

# 1 Introdução

## 1.1 O problema

O início deste século ficou marcado pelos grandes escândalos corporativos, com destaque para os casos da Enron e da WorldCom. Diante deste cenário, empresários deram declarações afirmando não terem conhecimento das atividades duvidosas praticadas por suas companhias. A Lei Sarbanes-Oxley (Sarbox)<sup>1</sup> foi criada, primordialmente, para desencorajar este tipo de alegação através da obrigatoriedade de diversas medidas que intensificam os controles internos, comunicação e transparência nas companhias, e aumentam a responsabilidade dos executivos, visando primordialmente trazer credibilidade às demonstrações financeiras disponibilizadas ao mercado.

O Congresso Americano aprovou a Lei Sarbanes-Oxley em 30 de julho de 2002 visando intensificar a governança corporativa e restabelecer a confiança do mercado. A Lei trouxe mudanças significativas tanto em relação à responsabilidade dos administradores quanto dos auditores.

A Sarbanes-Oxley afeta todas as empresas – americanas e estrangeiras – que possuem títulos e ações negociados em bolsas americanas, servindo de base para regulamentações locais ao redor do mundo. Este ato reescreveu, literalmente, as regras de governança corporativa, relativas à divulgação e à emissão de relatórios financeiros. Desta forma, as boas práticas de governança corporativa e ética do negócio deixaram de ser apenas requintes e transformaram-se em exigência legal.

---

<sup>1</sup> O nome Sarbanes-Oxley deve-se ao fato de essa Lei ter sido elaborada pelo deputado republicano americano Michel Oxley e pelo senador democrata Paul Sarbanes.

No Brasil as empresas emissoras de *American Depositary Receipts* –ADRs níveis 2 e 3 listadas no mercado norte-americano, e registradas na *Securities Exchange Commission* (SEC), bem como as subsidiárias de companhias com ações registradas na SEC estão sendo afetadas pela Lei. Estas empresas tiveram até o final de 2006 para se adaptarem aos artigos da Sarbanes-Oxley. A lei estabelece que os executivos destas companhias devem conhecer as informações arquivadas na SEC e distribuídas aos investidores, bem como devem ser responsáveis pela veracidade e precisão destas informações.

A nova lei repleta de reformas para a governança corporativa, divulgação e contabilidade, busca por meios tangíveis reparar a perda da confiabilidade pública nos líderes empresariais norte-americanos e enfatizar mais uma vez a importância de padrões éticos na preparação das informações financeiras reportadas aos investidores.

As obrigações impostas pela lei são inúmeras. Estas mudanças impõem alterações significativas em procedimentos e práticas, bem como na vida cotidiana de muitos executivos e de pessoas que a eles se reportam. Inegavelmente existem custos envolvidos para implementação e manutenção das exigências impostas pela lei. Investimento em capital humano para vigília do cumprimento das novas regras e criação de sistema para armazenar os documentos exigidos são apenas alguns exemplos. De acordo com pesquisa realizada pela *PricewaterhouseCoopers*, em maio de 2006, foi divulgado que desde 2004 os gastos com automatização dos processos internos triplicaram em algumas companhias.

As principais imposições da Lei foram: a proibição de auditores de fazerem certos serviços não ligados à auditoria para clientes que já prestavam auditoria, imposição de penalidades maiores para fraudes corporativas, e exigência de uma informação financeira mais detalhada e transparente. Além disso, a seção 404 da Lei demandou que as empresas avaliem os controles internos e que os auditores atestem estes controles através de um parecer formalizado através de relatório. Com a exigência de mais responsabilidade, imposição de penalidades maiores por má conduta, e administração de conflitos de interesse, a Sarbanes-Oxley busca prevenir demonstrações contábeis falsas e mau comportamento por parte dos administradores.

A Lei teve uma motivação política. Os democratas criticavam o governo de Bush por ser pouco ativo em relação aos escândalos corporativos nas votações do congresso em novembro de 2002, e os republicanos estavam ansiosos para diminuir a pressão demonstrando sua determinação em punir as corrupções do meio corporativo. Desde sua aprovação as organizações expressaram preocupação em relação aos custos de cumprimento.

Em agosto de 2003 uma pesquisa com executivos conduzida pela *CFO Magazine* revelou que 70% dos entrevistados não acreditavam que os benefícios do seu cumprimento justificavam seus custos. Além disso, o *Financial Executives International (FEI)* analisou 217 empresas em março de 2005 em relação aos custos diretos de cumprimento com a seção 404 da Sarbox. A pesquisa identificou que a média do custo do primeiro ano ficou estimada em aproximadamente \$4,36 milhões sendo gastas 27.000 horas de trabalho dentro das organizações e 8.000 horas fora, incluindo um aumento de 57% de taxas com auditores.

Existem outros custos difíceis de serem mensurados. O chefe de contabilidade da General Motors citou no *Wall Street Journal* que o custo real não é só o incremento em gastos, é também o fato de ter pessoas que deveriam estar executando suas tarefas ao invés de estarem cumprindo com os detalhes de regras descritas em procedimentos (Solomon, C. and Bryan-Low, D., fevereiro 2004, *Wall Street Journal*).

Os custos totais, diretos e indiretos, podem pesar mais do que seus benefícios. Uma parte do mercado acredita que a inexistência de fraude só pode ser alcançada através de controles muito rigorosos que acabam eliminando a maior parte da flexibilidade no negócio. A falta de flexibilidade do sistema de administração vigente pode ser mais prejudicial para as empresas em geral do que poucos escândalos (Holmstrom and Kaplan, 2003). Além disso, uma pesquisa feita pela PricewaterhouseCoopers com CEOs no Fórum Mundial de Economia em 2004 identificou que 59% dos entrevistados enxergam o risco de uma pesada regulamentação como uma das grandes ameaças para o crescimento de suas empresas (Norris et al., janeiro 2004, *New York Times*).

Seguindo esta linha de raciocínio, torna-se relevante avaliar os reflexos da Lei, no contexto de governança corporativa, segundo a visão do mercado de ações brasileiro no momento em que as novas regras passaram a vigorar.

Neste contexto as seguintes perguntas tornam-se pertinentes: **As ações de empresas brasileiras que têm obrigação de seguir a Lei Sarbanes-Oxley apresentam um desempenho melhor do que empresas não afetadas pela Lei? A Sarbox tem sido vista pelo investidor como fator de redução de risco ou como fator de aumento de custo?**

O objetivo deste trabalho é fazer um estudo sobre os papéis de empresas brasileiras a fim de verificar o impacto da Lei buscando desta forma respostas para as questões levantadas anteriormente. Para isso, será realizada uma análise criteriosa e comparativa entre os retornos de ações de empresas brasileiras afetadas pela Lei e empresas não afetadas.

## **1.2 Objetivo intermediário e final**

A presente pesquisa tem como objetivo final apresentar o resultado da avaliação sobre o impacto da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras, identificando até que ponto esta nova regra está criando ou destruindo valor dos investidores e acionistas.

Neste sentido, será analisado se o objetivo principal desta nova regra que se traduz em melhores práticas de governança corporativa – através de aumento de confiança na emissão das demonstrações financeiras, e de eficácia dos controles e procedimentos internos para emissão de relatórios – resulta em menor risco para os investidores e melhores retornos de ação. Por outro lado, será analisado se a Lei está trazendo mais despesas e, por conseguinte, menos lucros e retornos menores para as ações afetadas pela Lei.

Para que esse objetivo seja atingido, a pesquisa possui ainda os seguintes objetivos intermediários:

1. Contextualizar a lei Sarbanes-Oxley dentro do universo de Governança Corporativa.
2. Apresentar o histórico da Lei Sarbanes-Oxley e o seu conteúdo geral.
3. Descrever a metodologia utilizada para seleção das empresas a serem avaliadas.
4. Testar como os retornos de papéis de empresas brasileiras foram afetados pela Lei Sarbanes-Oxley.

### **1.3 Relevância do estudo**

O presente estudo surge num momento em que os escândalos internacionais produziram um ambiente mais regulado. Neste contexto, esta pesquisa é de extrema relevância tanto para o meio acadêmico quanto profissional. Do ponto de vista acadêmico, estaremos contribuindo para a divulgação de um tema ainda pouco estudado no Brasil e que tem tido importância crescente nos últimos anos. No meio profissional, estaremos disponibilizando às empresas brasileiras afetadas pela Sarbanes-Oxley e ao mercado pesquisa sobre um tema que está em debate e que tem impacto direto no desempenho das organizações.

### **1.4 Delimitação do estudo**

No que diz respeito ao horizonte espacial, este estudo será realizado com uma série de empresas brasileiras dividida em duas carteiras. Uma delas formada por companhias com ADRs listadas na bolsa de Nova York e NASDAQ de níveis 2 e 3, e conseqüentemente afetadas pela Lei Sarbanes-Oxley. Não serão consideradas as empresas com níveis de ADR 1 e Regra 144-A uma vez que estes papéis não se encontram listados nas bolsas americanas. A outra carteira será formada por empresas brasileiras não afetadas pela Lei, e que serão selecionadas obedecendo critérios de tamanho (patrimônio líquido) e setor relativamente às empresas da primeira carteira. Este outro conjunto de empresas não inclui subsidiárias de empresas estrangeiras sujeitas à lei.

No tocante ao horizonte temporal, a análise será compreendida a partir da entrada em vigor da Lei, 30 de julho de 2002 até novembro de 2006. Optou-se por este horizonte de tempo devido à escolha do índice de lucratividade utilizado na realização desta pesquisa. Tal índice está disponível no site da Bovespa somente a partir de dezembro de 2001.