07%.

Tabela 2 – Percepção dos RIs sobre o comportamento de compra dos investidores

Pessoa Física	Número de Empresas n = 18
Pessoa Física é de longo prazo	7
Pessoa Física é de curto prazo	6
Pessoa física pode ser de curto ou longo prazo	2
Não consegue identificar comportamento	3
Investidores Institucionais	Número de Empresas n = 22
Investidores Institucionais são de longo prazo	10
O comportamento de compra dos institucionais depende do tipo de fundo	8
Não consegue identificar comportamento	4

Fonte: Elaborado pelos autores

Com relação aos investidores institucionais, 10 empresas afirmaram que o comportamento de compra deste tipo de investidor é de longo prazo e outras 8 empresas afirmaram que o comportamento depende da característica de investimento dos fundos que são geridos. Os RIs que opinaram sobre o comportamento de compra deste tipo de investidor afirmaram que os Fundos de Pensão tem uma característica de longo prazo e com pouca ou nenhuma movimentação de compra e venda da ação no período em que estão posicionados. Este comportamento coincide com a definição de alocação estratégica de recursos estabelecida por Chan-Lau (2004). Algumas *assets* possuem também a característica de longo prazo, com menor movimentação da ação. Outras *assets* e os *hedge funds* possuem características de curto prazo, com menor aversão ao

risco, e aproveitam oportunidades de valorização da ação em um curto período de tempo.

Quando questionados sobre os atributos, além da perspectiva de rentabilidade da ação, que os investidores mais ponderam na hora da decisão do investimento, os RIs entrevistados destacaram a liquidez das ações como fator principal para tomada de decisão dos investidores. Conforme demonstrado na tabela 3, das 22 empresas participantes, 17 enfatizaram a liquidez das ações como um atributo que pesa na decisão do investidor para alocar recursos em uma ação. Em seguida, os dividendos foram citados por 10 empresas como fator decisivo e o *disclosure* por 9 empresas. O fato de conhecer os administradores da companhia foi citado por 5 empresas, a listagem em nível diferenciado de governança por 4 empresas e a sustentabilidade por 3 empresas.

Tabela 3 – Atributos decisivos para decisão de investimento

Atributos	Empresas n = 22
Liquidez das ações	17
Dividendos	10
<i>Disclosure</i>	9
Conhecer administradores	5
Listagem em Nível Diferenciado de Governança	4
Sustentabilidade	3

Fonte: Elaborado pelos autores

Vale ressaltar que a visão dos RIs entrevistados é que o investidor leva muito mais em consideração as práticas reais de governança corporativa adotada pela empresa, especificamente o *disclosure*, do que propriamente em que nível de governança a empresa está listada. As práticas são mensuradas pelos investidores, dentre outras formas, através dos contatos freqüentes com as áreas de RI, análise dos relatórios publicados e proteção oferecida aos minoritários (adoção de *tag along*, por exemplo). Esta constatação contraria estudos anteriores que associam o nível diferenciado de listagem a atributos desejados pelos investidores, como valor, volume negociado e performance corporativa.

Carvalho e Pennacchi (2010) analisaram 38 empresas brasileiras entre 2001 e 2005 e concluíram que a migração para um nível diferenciado de listagem trouxe retornos anormais positivos para seus acionistas, um aumento no volume de

negociação das ações. Lameira e Ness (2007) estudaram 49 empresas brasileiras entre 2002 a 2006, concluindo que o nível diferenciado de listagem é positivamente correlacionado com a performance corporativa. Serra et al. (2009), com foco nas 66 empresas brasileiras que compunham o IGC, concluíram que há um retorno anormal quando a empresa entra no nível diferenciado de governança, mas que, após 8 meses, o retorno das empresas com nível diferenciado de listagem torna-se equivalente ao das empresas que não tem essa diferenciação.

Com relação à sustentabilidade, com exceção das 3 empresas que afirmaram que o tema é relevante na decisão do investimento, a percepção é que este atributo ainda é muito pouco demandado na comunidade de investidores, mas que no futuro essa preocupação será maior. O que alguns RIs entrevistados informaram foi que este atributo é relevante apenas para fundos de investimentos que são atrelados à causa, que ainda é muito incipiente, principalmente no Brasil. Das 3 empresas que citaram a sustentabilidade como fator importante, 2 são listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa.

Esse comportamento dos investidores contraria o que seria esperado diante das evidências empíricas. Lo e Sheu (2007) e Jo e Harjoto (2011) mostraram relações positivas entre a sustentabilidade corporativa e o valor de mercado das empresas. Jo e Harjoto (2011) mostraram, ainda, que a responsabilidade social corporativa é positivamente associada aos mecanismos de governança e monitoramento externos e internos. Hillman e Keim (2001) encontraram que o efeito é positivo quando o esforço é focado nos stakeholders da empresa e que é negativo quando o esforço é disperso.

Para quantificar a importância desses atributos para cada tipo de investidor segmentado, foi solicitado que os RIs atribuíssem uma nota entre 1 (percepção de pouca ou nenhuma importância) e 5 (percepção de muita importância) para cada um dos atributos, conforme demonstrado na tabela 4.

Tabela 4 – Importância relativa dos atributos na percepção dos RIs

Atributo / Segmento de Investidor	Nacional	Estrangeiro	Pessoa Física
	n = 12	n = 12	n = 16
<i>Disclosure</i>	4,9	4,9	3,9
Atendimento Periódico dos RIs	4,9	4,9	4,2
Conhecer os administradores da companhia	4,5	4,5	3,3
Liquidez das ações	4,4	4,4	3,9
Dividendos	4,2	4,1	4,9
Listagem em Nível de Governança	4,0	3,9	3,7
Responsabilidade Sócioambiental	2,2	2,3	2,8

Fonte: Elaborada pelos autores

Apesar de a liquidez das ações ser a mais citada como um atributo importante para os investidores, este indicador não recebeu nota média máxima. Conforme demonstrado na tabela 4, a nota média máxima obtida por um atributo foi de 4,9 dada para o *disclosure* e para o Atendimento Periódico dos RIs, tanto para o investidor institucional nacional quanto para o estrangeiro. Para as pessoas físicas, o atributo mais importante é o dividendo, obtendo nota média de 4,9.

Vale salientar que os RIs foram contraditórios na percepção da importância do atributo Listagem em Nível de Governança, pois, apesar deste indicador ser citado por apenas 4 das 22 empresas respondentes como importante na hora de ponderar a decisão do investimento, a nota média estabelecida foi relativamente alta, principalmente para os investidores institucionais nacionais (4,0) e estrangeiros (3,9). Por outro lado, a nota média da importância da responsabilidade socioambiental para a decisão de investimento foi coerente com o número de empresas que citaram esse indicador como importante para os investidores. O quesito responsabilidade socioambiental obteve a menor nota entre os atributos questionados para os três segmentos de investidores.

Os dividendos, de acordo com a percepção dos RIs entrevistados, são mais importantes para as pessoas físicas que para os investidores institucionais, mostrando que uma das estratégias que o RI pode adotar para uma maior dispersão da base acionária entre pessoas físicas é o aumento do seu *payout* (proporção do lucro líquido distribuído como dividendos).

A percepção dos RIs participantes da pesquisa é que o *disclosure* e o fato de conhecer os administradores da companhia são mais importantes para os investidores institucionais nacionais e estrangeiros que os investidores pessoas

físicas. Pode-se observar que em todos os atributos pesquisados os investidores institucionais nacionais e estrangeiros são muito semelhantes no que tange à percepção dos RIs para a importância dada a cada um dos atributos estudados na hora da decisão da alocação de recursos.

4.3 Frequência de Contatos e Ferramentas de Comunicação com Investidores

Quando questionados sobre a definição de uma frequência de contato com cada segmento de investidor, pode-se observar que a frequência ainda é pouco definida pelos RIs participantes da pesquisa. De acordo com a tabela 4, apenas 3 empresas relataram ter uma frequência definida de contato com investidores, enquanto 19 empresas afirmaram não ter uma frequência estabelecida, apesar de ter contato diário com diversos investidores. Em geral, os RIs estabelecem uma frequência, muitas vezes trimestral, de contato com os investidores mais relevantes da base acionária.

Tabela 5 – Frequência de Contato com Investidores

Frequência de Contatos	Empresas n = 22
Possui frequência de contato definida	3
Não possui frequência definida	19
Tem uma meta de realização e/ou participação em eventos	9
Não tem meta definida	13

Fonte: Elaborado pelos autores

Por outro lado, 9 empresas afirmaram ter metas de participação e/ou realização de eventos com investidores. Apesar de não definir exatamente uma frequência de contato, os RIs participam de eventos frequentemente para contatar alguns atuais e potenciais investidores. Os eventos realizados para contatos com pessoas físicas são as reuniões da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais (APIMEC) e chats realizados com o Instituto Nacional de Investidores (INI) ou com corretoras parceiras. Os eventos com investidores institucionais nacionais e estrangeiros em geral são as conferências realizadas por bancos de investimentos, os *Non Deal Road Shows* organizados pelas empresas em parceria com bancos de investimentos e o *Investors Day*, um

evento exclusivo com investidores institucionais para apresentar as principais áreas de negócio da empresa e com a participação dos principais diretores da Companhia.

Quando questionados sobre os tipos de informação que cada segmento de investidor procura, os RIs entrevistados demonstraram que sua percepção é que tanto os investidores institucionais nacionais quanto os estrangeiros demandam informações que estão voltadas para as estratégias e perspectivas futuras da companhia. Dependendo do horizonte destes investidores as informações podem divergir. Os investidores institucionais de curto prazo focam mais nas movimentações das demonstrações financeiras, o que causou impacto nos resultados, etc. Quando o investidor é de longo prazo as informações requeridas são voltadas para as movimentações estratégicas que a companhia está fazendo ou pretende fazer para gerar valor ao acionista e conseqüentemente aumentar o preço da ação. A diferença entre os investidores institucionais estrangeiros e nacionais é que os primeiros, por não conhecerem tão a fundo a economia ou o setor de atuação, acabam demandando mais informações que abordem regulação, programas de governo ou mesmo perspectivas macroeconômicas brasileiras. Os investidores institucionais nacionais, por já estarem atuando no país, demandam mais sobre as perspectivas do setor da empresa. Alguns RIs afirmaram que os investidores nacionais acabam olhando mais as demonstrações trimestre a trimestre do que os estrangeiros.

As pessoas físicas, por sua vez, por ainda desconhecer o mercado ou por não ter conhecimentos financeiros técnicos, demandam informações mais básicas que, em geral, são relacionadas ao pagamento dos dividendos ou a dados financeiros básicos, como o aumento de faturamento ou diminuição dos custos. Algumas poucas exceções demandam algum tipo de informação mais voltada para estratégia ou perspectiva futura da empresa.

As ferramentas utilizadas pelos RIs participantes da pesquisa para a comunicação com o mercado não se diferenciam por segmento, com exceção do website de 6 empresas, que tem uma segmentação definida. Em geral, os RIs afirmaram que utilizam a teleconferência de divulgação de resultados, website, mailing, telefonemas, reuniões *one-on-one*, participação em conferências, *investors day* e *non deal road shows*. Para as pessoas físicas, as ferramentas mais utilizadas são as reuniões da APIMEC, website, e-mails e telefonemas. Neste segmento, 5

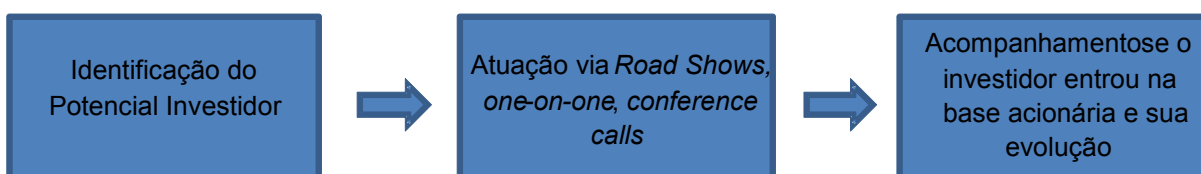
empresas afirmaram também realizar o chat com investidores e 2 empresas informaram ter um jornal ou *newsletter* como ferramenta de comunicação com as pessoas físicas.

4.4 Processo de *Targeting*

A segunda parte da pesquisa com os RIs das empresas participantes envolveu as formas nas quais as empresas fazem os seu processo de *targeting* de investidores. Uma vez segmentado e traçado o perfil dos investidores, o objetivo foi analisar como as empresas identificavam e atuavam com seus potenciais investidores.

Com base nas entrevistas realizadas nas empresas participantes, o processo de *targeting* realizado pelos RIs possui três fases básicas, conforme demonstrado na figura 1. A primeira fase é a identificação dos potenciais investidores, detalhadas a seguir. Em seguida, os RIs atuam com os potenciais investidores para apresentar a companhia, mostrar seu desempenho histórico e apresentar a empresa como uma alternativa de investimento. Por fim, os RIs acompanham se o investidor contatado entrou na base acionária e, quando entrou, como está sua evolução dentro da mesma.

Figura 1 – Processo de *targeting* de acordo com as empresas participantes



Fonte: Elaborado pelos autores

Quando questionadas sobre a forma de realização do processo de *targeting*, 16 empresas afirmaram realizá-lo com o apoio de bancos de investimentos e 14 empresas afirmaram fazer o *targeting* internamente, com a própria equipe de RI, conforme mostrado na tabela 5. Houve 3 empresas que afirmaram ter apoio de analistas *sell side* para realizar o processo de *targeting* e 3 empresas afirmaram possuir uma consultoria que ajuda na realização de tal processo.

Tabela 6 – Identificação de potenciais investidores

Processo de <i>Targeting</i>	Empresas n = 22
Realizado com apoio dos Bancos de Investimento	16
Realizado internamente	14
Realizado com apoio de analistas <i>sell side</i>	3
Possuem consultoria para realizar o processo	3

Fonte: Elaborado pelos autores

Para realizar o processo internamente, os RIs contam com a ajuda de sistemas que auxiliam a identificação de potenciais investidores. Para investidores brasileiros, os RIs tem a disposição o banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com o cadastro de todos os fundos de investimento do Brasil. Os fundos são obrigados a divulgar suas posições em ativos a cada três meses. Apesar de não ter acesso a informação totalmente atualizada, o RIs podem tomar como base as divulgações anteriores para saber quais investidores estão posicionados em quais ativos. Dessa forma, as equipes de RI analisam os investidores que estão posicionados em empresas pares para entrar em contato e tentar atraí-los para sua base acionária. Identificar os investidores que já compraram ação de empresa semelhante pode ser valioso para o RI que queira expandir sua base acionária. Tal atuação está de acordo com o que Treiger (2009, p. 34) defende para o processo de *targeting*.

Os investidores estrangeiros são identificados através do sistema vendido pela empresa Thomson Reuters ou pela empresa Bloomberg para identificação do perfil de acionistas. Nestes sistemas é possível identificar os investidores que tem recursos alocados no Brasil e aqueles que investem no setor de atuação da companhia. Três empresas participantes também afirmaram realizar esse processo através do sistema de bancos depositários da emissão dos *American Depositary Receipts* (ADRs).

Outras duas formas de realizar o processo de *targeting* internamente foram citadas por três empresas. Três companhias afirmaram que possuem um sistema de *Customer Relationship Management* (CRM) que tem o perfil de todos os investidores que já foram contatados pelo RI da empresa. Quanto maior o tempo de atuação do RI maior seu banco de dados de potenciais investidores. As empresas afirmam usar esse tipo de sistema para identificar potenciais investidores que outrora não tiveram interesse em comprar a ação, mas que por uma mudança de alguma circunstância

de mercado (aumento de liquidez, nova oferta de ações, etc), esse investidor possivelmente poderá ter interesse na compra da ação, virando um potencial investidor. Outra forma de realizar o *targeting* de investidores, citado por uma empresa, é quando administradores e/ou controladores da empresa participam de entidades de classe que envolvam agentes de mercado. Assim, indiretamente, eles conseguem identificar possíveis novos acionistas ou mesmo fazer o papel de RI para vender a ação da empresa. No entanto, ressalta-se que esta forma é feita apenas com investidores nacionais e não há evidência de eficácia do processo.

O processo de *targeting* realizado com apoio de bancos de investimentos é feito quando as empresas fazem *Non Deal Road Shows* ou *Road shows* que antecedem uma nova oferta de ações. Antes de visitar investidores atuais e potenciais, as empresas discutem com os bancos de investimentos qual o perfil de investidor mais apropriado para a empresa no momento. Os bancos de investimento sugerem alguns investidores potenciais e os próprios RIs sugerem algumas casas que tenham interesse em visitar, identificadas através dos estudos internos de *targeting*.

Outra forma de realizar o processo de *targeting* é feito com o apoio de analistas *sell side*. Esses analistas possuem contatos com diversos investidores, principalmente estrangeiros, que podem ter interesse na ação da empresa. Então esses analistas podem recomendar compra da ação e intermediar o contato do investidor com o RI da companhia. Quanto maior a quantidade e, principalmente, a qualidade dos analistas *sell side* a empresa possuir, maior a possibilidade de realizar o *targeting* desta forma.

Por fim, outra forma de realizar o processo de *targeting* é através de consultorias que oferecem tal serviço. Três empresas afirmaram possuir uma consultoria que, apesar de o objetivo fim não ser a realização do processo de *targeting*, estas empresas assessoram os RIs na identificação dos potenciais investidores para a companhia. O serviço de consultoria específico para o processo de *targeting* já é comum em países com mercado de capitais maduros, como nos Estados Unidos, porém no Brasil tal atividade ainda é incipiente.

Após detalhado o processo de identificação dos potenciais investidores, os RIs passam para o processo de atuação com os mesmos. Esta atuação se dá com a própria iniciativa de contato por parte dos RIs, em geral feita via *conference calls* ou

por intermédio dos bancos de investimentos e dos analistas *sell side*.

Em seguida, os RIs passam a acompanhar se o potencial investidor entrou ou não na base acionária da companhia. Para tanto, os RIs devem fazer uma correta gestão de sua base acionária conforme defendido por Oliveira et al. (2010).

4.5 Investidores Estratégicos: quem são e formas de comunicação

Após a definição do processo de *targeting* da empresa, os RIs foram questionados a respeito de qual segmento de investidor seria mais estratégico para organização no momento atual. Os entrevistados hesitaram de responder em relação a um segmento específico. Das 19 empresas que responderam à questão, 9 afirmaram que o investidor de longo prazo é mais estratégico para a organização, 1 empresa informou ter como alvo investidores de curto prazo e 9 empresas não definiram que o de curto ou de longo prazo seria estratégico, mas um mix desses perfis.

Tabela 7 – Potencial investidor mais estratégico para a organização

Investidor Mais Estratégico	Empresas n = 19
Investidor de Longo prazo	9
Investidor de Curto prazo	1
Mix de investidor de curto com longo prazo	9

Fonte: Elaborado pelos autores

Os investidores de longo prazo foram relatados como estratégicos pelas empresas respondentes por serem aqueles que acreditam na história da companhia e acompanham seu crescimento no mercado. Esses investidores também foram considerados importantes por não venderem a ação por qualquer boato ou motivo irrelevante, e por serem investidores que, mesmo em período de crise, não vendem a ação por acreditar na empresa, gerando menor volatilidade para o ativo. O mix de investidores entre aqueles de curto e de longo prazo foi relatado importante para as empresas porque ter investidores apenas de longo prazo pode ser maléfico para a liquidez da ação. Possuir uma parte de investidores de curto prazo se torna essencial para que o movimento de compra e venda da ação permaneça ativo e não afaste aqueles investidores que consideram a liquidez como um fator importante na

hora de ponderar sua decisão de investimento.

A empresa que identificou o investidor de curto prazo como mais estratégico para a organização o fez devido à busca pelo aumento de liquidez da ação. Outras três empresas não responderam ao questionamento por acreditar que não há investidor estratégico para a organização, que isso deve ser analisado de acordo com o momento de mercado no qual a empresa está passando.

Por fim, as empresas foram questionadas se possuem formas diferentes de comunicação com os investidores potenciais, mas todas afirmaram utilizar os mesmos métodos utilizados com os atuais investidores, sem fazer distinção das ferramentas por tipo de investidor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo abordou o tema da segmentação de investidores e o processo de *targeting* realizado por empresas brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, com base em entrevistas em profundidade com as áreas responsáveis por Relações com Investidores.

As empresas participantes da pesquisa diferenciam seus investidores por características organizacionais (localização) e por tipos de organização (bancos, fundos de pensão, *assets*, etc). De forma geral, os RIs entrevistados classificam seus investidores apenas como investidores institucionais nacionais, institucionais estrangeiros e pessoas físicas. Ainda são poucas as empresas que diferenciam os investidores por tipo de organização. Esse tipo de segmentação pode ser importante para a atividade de RI, haja vista que cada tipo de investidor tem uma característica diferente de investimento. Dessa forma, conhecendo suas características de investimentos e segmentando-os de forma adequada, o RI pode atuar de forma customizada aos interesses do investidor.

O passo inicial para uma segmentação detalhada é o conhecimento profundo da base atual de acionistas, tecendo em detalhes os perfis de investidores que a compõe para então segmentá-los e atuar de forma distinta de acordo com seus perfis de investimento.

Os RIs entrevistados afirmam que os principais atributos considerados pelos investidores para alocarem capital em uma companhia são a liquidez das ações e os

dividendos distribuídos. Por outro lado, a percepção dos RIs é que os investidores não consideram a listagem em nível diferenciado de governança como um fator importante, apesar de estudos recentes terem mostrado uma relação positiva entre os níveis diferenciados de governança e o valor das empresas. O que os investidores consideram de fato são as práticas efetivas de governança, entre as quais o *disclosure* e o atendimento periódicos aos acionistas.

Adicionalmente, de acordo com os RIs entrevistados, a sustentabilidade é um fator pouco relevante para a decisão de investidores, resultado este também contrário às cotidianas discussões acadêmicas da relevância da sustentabilidade para as empresas.

No que tange ao processo de *targeting* das empresas, foi constatado nesta pesquisa que esta atividade é realizada em 3 diferentes fases (identificação, atuação e acompanhamento). Em sua maioria, as empresas realizam o *targeting* com auxílio dos bancos de investimentos quando realizam *non deal road shows* ou no processo de oferta de novas ações no mercado. Outra forma de realização do *targeting* é feito com a equipe interna de RI. Os componentes da área fazem estudo de mercado para identificar potenciais investidores que sejam estratégicos para as empresas. Essa pode ser a forma mais adequada de realizar o *targeting*, pois os integrantes atuais das equipes de RI têm maior conhecimento da base acionária e conseqüentemente conseguem identificar quais seriam os investidores mais adequados para atingir os objetivos estratégicos de diversificação da sua base de acionistas. O serviço de consultoria de *targeting* ainda é muito incipiente no Brasil.

Não foram encontradas evidências de análise por parte dos RIs entrevistados sobre a eficácia das ações de *targeting* das empresas. Apesar de, em geral, fazerem o acompanhamento se o potencial investidor entrou ou não na base acionária, os RIs não atribuíram metas de atração de investidores, alteração da composição da base acionária ou mesmo impacto na liquidez realizados pelos processos de *targeting*.

Entre as limitações deste trabalho, pode-se citar o fato de a amostra possuir 14% do total da população e que os resultados foram obtidos pela percepção do entrevistado sobre os temas abordados na pesquisa.

Extensões possíveis a este trabalho são seqüenciar os estudos de segmentação de investidores e *targeting* em mercados emergentes, analisar o

impacto do processo de *targeting* na mudança da composição acionária da companhia e seu impacto na liquidez da ação, analisar se os atributos que os RIs percebem como importantes são de fato importantes para os agentes de mercado.

REFERÊNCIAS

AGARWAL, Vineet; LIAO, Angel; NASH, Elly; TAFFLER, Richard. **The impact of effective investor relations relations on market value**. Working Paper, 2008.

ALLEN, Christopher E. Building mountains in a flat landscape: investor relations in the post-enron era. **Coporate Communications: an International Journal**, v.7. n.4. p. 206 – 211, 2002.

AMIHUD, Yanov; MENDELSON, Haim; UNO Jun. Number of shareholders and stock prices: evidence from Japan. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 3, 1999.

De-Carvalho, A. G.; Pennacchi G. **Can voluntary market reforms promote efficient corporate governance? evidence from firms' migration to premium markets in Brazil**. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=678282>. 2010.

CHAN-LAU, Jorge A. Pension funds and emerging markets. **International Monetary Fund Working Paper**, 2004.

FERRELL, O. C.; HARTLINE, Michael D. **Estratégia de marketing**. 3.ed. São Paulo: Thomson, 2005.

GOMPERS, Paul A; METRICK, Andrew. Institutional Investor and Equity Prices. **The Quarterly Journal of Financial Economics**, v.116, p. 229-260, 2001.

HAIR JR, J; BABIN, B; MONEY, A; SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. São Paulo: Bookman, 2003.

HIGGINS, Richard B. **Best practices in global investor relations: the creations of Shareholder Value**. Londres: Quorum Books, 2000.

Jo, Hoje; Harjoto, Maretno. Corporate governance and firm value: the impact of corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, v.103, n.3, p. 351-383, 2011.

Hillman, A. J.; Keim, G. D.. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? **Strategic Management Journal**, v. 22, n. 2, p. 125-139, 2001.

HOOLEY, Grahan J.; SAUNDERS, John A.; PIERCY, Nigel F. **Estratégia de marketing e posicionamento competitivo**. 3.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Bolsa de Valores de São Paulo. **Guia de relações com investidores**. São Paulo: IBRI, BOVESPA, 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI). **4ª Pesquisa IBRI-Fipecafi sobre o Perfil do Profissional e da Área de Relações com Investidores**. Disponível em: < www.ibri.com.br>. Acesso em: 11 jun. 2010.

KUMAR, R. **Research Methodology**. 2.ed. London: Sage Publications, 2005.

LAMEIRA, V. J.; NESS Jr, W. **ADRS**, differentiated levels of corporate governance at the São Paulo stock exchange and the performance of publicly traded Brazilian companies. **International Journal of Business Studies**, v. 15, n. 2, p. 67-82, 2007.

LO, S. F. ; SHEU, H. J. Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, Issue 2, p.345-358, 2007.

MAHONEY, William F. **Manual do ri**: princípios e melhores práticas de relações com investidores. 1.ed. Rio de Janeiro: IMF, 2007.

MARCUS, Bruce W.; WALLACE, Sherwood Lee. **New Dimensions in Investor relations**: competing for capital in the 21st century. New York: Wiley Finance, 1997.

MERTON, Robert C. **A simple model of capital market equilibrium with incomplete information**. Working Paper, 1987.

National Investor Relations Institute. **NIRI ANNUAL REPORT 2007**. Disponível em: <<http://www.niri.org/about/pdfs/NIRIAnnualReport.pdf>>. Acesso em: 18 nov. 2008.

OLIVEIRA, Bruno Cals de; OLIVEIRA, Marcelle Colares de; ALMEIDA, Vinício de Souza e. Shareholder base management in companies in the New Market listing segment of the Bovespa stock market. In: ANNUAL MEETING OF THE BUSINESS ASSOCIATION OF LATIN AMERICAN STUDIES – BALAS. Barcelona, Spain, March 24th to 26th, 2010.

SERRA, R. G; MARTELANC, R; TORRALVO, C. F. SAVOIA, J. R. IGC x ibovespa: the impact of the rally of stocks entering the IGC. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v. 44, n. 3, 2009.

SOARES, Geraldo; ALMEIDA, Jennifer; VERGILI, Rodney. **Comunicação no mercado financeiro**: um guia para as relações com investidores. São Paulo: Saraiva, 2010.

VIEIRA, M. (2006). In: VIEIRA, M. ZOUAIN, D. **Pesquisa qualitativa em administração**. 2.ed. São Paulo: Editora FGV.

TREIGER, José Marcos. **Relações com investidores: a arte de se comunicar com o mercado e atrair investidores.** 1.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.



Artigo recebido em 29/07/2012 e aceito para publicação em 17/08/2012