



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 17, n. 1, Jan./Jun., 2025

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 15.11.2023. Revisado por pares em: 04.04.2024. Reformulado em: 06.05.2024. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2025v17n1ID34620

Impacto das doações corporativas para o enfrentamento da Covid-19 no valor de mercado das empresas doadoras: uma análise sob a perspectiva da teoria da legitimidade

Impact of corporate donations to combat Covid-19 on the market value of donor companies: an analysis from the perspective of legitimacy theory

Impacto de las donaciones corporativas para combatir el Covid-19 en el valor de mercado de las empresas donantes: un análisis desde la perspectiva de la teoría de la legitimidad

Autores

João Henrique Krauspenhar

Doutorando em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina. Endereço: Campus Universitário – Trindade, Centro Socioeconômico - Bloco G, 3o andar - Sala 2, Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-970, (048) 3721-6608. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6454-7748>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/2691317038198259>

E-mail: joahkrauspenhar@gmail.com

Rafael Bertoldi Pescador

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina. Endereço: Campus Universitário – Trindade, Centro Socioeconômico - Bloco G, 3o andar - Sala 2, Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-970, (048) 3721-6608. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3565-2418>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8371211043822301>

E-mail: rafaelbpescador@gmail.com

Suliani Rover

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo. Endereço: Campus Universitário – Trindade, Centro Socioeconômico - Bloco G, 3o andar - Sala 2, Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-970, (048) 3721-6608. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8612-2938>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6285577163747055>

E-mail: sulianirover@gmail.com

Denize Demarche Minatti Ferreira

Pós-doutora em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina. Endereço: Campus Universitário – Trindade, Centro Socioeconômico - Bloco G, 3o andar - Sala 2, Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-970, (048) 3721-6608. Identificadores (ID):

João Henrique Krauspenhar, Rafael Bertoldi Pescador, Suliani Rover, Denize Demarche Minatti Ferreira e Hans Michael Van Bellen

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4661-9672>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8654871913113887>

E-mail: denize.minatti@ufsc.br

Hans Michael Van Bellen

Pós-doutor em Ciências Sociais Aplicadas pela Universidade de Berkeley. Endereço: Campus Universitário – Trindade, Centro Socioeconômico - Bloco G, 3o andar - Sala 2, Florianópolis - Santa Catarina, CEP: 88040-970, (048) 3721-6608. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9224-7232>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9740639914815208>

E-mail: hans.michael@ufsc.br

(Artigo apresentado na VII Conferência Sul-americana de Contabilidade Ambiental - 2021)

Resumo

Objetivo: O objetivo do estudo é verificar o impacto das doações corporativas para o enfrentamento da Covid-19 no valor de mercado das empresas envolvidas.

Metodologia: Emprega-se a metodologia de estudo de eventos do retorno das ações das empresas nas datas de divulgação da realização das doações corporativas.

Resultados: Os resultados apontam um aumento no desvio padrão dos retornos diários das ações do Itaú, Vale e JBS, quando comparados ao do Ibovespa. No caso do Itaú ocorreram 3 retornos anormais estatisticamente significativos durante a janela do evento, sendo 2 negativos e apenas 1 positivo, de modo que aqueles prevaleceram. Na Vale houve 1 de cada em momento anterior ao evento, assim como 1 positivo no dia do evento. Na JBS foram verificados 5 retornos anormais estatisticamente significativos durante a janela do evento, sendo 3 positivos e 2 negativos. Desse modo, a hipótese estabelecida, no sentido de que as doações corporativas no contexto da pandemia de Covid-19 impactam positivamente o valor de mercado das doadoras, foi parcialmente confirmada em relação à Vale e JBS, não se observando o mesmo no Itaú.

Contribuições do Estudo: A prática de atos de responsabilidade social corporativa (RSC) impacta positivamente o valor de mercado das empresas praticantes. Além disso, o estudo indica que o impacto no valor de mercado varia entre as empresas conforme a natureza da ameaça à legitimidade delas, sendo que aquelas cuja ameaça decorre de sua responsabilidade individual apresentaram impacto positivo.

Palavras-chave: Covid-19; Doação Corporativa; Teoria da Legitimidade; Responsabilidade Social Corporativa (RSC); Estudo de Eventos.

Abstract

Purpose: The objective of the study is to verify the impact of corporate donations to combat Covid-19 on the market value of the companies involved.

Methodology: We use the event study methodology of the return of company shares on the dates when corporate donations are announced.

Results: Results indicate an increase in the standard deviation of daily returns of Itaú, Vale and JBS shares, when compared to Ibovespa. For Itaú, 3 statistically significant abnormal returns occurred during the event window, 2 being negatives and only 1 positive, thus prevailing the former. In Vale, there was 1 of each at the moment prior to the event, as well as 1 positive on the day of the event. In JBS, 5 statistically significant abnormal returns were observed during the event window, being 3 positives and 2 negatives. Thus, the initial hypothesis, in the sense that corporate donations in the context of the Covid-19 pandemic positively impact the market value of donors, was partially confirmed for Vale and JBS, but not for Itaú.

Contributions of the Study: The practice of acts of corporate social responsibility (CSR) positively impacts the market value of practicing companies. Furthermore, the study indicates that the impact on market value varies between companies depending on the nature of the threat to their legitimacy, with those whose threat arises from their individual responsibility having a positive impact.

Keywords: Covid-19; Corporate Donation; Legitimacy Theory; Corporate Social Responsibility; Event Study

Resumen

Objetivo: El objetivo del estudio es verificar el impacto de las donaciones corporativas para combatir el Covid-19 en el valor de mercado de las empresas en cuestión.

Metodología: Se utiliza la metodología de estudio de eventos de devolución de acciones de empresas en las fechas de divulgación de donaciones corporativas.

Resultados: Los resultados apuntan a un aumento en la desviación estándar de la rentabilidad diaria de las acciones de Itaú, Vale y JBS, en comparación con el Ibovespa. En el caso de Itaú, hubo 3 retornos anormales estadísticamente significativos durante la ventana del evento, 2 de los cuales fueron negativos y sólo 1 positivo, por lo que prevalecieron. En Vale hubo 1 de cada uno antes del evento, además de 1 positivo el día del evento. En JBS, se verificaron 5 retornos anormales estadísticamente significativos durante la ventana del evento, 3 de los cuales fueron positivos y 2 negativos. Así, la hipótesis establecida, en el sentido de que las donaciones corporativas en el contexto de la pandemia de Covid-19 impactan positivamente el valor de mercado de los donantes, fue parcialmente confirmada en Vale y JBS, no observándose lo mismo en Itaú.

Contribuciones del Estudio: La práctica de actos de responsabilidad social empresarial (RSE) impacta positivamente en el valor de mercado de las empresas que lo practican. Además, el estudio indica que el impacto sobre el valor de mercado varía entre empresas dependiendo de la naturaleza de la amenaza a su legitimidad, teniendo un impacto positivo aquellas cuya amenaza surge de su responsabilidad individual.

Palabras clave: COVID-19; Donación Corporativa; teoría de la legitimidad; Responsabilidad Social Empresarial (RSE); Estudio de eventos.

1 Introdução

A pandemia de Covid-19 ocasionou reflexos além do aspecto sanitário, tendo ocasionado relevantes consequências econômicas, como o impacto nas cadeias produtivas e no faturamento das empresas. O Relatório da Consultoria Edelman (2020) aponta consequências, também, à legitimidade das empresas junto aos consumidores e sociedade. Como exemplo, cita a situação de entidades que não protegeram colaboradores, o que poderá refletir negativamente em sua legitimidade, e empresas que fizeram contribuições à sociedade, que tenderão a ter impactos positivos em sua legitimidade.

Assim, esse contexto pode ser propício a companhias cuja legitimidade encontra-se ameaçada, as quais podem buscar aprimorá-la por meio da realização de ações junto à sociedade, como com a prática e divulgação de atos de responsabilidade social corporativa (RSC) (Islam, 2017). A realização de doações pelas empresas se insere nesse contexto, sendo uma das principais formas e *proxys* de RSC, tendo a capacidade de criar uma impressão favorável à empresa pelos clientes e fornecedores, mitigando eventuais ameaças à sua legitimidade (Houque et. al, 2019).

No contexto brasileiro, Batista, Saran, Limongi, Silva e Gomes (2020) analisaram a reação de consumidores à doação da Magazine Luiza S.A. de R\$ 10 milhões ao combate da Covid-19, encontrando engajamento positivo. Interessante notar que o benefício obtido junto ao público não se deveu à doação em si, mas à sua comunicação.

As três maiores doações realizadas por empresas brasileiras ao combate da Covid-19 são de empresas sob as quais pendem ameaças à sua legitimidade. O Itaú Unibanco S.A. doou R\$ 1 bilhão, sendo que a atividade bancária que exerce é constantemente questionada pela sociedade (Sartore, 2006). A Vale S.A., doadora de R\$ 500 milhões, ocasionou nos últimos anos dois dos maiores desastres ambientais da história, em Mariana e Brumadinho (Fabrício et al., 2019). Por fim, a JBS, responsável pela doação de R\$ 400 milhões, se envolveu em escândalos corporativos relacionados à qualidade de seus produtos e corrupção de agentes públicos, o que afetou sua legitimidade (Dallolio & Carvalho, 2017).

Assim, convém extrapolar o impacto econômico-financeiro imediato das doações, presumivelmente agravado pelo cenário da pandemia de Covid-19, para questionar se aquele dispêndio de recursos será compensado, de alguma forma, por ganhos de legitimidade. Um modo de implementar isso é através da análise do impacto das doações no valor de mercado das empresas doadoras, visto que este é a síntese das expectativas dos agentes de mercado a respeito do seu retorno financeiro futuro (Scott, 2015), o qual é influenciado pela legitimidade das empresas, entendida esta como um recurso organizacional (Suchman, 1995). Nesse sentido, formula-se a seguinte questão: **Qual o impacto das doações corporativas do Itaú, Vale e JBS no contexto da pandemia de Covid-19 no seu valor de mercado?**

A partir desse problema, o objetivo do estudo é verificar o impacto das doações corporativas do Itaú, Vale e JBS no contexto da pandemia de Covid-19 no seu valor de mercado.

Justifica-se sob a perspectiva social na medida em que proporcionará evidências a respeito dos impactos da prática de atos de RSC pelas empresas, fornecendo elementos para que a sociedade, através dos seus múltiplos agentes, possa avaliar estes atos e, com isso, impactar adequadamente a legitimidade das companhias. Sob a perspectiva das empresas também se justifica, visto que os seus achados poderão orientar seus gestores no que diz respeito às consequências da prática de atos de RSC, facilitando a tomada de decisão.

Pela sua consecução se verificará evidências do impacto de doações corporativas realizadas pelas empresas com ameaças à sua legitimidade, o que analisado sob a ótica da RSC

e Teoria da Legitimidade, permitirá aferir as consequências daqueles atos para além do imediatismo de indicadores econômico-financeiros. Além disso, em função de a pandemia de Covid-19 se tratar de contexto recente, a pesquisa contribuirá para uma literatura inexplorada, qual seja, o impacto de doações corporativas para combate à Covid-19 no valor de mercado das empresas doadoras.

2 Revisão da Literatura

2.1 Teoria da Legitimidade e a Responsabilidade Social Corporativa

De acordo com a Teoria da Legitimidade, a existência e continuidade de uma organização depende das suas relações com as expectativas sociais relacionadas a ela (Islam, 2017), baseando-se na noção de “Contrato Social” (Deegan, 2002). Legitimidade seria, assim, uma percepção generalizada de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas dentro de um sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições (Suchman, 1995).

Dada a sua relevância, é apresentada como recurso organizacional (Suchman, 1995), no sentido de que sua (in)existência em determinada entidade influenciará nas regulamentações a que se submete, vontade dos consumidores, disposição do mercado financeiro em fornecer capital, cobertura da mídia, dentre outros aspectos. Disso decorre a importância de as organizações compreenderem quais são os anseios dos *stakeholders*, de modo a estabelecer, manter, aumentar ou defender sua legitimidade (Tilling, 2004).

Interessa à presente pesquisa, sobretudo, a defesa da legitimidade, por envolver empresas cuja reputação encontra-se constantemente sob escrutínio público, seja pelo fato de o Itaú integrar o setor bancário (Sartore, 2006), seja pela Vale ter causado dois dos maiores desastres ambientais da história (Fabrício et al, 2021), ou pelo fato de a JBS ter se envolvido em escândalos corporativos recentemente (Dallolio & Carvalho, 2017).

Um tema constante à defesa da legitimidade diz respeito à RSC, compreendida, enquanto prática socioambiental levada a cabo pelas companhias e seus efeitos aos diferentes *stakeholders* (Martínez-Ferrero et al., 2015).

Carrol e Shabana (2010), ao analisarem o aspecto econômico-financeiro da RSC, apontaram que o fortalecimento da legitimidade e reputação é um dos principais argumentos a favor da prática de RSC com este enfoque.

Sua capacidade explicativa nesse contexto se deve à circunstância de endereçar outros motivos além do lucro imediato na atuação das corporações (Barkemeyer, 2007), em linha com o que se persegue nesse estudo. Nesse sentido, pesquisas apontam que a divulgação de informações de RSC é tática comum das empresas ao lidar com ameaças à sua legitimidade (Islam, 2017).

No contexto da pandemia de Covid-19 os atos de RSC têm relevância (Edelman, 2020), o que é uma oportunidade para companhias cuja legitimidade esteja sob ameaça, como é o caso das empresas analisadas nesse estudo (Sartore, 2006. Fabrício et al., 2019; Dallolio & Carvalho, 2017).

2.2 As consequências da prática de RSC mediante doações corporativas

As doações corporativas são consideradas uma das *proxys* de RSC, proporcionando impressão favorável sobre a empresa aos clientes e/ou aos fornecedores, inclusive mitigando danos promovidos por atividades da empresa (Houqe et. al, 2019). Isto indica que uma das formas comuns de as organizações exercerem RSC é através da realização de doações.

Dentre os principais determinantes da representatividade de doações está a visibilidade da empresa, o que se deve à necessidade de gerenciar interesses de um maior número de *stakeholders* (Campbell & Slack, 2006). Pressão do governo e dos acionistas também se mostraram relevantes à explicação de doações corporativas em empresas chinesas, até mais que a pressão dos consumidores e empregados (Wang et al., 2015).

Por outro lado, doações políticas realizadas por empresas não tendem a ser voluntariamente divulgadas (Melendez & Hazelton, 2008), o que corrobora o aspecto de gerenciamento da legitimidade por trás dos atos de liberalidade, uma vez que aqueles que levantam suspeitas junto à sociedade não tendem a ser evidenciados.

Alguns efeitos observados, decorrentes da realização de doações corporativas, são aumento da vantagem competitiva (Tian, 2010) e vendas em casos de *marketing* relacionado a causas (Machado & Damacena, 2006). Quanto a essa espécie de *marketing*, que envolve doações condicionais, verificou-se que o seu impacto positivo junto à reputação das empresas envolvidas foi inferior do que de doações incondicionais (Dean, 2003), notando-se que a natureza do ato de liberalidade interfere no impacto à legitimidade da organização.

Quanto ao efeito das doações corporativas para a rentabilidade da entidade, Marcon, Mello e Alberton (2008) apontam que doações orientadas aos *stakeholders* afetam negativamente a *performance* financeira mensurada pelo retorno sobre os ativos. Barauskaite e Streimikiena (2020), por sua vez, ressaltam que a literatura aponta evidência contraditória.

Ao examinar empresas financeiras listadas em Bangladesh, Rahman et. al (2020) identificaram associação positiva entre o índice de divulgação de RSC e o valor de mercado, indicando relevância de publicização de atos de responsabilidade social.

Especificamente no âmbito de doações corporativas, Houqe et. al (2019) examinaram 52.199 observações, de 42 países entre 1998 e 2014, para concluir que possuem impacto positivo no valor de mercado das empresas. Dessa forma, ainda que algumas doações possam ser feitas para promover os interesses da administração – fato que indicaria problemas de agência –, o aumento de valor da empresa ocasionado pelas doações compensa potenciais efeitos negativos de conflito de agência.

Conforme se vê, a realização de doações corporativas tem a capacidade de interferir em variáveis que refletem no desempenho econômico-financeiro das organizações, bem como no próprio valor de mercado das empresas, tido como a síntese das expectativas dos agentes de mercado a respeito do seu retorno (Scott, 2015).

2.3 Formulação da hipótese de pesquisa

Considerando os estudos analisados, é possível inferir que as ameaças à legitimidade, entendida como um recurso organizacional (Suchman, 1995), podem ser amenizadas por meio da prática de RSC (Islam, 2017), que inclui a realização de doações corporativas (Houqe et al., 2019). Essa prática se mostra particularmente relevante em contextos sensíveis à reputação das organizações, como o da pandemia de Covid-19 (Edelman, 2020).

Dado que as empresas analisadas neste estudo possuem ameaças à sua legitimidade (Sartore, 2006; Fabrício et al, 2021; Dallolio & Carvalho, 2017), acredita-se que as doações corporativas realizadas por ela afetarão positivamente a legitimidade enquanto recurso organizacional, impactando positivamente seus valores de mercado. Nesse sentido, estabeleceu-se como hipótese de pesquisa:

H1: As doações corporativas do Itaú, Vale e JBS no contexto da pandemia de Covid-19 impactaram positivamente seus valores de mercado.

3 Procedimentos Metodológicos

Empreendeu-se um estudo de eventos por ser um método adequado à mensuração do impacto de determinado evento no valor das entidades (MacKinlay, 1997). Binder (1998) complementa que o estudo de eventos se tornou o método padrão para mensurar a reação do preço a alguma informação ou acontecimento, testando a hipótese de mercado eficiente referente à informação pública.

A metodologia do estudo de eventos utilizada em outras pesquisas de RSC e Teoria da Legitimidade (Katsikides e Markoulis, 2016; Arya e Zhagn, 2009) permite mensurar o impacto imediato do anúncio das doações corporativas realizadas pelo Itaú, Vale e JBS nos seus valores de mercado, por meio da reação do preço das suas ações com maior liquidez negociadas na Bolsa, Bolsa, Balcão – B3 sob os códigos, respectivamente, ITUB4, VALE3 e JBSS3.

O Itaú atua no setor bancário, sendo o maior banco privado da América Latina, a Vale é a maior empresa de mineração do Brasil e segunda maior do mundo e a JBS é a maior produtora de proteína animal do mundo. O resumo dos dados de identificação das empresas, bem como a representatividade da doação frente à receita e ao lucro de 2020 para fins de comparação está apresentado na Tabela 1:

Tabela 1

Identificação das empresas da amostra

Empresa	Classificação Setorial	Segmento de Governança	Participação no Ibovespa	Valor da Doação (em mil R\$)	% da Receita de 2020	% do Lucro de 2020
Itaú Unibanco S.A.	Financeiro Intermediários Financeiros Bancos	Nível 1	7,4%	1.000.000	0,58%	6,6%
Vale S.A.	Materiais Básicos Mineração Minerais Metálicos	Novo Mercado	10,2%	500.000	0,24%	2,0%
JBS S.A.	Consumo não Cíclico Alimentos Processados Carnes e Derivados	Novo Mercado	2,7%	700.000	0,26%	15,0%

Fonte: dados da pesquisa.

Essas três empresas compõem a amostra desse estudo de eventos, tendo em vista que, de acordo com *ranking* elaborado pela Forbes (Galina, 2020), foram as maiores doadoras para o enfrentamento da Covid-19 no Brasil. As demais empresas componentes do *ranking* não foram consideradas pelo fato de suas doações envolverem valores significativamente menores

(4º lugar ocupado pela Ambev que doou R\$ 110 milhões), por nem todas terem suas ações listadas e, também, por não serem identificadas ameaças às suas legitimidades. Os dados foram obtidos da plataforma Economatica®, sendo consideradas as cotações de fechamento das ações para cada dia, ajustadas a desdobramentos, grupamentos e pagamento de dividendos.

No presente caso, os eventos que compõem o estudo são as divulgações corporativas das doações em questão pelo Itaú (Itaú Unibanco Holding S.A., 2020), Vale (Vale S.A., 2020) e JBS (JBS S.A., 2020), cujos comunicados ao mercado datam, respectivamente, de 13 de abril de 2020, 22 de março de 2020 e 11 de maio de 2020, sendo consideradas as datas de ocorrência dos eventos, a Data 0. Esses acontecimentos são denominados como Evento 1 (Itaú), Evento 2 (Vale) e Evento 3 (JBS). Eventuais outras doações realizadas anteriormente ou posteriormente por essas empresas não são analisadas neste estudo.

Em relação à quantidade de dias da janela de eventos, MacKinlay (1997) reconhece um componente subjetivo na sua determinação, sendo usual sua definição entre 3 e 5 dias em torno da Data 0. Optou-se pela escolha de 3 dias úteis anteriores e 3 dias úteis posteriores. Ressalta-se que não foi identificado outro evento significativo em relação às empresas da amostra em suas respectivas janelas de evento, de modo a excluir-se a interferência de outros acontecimentos nos resultados verificados. Em relação ao Evento 1 tem-se a seguinte representação gráfica da sua janela do evento (Figura 1):

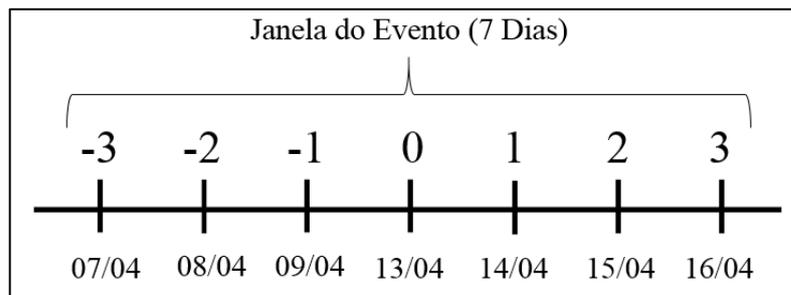


Figura 1 Janela do Evento 1

Fonte: dados da pesquisa.

A janela de estimação, período utilizado para o cálculo dos parâmetros com base nos quais são estimados os retornos esperados e anormais, deve ser definida. A escolha mais comum é um período anterior à janela de eventos, para que os parâmetros de estimação não sofram a influência do próprio evento (MacKinlay, 1997). Para Benninga (2014), o período de estimação mais usual é de 252 dias úteis, um ano útil. Novamente em relação ao Evento 1, a janela de estimação é representada graficamente em relação à janela de eventos da seguinte forma (Figura 2):

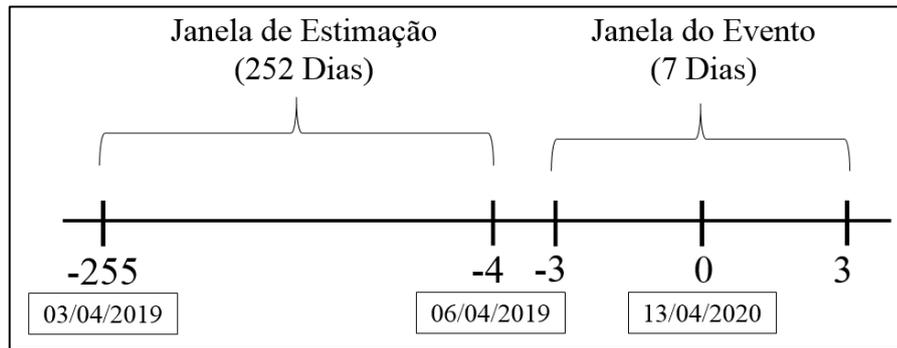


Figura 2 Janela de estimação do Evento 1

Fonte: dados da pesquisa.

Para o cálculo do retorno esperado aplica-se o método do retorno ajustado ao risco e ao mercado, para Soares et al. (2002), o mais utilizado, bem como o mais sensível à captação de reações do mercado. Este método pressupõe a estimação de uma regressão linear simples pela técnica dos mínimos quadrados ordinários (MQO) entre os retornos diários do preço das ações das empresas da amostra (R_{it}) e o retorno diário de mercado (R_{mt}), mensurado pela variação do Ibovespa, dos 252 dias da janela de estimação. Esses retornos diários são calculados por:

$$R_{it} = \text{Ln } P_{it} / P_{it-1}$$

$$R_{mt} = \text{Ln } C_t / C_{t-1}$$

Em que:

P_{it} é o preço da ação i no dia t ;

P_{it-1} é o preço da ação i no dia anterior, ou seja, $t-1$;

C_t é a cotação do Ibovespa no dia t ;

C_{t-1} é a cotação do Ibovespa no dia anterior, ou seja, $t-1$;

Ln representa o logaritmo natural que determina os retornos diários considerando a capitalização contínua, modo adequado de se calcular retornos contínuos e compostos (Benninga, 2014).

Estimada a regressão linear pela técnica MQO entre R_{it} e R_{mt} , os seus parâmetros α e β são, respectivamente, o seu intercepto e coeficiente de inclinação. A Tabela 2 aponta o α e β da regressão de evento:

Tabela 2

Valor dos parâmetros α e β por evento

Evento	α	β
1 - Itaú	-0,000639971	0,775214836
2 - Vale	0,000529964	1,090894835
3 - JBS	0,001469388	0,969033267

Fonte: dados da pesquisa.

No método do retorno ajustado ao risco e ao mercado, os retornos diários esperados para a janela de eventos (E_{it}) são calculados com base nos parâmetros α e β estimados para o respectivo evento e nos retornos diários de mercado efetivamente observados nesse período, conforme a equação:

$$E_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Calculado o retorno esperado, é possível obter o retorno anormal dos dias da janela de eventos (AR_{it}) que consiste na diferença entre o retorno diário do preço da ação e o retorno esperado para o mesmo dia:

$$AR_{it} = R_{it} - E_{it}$$

A partir do retorno anormal realiza-se o procedimento de inferência estatística que pressupõe o cálculo do valor t , obtido pela razão entre o retorno anormal e o erro padrão dos valores preditos pela regressão estimada para o evento em questão (S_{ie}) (Benninga, 2014):

$$t = AR_{it} / S_{ie}$$

O erro padrão dos valores preditos para as regressões relativas a cada evento está evidenciado na Tabela 3:

Tabela 3

Valor do erro padrão por evento

Evento 1 - Itaú	Evento 2 - Vale	Evento 3 - JBS
0,012517943	0,017022086	0,029427669

Fonte: dados da pesquisa.

Caso o valor t calculado seja superior ao valor t crítico unicaudal que é de 1,28, 1,64 e 2,33 para 10%, 5% e 1% de nível de significância, há um retorno anormal estatisticamente significativo (Barros et al., 2019). O valor t crítico considerado é unicaudal e positivo em função de a hipótese predizer um impacto positivo dos eventos no valor de mercado.

4 Resultados e Análises

A estatística descritiva dos retornos diários das cotações das ações ITUB4 (Itaú), VALE3 (Vale) e JBSS3 (JBS) em função da sua posição no tempo em relação a cada evento é apresentada na Tabela 4.

Tabela 4

Estatística descritiva das janelas de estimação e de eventos

		Janela de Estimação		Janela de Eventos (-3 a -1)		Janela de Eventos (0 a 3)	
		Média	D.P	Média	D.P	Média	D.P
Evento 1	Itaú	-0,14%	2,39%	1,93%	4,20%	-0,75%	2,86%
	Ibov	-0,10%	2,63%	1,59%	2,42%	0,04%	1,59%
Evento 2	Vale	-0,07%	3,06%	-5,51%	1,93%	4,42%	5,88%
	Ibov	-0,11%	2,33%	-3,55%	6,69%	3,68%	6,46%
Evento 3	JBS	0,07%	3,93%	1,00%	4,74%	1,04%	4,15%
	Ibov	-0,08%	2,70%	0,33%	2,09%	-0,39%	1,47%

Fonte: dados da pesquisa.

O desvio padrão dos retornos diários durante a janela de evento dos ativos são maiores do que no período da janela de estimação. Isso não se pode afirmar em relação aos retornos diários do Ibovespa, o que pode ser um indício de que aquela maior dispersão observada em relação às ações de Itaú, Vale e JBS se devem aos eventos e não ao mercado como um todo, sobretudo por estas três empresas comporem frações significativas do Ibovespa.

Essa constatação é importante ao se considerar que à época dos eventos os desdobramentos da pandemia de Covid-19 afetavam consideravelmente os retornos das ações negociadas em mercado aberto. Isso porque o aumento do desvio padrão dos ativos analisados não pode ser imputado àqueles desdobramentos, uma vez que se fosse esse o caso teria afetado as demais empresas que compõem o índice de mercado (Ibovespa).

Em relação à média dos retornos diários de Evento 2, a Vale apresentou retornos inferiores nos dias anteriores ao evento e superiores a partir da ocorrência do evento, acusando possível reversão de tendência das ações justamente por força do acontecimento.

Quanto à média dos retornos diários, a janela do Evento 3 apresentou valores superiores à janela de estimação e similares entre si, tanto nos dias imediatamente anteriores ao evento, quanto no dia do evento e, imediatamente posteriores. Trata-se de um indicativo da reação positiva do mercado ao anúncio da doação corporativa da JBS.

Em relação ao Evento 1, a evidência é contraditória, tendo a média dos retornos diários nos dias imediatamente anteriores à Data 0 superior à observada na janela de estimação e após o evento inferior. O retorno anormal de cada dia da janela dos eventos, apontando também o t calculado respectivo, que é a estatística inferencial desse estudo está apresentado na Tabela 5.

Tabela 5

Retornos anormais e t calculado por evento e dia da janela de evento

Dia da Janela do Evento		-3	-2	-1	0	1	2	3
Evento 1 - Itaú	Retorno Anormal	1,34%	2,80%	-1,85%	1,03%	0,25%	-2,65%	-1,48%
	t calculado	1,07	2,24	-1,48	0,82	0,20	-2,12	-1,18
Evento 2 - Vale	Retorno Anormal	4,73%	-8,37%	-1,40%	2,65%	-0,27%	0,25%	-1,21%
	t calculado	2,78	-4,92	-0,82	1,55	-0,16	0,14	-0,71
Evento 3 – JBS	Retorno Anormal	1,75%	6,54%	-6,70%	0,07%	3,80%	6,14%	-4,90%
	t calculado	0,59	2,22	-2,28	0,02	1,29	2,09	-1,66

Fonte: dados da pesquisa.

Na janela do Evento 1 foram observados 3 retornos anormais estatisticamente significativos no mínimo ao nível de significância de 10%, sendo 1 positivo (Dia -2) e 2 negativos (Dias -1 e 2). Conforme se nota, 2 desses retornos antecedem o evento podem indicar a presença de *insider trading*. De qualquer modo, prevalecem os retornos negativos, sobretudo após a divulgação da doação corporativa, com retornos anormais negativos de 2,65% no Dia 2 (significativo) e de 1,48% no Dia 3 (não significativo) (Figura 3).

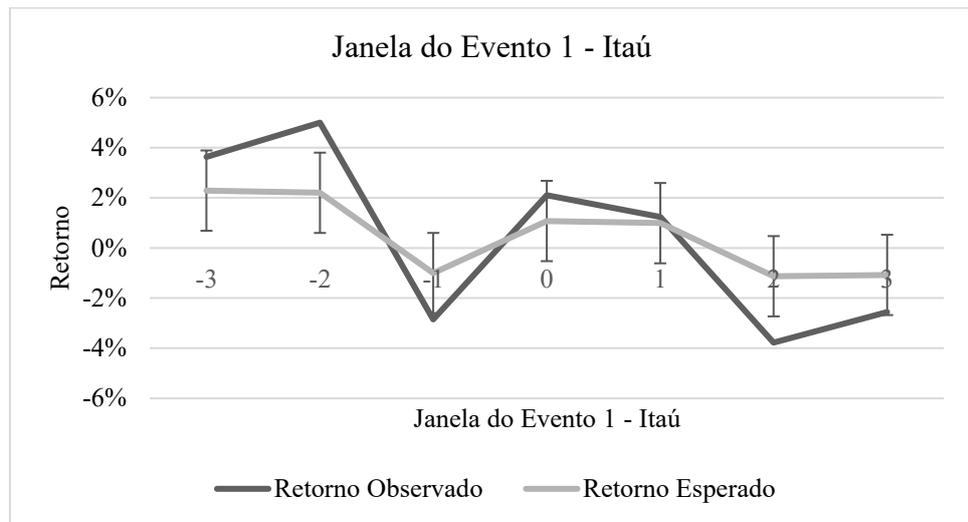


Figura 3 Gráfico de linha com barra de erros dos retornos observados e esperados (Janela do Evento 1)

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados não corroboram H1 no ponto em que prediz que a doação corporativa do Itaú no contexto da pandemia de Covid-19 impactou positivamente seu valor de mercado. As razões para tanto são exploradas adiante, em contraste com os resultados dos Eventos 2 e 3.

Na janela do Evento 2, observam-se 3 retornos anormais com significância estatística, sendo 1 positivo no nível de significância de 1% (Dia -3), 1 negativo com significância de 1% (Dia -2) e outro positivo com significância de 10% no dia de ocorrência do Evento. Isto é, observa-se que, no dia de divulgação da doação, houve um possível efeito positivo sobre o preço das ações. Nos dias subsequentes, no entanto, as ações permaneceram com valores dentro da faixa estimativa, não indicando significância estatística (Figura 4).

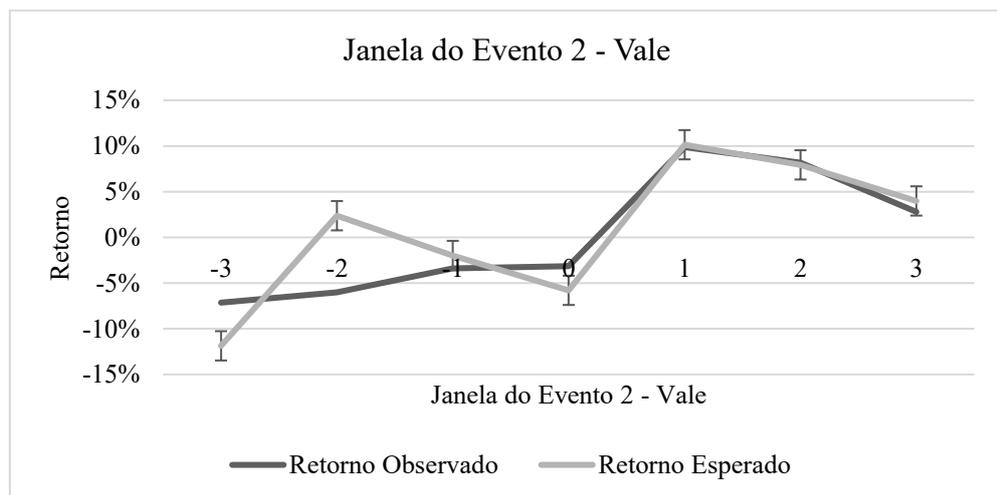


Figura 4 Gráfico de linha com barra de erros dos retornos observados e esperados (Janela do Evento 2)

Fonte: dados da pesquisa.

Para a Vale, os resultados rejeitam H0 para aceitar H1 no ponto em que afirma que a sua doação corporativa no contexto da pandemia de Covid-19 impactou positivamente seu valor de mercado.

Na janela do Evento 3 foram observados 5 retornos anormais estatisticamente significativos no mínimo ao nível de significância de 10%, sendo 3 positivos (Dias -2, 1 e 2) e 2 negativos (Dias -1 e 3). Ao contrário do Evento 1, prevalecem os retornos anormais positivos, com destaque para os observados nos 2 dias imediatamente seguintes à Data 0 de 3,80% e 6,14%, respectivamente (Figura 5).

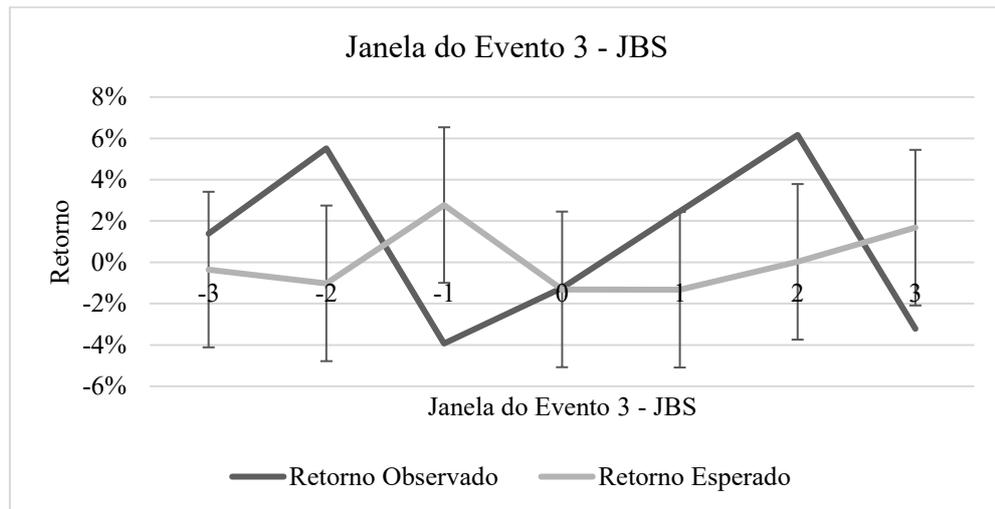


Figura 5 Gráfico de linha com barra de erros dos retornos observados e esperados (Janela do Evento 3)

Fonte: dados da pesquisa.

No caso da JBS, os resultados corroboram H1 no ponto em que afirma que a sua doação corporativa no contexto da pandemia de Covid-19 impactou positivamente seu valor de mercado.

Nota-se, portanto, resultados contrastantes em relação às três empresas, não apresentando a doação corporativa um reflexo positivo no valor de mercado do Itaú, como detectado na Vale e JBS. De qualquer modo, a presença de diversos retornos anormais ao longo das janelas dos eventos corrobora a visão da legitimidade enquanto um recurso organizacional (Suchman, 1995) capaz de afetar o valor de mercado das organizações. Sob a ótica da Teoria da Legitimidade, a diferença pode decorrer dos diferentes tipos de ameaças à legitimidade que estão sujeitas as empresas.

A ameaça à legitimidade do Itaú decorre do setor que integra (Sartore, 2006), ao passo que a da Vale é relacionada a tragédias de ordem socioambiental (Fabrício *et al.*, 2021) e da JBS a envolvimento com corrupção governamental (Dallolio & Carvalho, 2017). Logo, é possível argumentar que a doação realizada pelo Itaú não é capaz de beneficiar a legitimidade do setor financeiro. Por outro lado, a doação corporativa da Vale e da JBS apresentou a capacidade de recompor parte da legitimidade perdida com os atos negativos em que estiveram diretamente envolvidas, em linha com o apontamento do estudo de Houge *et al.* (2019), segundo o qual atos de liberalidade tem a capacidade de mitigar a impressão desfavorável decorrente de danos promovidos pelas empresas.

Outra diferença entre as empresas que pode explicar os resultados contrastantes diz respeito ao fundamento das ameaças às suas legitimidades. Isso porque um dos fatores que

coloca a legitimidade dos bancos em contestação é uma crença social de que seus lucros são excessivos e não justificados (Sartore, 2006). A disposição do Itaú em doar a quantia expressiva de R\$ 1 bilhão de reais em um momento sensível do ponto de vista econômico, pode reforçar aquele entendimento. Em sentido próximo, o Itaú estaria devolvendo à sociedade o que a ela pertence, o que não se pode afirmar em relação à Vale e à JBS, as quais passaram por dificuldades financeiras nos anos recentes, sobretudo pelo reconhecimento de perdas e despesas vinculadas a atos ilícitos por elas perpetrados.

Estes contrastes reforçam o apontado por Tilling (2004) no sentido de ser preciso compreender os anseios dos *stakeholders* ao se promover medidas direcionadas à legitimidade das organizações. No caso das empresas analisadas, as circunstâncias próprias a cada uma afetam as expectativas dos *stakeholders* em relação às doações por ela realizadas.

Não é possível, contudo, excluir que outros motivos, que extrapolam os limites da Teoria da Legitimidade, possam influenciar os resultados. Seria o caso de eventual receio dos agentes de mercado em relação à saúde financeira do Itaú, a qual presumivelmente já teria sido afetada severamente pelos desdobramentos da pandemia da Covid-19, dentre os quais o aumento do nível de inadimplência dos consumidores, com importantes reflexos no setor bancário. Deste modo, a doação de uma quantia relevante aumentaria ainda mais aquele receio.

A H1 foi parcialmente confirmada quando prediz que as doações corporativas da Vale e da JBS impactaram positivamente seu valor de mercado, sendo rejeitada no ponto em que faz a mesma previsão em relação à doação corporativa do Itaú. Além disso, a Teoria da Legitimidade provê argumentos que explicam os resultados, inicialmente, contraditórios. É o caso da consideração dos setores distintos a que pertencem as três empresas componentes da amostra, bem como as diferentes naturezas de ameaças às suas legitimidades.

5 Considerações Finais

A partir do objetivo do estudo, consistente em verificar o impacto das doações corporativas para o enfrentamento da Covid-19 no valor de mercado das empresas envolvidas, e sob a ótica da Teoria da Legitimidade, buscou-se compreender a percepção do público quanto a práticas de RSC.

Itaú, Vale e JBS são empresas cuja legitimidade se encontra sob ameaça, no caso da primeira por integrar o setor financeiro, da segunda pelos desastres ambientais e, da última, pelos escândalos corporativos. A partir de um entendimento de que a realização de medidas de RSC é uma oportunidade ao aprimoramento da legitimidade das empresas, e de que essa, por ser um recurso organizacional, afeta seus valores de mercado, estabeleceu-se como hipótese de pesquisa que as doações corporativas do Itaú, Vale e JBS impactaram positivamente o preço de suas ações.

O estudo foi desenvolvido sob a perspectiva da Teoria da Legitimidade, segundo a qual a legitimidade é entendida como percepção social generalizada de que a empresa atende aos anseios sociais e é considerada um recurso organizacional capaz de trazer benefícios ou malefícios, no caso da sua falta, à organização. Nesse sentido, a prática de RSC, na qual está compreendida a realização de doações corporativas, pode afetar a legitimidade, havendo evidências contraditórias a respeito do seu impacto econômico-financeiro.

Um estudo de eventos do retorno das ações dessas empresas na data de divulgação da realização das doações foi empreendido, tendo os achados indicado uma maior dispersão do retorno das ações das empresas analisadas em relação ao mercado como um todo, o que é um

indicativo da reação do mercado às doações efetuadas. Os resultados também indicam serem relevantes as doações, na medida em que sua efetivação alterou o valor de mercado das empresas envolvidas.

A partir dos achados para cada empresa analisada, a H1 foi parcialmente confirmada quando prediz que as doações corporativas da Vale e JBS no contexto da pandemia de Covid-19 impactaram positivamente seu valor de mercado, sendo rejeitada no ponto em que faz a mesma previsão em relação à doação corporativa do Itaú. Ou seja, identificou-se impacto positivo no valor de mercado de duas das três empresas analisadas a partir das doações efetuadas por elas ao enfrentamento da pandemia de Covid-19.

Sob a ótica da Teoria da Legitimidade argumentou-se que os resultados podem decorrer da circunstância de a ameaça à legitimidade do Itaú decorrer do próprio setor que integra, ao passo que a da Vale e JBS decorrem de atos sob sua responsabilidade individual. Cogitou-se, também, que as distintas naturezas de ameaça a legitimidade podem influenciar os resultados, uma vez que a disposição do Itaú em doar R\$ 1 bilhão em um momento de sensibilidade econômica é capaz de reforçar a visão que os lucros dos bancos são excessivos e sem justificativa. No entanto, não é possível excluir explicações que extrapolam o campo da Teoria da Legitimidade, como a de que os agentes de mercado interpretaram de forma mais receosa os impactos econômico-financeiros da doação no Itaú do que na Vale e na JBS.

Nesse sentido, tem-se por principal contribuição proveniente deste estudo a constatação de que a prática de RSC impacta o valor de mercado das empresas praticantes de forma distinta conforme a natureza da ameaça a legitimidade que paira sobre elas.

À sociedade, contribui no sentido de fornecer evidências para que seus múltiplos atores possam avaliar adequadamente os atos de RSC praticados pelas empresas, a fim de lhes conferir o impacto de legitimidade cabível. Nesse sentido, os resultados indicam a incapacidade de uma doação de valores significativos impactar positivamente a legitimidade de uma empresa cuja ameaça a ela provenha, justamente, do elevado lucro que auferir. A outra face desta mesma moeda contribui com as empresas e seus gestores, no sentido de lhes fornecer evidências para a tomada de decisões a respeito da prática de atos de RSC visando sua legitimidade.

Contribui à literatura, além de endereçar a lacuna existente, dialogando com outros estudos, sobretudo o de Tilling (2004), segundo o qual é preciso compreender os anseios dos *stakeholders* ao se promover medidas direcionadas à manutenção ou aprimoramento da legitimidade das organizações. Nas empresas analisadas, as circunstâncias próprias a cada uma afetam as expectativas dos *stakeholders* em relação às doações por ela realizadas, impactando diferentemente seus valores de mercado.

As limitações estão relacionadas à seleção e tamanho da amostra e às investigações das causas subjacentes à presença dos retornos anormais no valor de mercado das empresas investigadas. Sugere-se ampliar a amostra de empresas, para permitir conclusões mais generalizáveis e auferir os motivos dos retornos anormais eventualmente observados. Ainda é possível a realização de estudos que analisem comparativamente a forma de evidenciação destas doações nas demonstrações das empresas, no intuito de avaliar se a forma de divulgação influencia na percepção dos usuários externos.

Referências

- Arya, B., & Zhang, G. (2009). Institutional reforms and investor reactions to CSR announcements: Evidence from an emerging economy. *Journal of Management Studies*, 46(7), 1089–1112. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00836.x>
- Barauskaite, G., & Streimikiene, D. (2020). Corporate social responsibility and financial performance of companies: The puzzle of concepts, definitions and assessment methods. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. <https://doi.org/10.1002/csr.2048>
- Barkemeyer, R. (2007). Legitimacy as a Key Driver and Determinant of CSR in Developing Countries. *Marie Curie Summer School on Earth System Governance*, (Setembro).
- Barros, C. M. E., Lopes, I. F., Almeida, L. B. Efeito contágio da operação carne fraca sobre o valor das ações dos principais players do mercado de proteínas do Brasil e do México. *Enfoque: Reflexão Contábil*, Paraná, v.38, n.1, p.105–122, 2019. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i1.39966>
- Batista, K., Saran, A. P. M., Limongi, R., Silva, A. L. B. da, & Gomes, A. C. (2020). Organizational Communication in Social Media in Times of COVID-19. *Revista Gestão e Sociedade*, 14(39), 3689–3697. <https://doi.org/10.21171/ges.v14i3.9.3298>
- Benninga, S. (2014). *Financial Modeling, Fourth Edition* (4^a ed.). Cambridge: MIT Press.
- Binder, J. J. (1998). The event study methodology since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11(2), 111–137. <https://doi.org/10.1023/A:1008295500105>
- Campbell, D., & Slack, R. (2006). Public visibility as a determinant of the rate of corporate charitable donations. *Business Ethics: A European Review*, 15(1), 19–28. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2006.00425.x>
- Carrol, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The Business Case for Corporate Social Responsibility: A Review of Concepts, Research and Practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 85-105. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00275.x>
- Dallolio, A. S., & Carvalho, A. De. (2017). Escândalos Corporativos e a Gestão da Legitimidade Organizacional: Uma Revisão Teórica através das Lentes da Teoria Neo-Institucional. *Congresso Latino-Americano de Varejo*.
- Dean, D. H. (2003). Consumer perception of corporate donations effects of company reputation for social responsibility and type of donation. *Journal of Advertising*, 32(4), 91–102. <https://doi.org/10.1080/00913367.2003.10639149>
- Deegan, C. (2002). The legitimizing effect of social and environmental disclosures: A theoretical foundation. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(3), 282–311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>

Edelman (2020). Barometer Edelman Trust. Trust Special Report: Trust in brands and Coronavirus pandemic (Brazilian and global data). Disponível em https://www.edelman.com.br/sites/g/files/aatuss291/files/2020-04/2020%20ETB%20Brands%20and%20the%20Coronavirus_Brasil%20com%20Global_PO R.pdf. Acesso em 09 de outubro de 2020.

Fabício, S. A., Ferreira, D. D. M., Borba, J. A. (2021). A panorama of Mariana and Brumadinho disasters: what do we know so far? *REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)*, 27(1), 128-152. <https://dx.doi.org/10.1590/1413-2311.310.102806>

Fernando, S., & Lawrence, S. (2014). A theoretical framework for CSR practices: integrating legitimacy theory, stakeholder theory and institutional theory. *The Journal of Theoretical Accounting*, 10(1), 149–178.

Galina, D. (2020). 100 empresas que fizeram as maiores doações no Brasil. *Forbes*. Disponível em <https://forbes.com.br/listas/2020/09/100-maiores-empresas-doadoras-do-brasil/#foto8>. Acesso em 09 de outubro de 2020.

Houqe, M. N., van Zijl, T., Karim, A.K.M.; George, T. S. (2019). The value relevance of corporate donations. *Pacific-Basin Finance Journal*, 66(5). doi:10.1016/j.pacfin.2019.03.004

Islam, M. A. (2017). CSR Reporting and Legitimacy Theory: Some Thoughts on Future Research Agenda. In *The Dynamics of Corporate Social Responsibility* (pp. 323–339). https://doi.org/10.1007/978-3-319-39089-5_17

Itaú Unibanco S.A. (2020). Fato Relevante – Doação de R\$ 1 bilhão para combater os efeitos do novo coronavírus no Brasil. São Paulo. Disponível em <https://www.italu.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=eSHv5tll2t2YwE4gN52zA==>. Acesso em 09 de outubro de 2020.

JBS S.A. (2020). Fato Relevante – JBS doará R\$ 700 milhões para o enfrentamento da Covid-19. São Paulo. Disponível em https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/20575/IPE/2020/053f907d-e15e-4eec-9355-1c7ecf4bdeaf/20200511212715689768_20575_761003.pdf. Acesso em 09 de outubro de 2020.

Katsikides, S., & Markoulis, S. (2016). Corporate social responsibility and stock market performance: an event study approach. *International Journal of Advanced Technology and Engineering Exploration*, 6(2). <https://doi.org/10.1080/09603100802584854>

Machado, S. K., & Damacena, C. (2006). Percepção Dos Consumidores Acerca Do Marketing Relacionado a Causas: Uma Revisão Da Literatura. *Revista Base (Administração e Contabilidade) Da UNISINOS*, 3(2), 93–101. <https://doi.org/10.4013/5960>

MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39. <https://doi.org/10.2307/2729691>

Marcon, R., Mello, R. B. De, & Alberton, A. (2008). Teoria Instrumental dos Stakeholders em Ambientes Turbulentos: Uma Verificação Empírica Utilizando Doações Políticas e Sociais. *BBR: Brazilian Business Review*, 5(3), 289–308.

Martínez-ferrero, J., Garcia-sanchez, I. M., & Cuadrado-ballesteros, B. (2015). Effect of Financial Reporting Quality on Sustainability Information Disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22, 45–64. <https://doi.org/10.1002/csr.1330>

Melendez, E. T., & Hazelton, J. (2008). Disclosures of corporate political donations: an Australian evidence. *Critical Perspectives on Accounting Conference*.

Rahman, M., Rasid, S. Z. A., Basiruddin, R. (2020) Corporate social responsibility reporting and value relevance of the banking sector in Bangladesh. *Journal of Sustainability Science and Management*. 15(5), 192-214. <http://doi.org/10.46754/jssm.2020.07.016>

Sartore, M. de S. (2006). *A Inserção da Responsabilidade Social do Setor Bancário no Contexto da Governança Corporativa*. Universidade Federal de São Carlos.

Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory* (7ª, Vol. 1). Toronto: Pearson.

Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. C. (2002). Estudo de Evento: o Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal. *EnANPAD*, 1–14.

Suchman, M.C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Journal*, 20(3), 571 - 610. <https://doi.org/10.2307/258788>

Tian, X. (2010). Influence of philanthropy donation on competitive advantage: From the perspective of corporate social capital. *Journal of Convergence Information Technology*, 5(8), 26. <https://doi.org/10.4156/jcit.vol5.issue8.26>

Tilling, M. V. (2004). Some thoughts on legitimacy theory in social and environmental accounting. *Social and Environmental Accountability Journal*, 24(2), 3–7. <https://doi.org/10.1080/0969160X.2004.9651716>

Vale S.A. (2020). Vale traz ao Brasil 5 milhões de kits de testes e equipamentos médicos, em ajuda humanitária. Disponível em <http://www.vale.com/brasil/PT/investors/information-market/press-releases/Paginas/Vale-traz-ao-Brasil-5-milh%C3%B5es-de-kits-de-testes-e-equipamentos-m%C3%A9dicos,-em-ajuda-humanit%C3%A1ria-.aspx>. Acesso em 09 de outubro de 2020.

Wang, S., Gao, Y., Hodgkinson, G. P., Rousseau, D. M., & Flood, P. C. (2015). Opening the Black Box of CSR Decision Making: A Policy-Capturing Study of Charitable Donation Decisions in China. *Journal of Business Ethics*, 128(3), 665–683. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2123-x>

João Henrique Krauspenhar, Rafael Bertoldi Pescador, Suliani Rover, Denize Demarche Minatti Ferreira e Hans Michael Van Bellen