

EFEITO NO VALOR DE MERCADO DE EMPRESAS COM AÇÕES DE RESTRIÇÃO A ATOS DE CORRUPÇÃO NO ÂMBITO DO FCPA

Marco Aurelio Amaral

Mestre em Administração pelo IBMEC/RJ
Rua Conde de Irajá, 420 apto 202, Rio de Janeiro/RJ
amaralmar@uol.com.br

Odilanei Moraes dos Santos

Doutor em Contabilidade pela FEA/USP
Professor Adjunto na Universidade Federal do Rio de Janeiro
Rua Conde de Irajá, 420 apto 907, Rio de Janeiro/RJ
odilaneisantos@terra.com.br

RESUMO

Esse estudo avalia o impacto no valor das empresas sujeitas ao *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA) decorrentes da punição imposta pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) em função de terem cometido suborno a oficiais de governos estrangeiros. Baseia-se na metodologia de estudo de eventos em que o evento de interesse investigado é a divulgação da punição ao mercado e está alicerçada na teoria da eficiência dos mercados sob a ótica semiforte. Os retornos anormais foram apurados em relação ao índice de mercado S&P500 e a amostra pesquisada inclui 42 empresas punidas entre os anos de 2009 e 2013. Os resultados encontrados não permitem afirmar que a divulgação da punição imposta pela SEC a uma empresa no âmbito do FCPA tenha efeito estatisticamente significativos sobre o valor de mercados dessas empresas (preço das ações) e que parece ter ocorrido à antecipação da informação nos preços das ações.

Palavras-chave: Suborno; FCPA; Estudo de Evento; Eficiência dos Mercados; Programas Anticorrupção.

Área temática do evento: Contabilidade para Usuários Externos (CUE).

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos tempos tem-se assistido a episódios cada vez mais frequentes de casos de suborno e de pagamento de propinas para obtenção por parte das empresas de contratos para fornecimento de bens e serviços (LIPPIT, 2013). Em muitos dos países em desenvolvimento não são raros os casos de corrupção e envolvem toda a sorte de níveis hierárquicos, sem contar que em alguns deles certas situações ainda fazem parte do costume local, como levar autoridades para restaurantes ou programas noturnos caros no intuito de manter contato ou verificar possibilidades de negócio com os países em questão.

No entanto, os países desenvolvidos entendem que a corrupção é um mal a ser combatido, pois impede a livre iniciativa e burla a livre concorrência. Na esteira desse entendimento foi aprovada a *Foreign Corrupt Practice Act* (FCPA), uma lei americana que data de 1977. Nos anos 70 a *Securities and Exchange Commission* (SEC), quando da realização de uma investigação, ficou alarmada com a conduta de empresas norte-americanas (e de seus executivos) que operavam em países estrangeiros em relação às negociações com funcionários de tais países. Foram descobertas mais de 400 empresas utilizando-se de expedientes como suborno ou pagamentos visando obter vantagem ou velocidade no cumprimento das obrigações exigidas pelos órgãos ou funcionários públicos de governos estrangeiros (SKOUSEN; WRIGHT, 2009).

Sendo assim, em 1977, o congresso dos Estados Unidos aprovou o FCPA com o intuito de promover mudanças na forma como as companhias norte-americanas conduziam seus negócios em países estrangeiros até então. O FCPA se aplica a cidadãos americanos ou residentes e, virtualmente, a qualquer entidade que tenha seu principal local de negócio ou que estejam organizadas sob as leis dos Estados Unidos, incluindo companhias estrangeiras que tenham valores mobiliários (ações, ADRs ou outros) registrados junto a SEC ou, ainda, que estejam sujeitos a arquivar periodicamente relatórios junto a essa entidade. A lei também se aplica a indivíduos ou empresas estrangeiras operando nos Estados Unidos ou em qualquer território norte-americano.

A SEC e o *Department of Justice* (DOJ) são os órgãos responsáveis pelas ações de restrição e dividem as responsabilidades nas esferas civil e criminal. A SEC é a responsável somente pelas ações de restrição civil e suas punições restringem-se a multas ou a devolução dos lucros obtidos nas operações para as quais um suborno foi praticado, tanto pelas empresas como pelos indivíduos. Já o DOJ, que é responsável pelas ações de restrição na esfera criminal, pode aplicar multas que chegam à casa de US\$ 25 milhões e solicitar penas de até 20 anos de prisão para os indivíduos acusados.

Existem dois momentos importantes no processo de punição às empresas no âmbito do FCPA: o início das investigações e a divulgação da punição propriamente dita. O processo de investigação corre em segredo de justiça e, portanto, somente a empresa é notificada sobre o início das apurações. Já a divulgação da punição é pública. Algumas empresas informam através de fato relevante que se encontram sob investigação da SEC/DOJ no âmbito do FCPA. No entanto, essa divulgação ocorre após rumores de que a empresa estaria sendo investigada. Pela dificuldade em estabelecer a data precisa em que essa informação (início das investigações) foi percebida pelo mercado, este estudo utilizará a data da divulgação da punição. A informação do início de procedimento investigatório acarreta efeitos no preço das ações, mas acredita-se que a efetiva divulgação da punição aplicada à empresa é um fato novo que traz consigo informações que geram efeitos no preço das ações.

Segundo Barker et al. (2012), é perceptível um padrão de aumento nas sanções monetárias tanto nos casos conduzidos pela SEC quanto naqueles encampados pelo DOJ durante a última década. Não só o total das multas como também a média destas tem aumentado: em 2004 o total foi de US\$ 16,4 milhões, crescendo em 2007 para US\$ 86 milhões e nos anos de 2008 e 2009 ficaram acima dos US\$ 200 milhões. Sem contar as multas propriamente ditas, a simples condução de uma investigação pela própria empresa no intuito de colaborar e evitar penas maiores por parte dos órgãos reguladores americanos pode custar centenas de milhões de dólares (JAEGGER, 2012).

Um dos casos mais emblemático de aplicação do FCPA foi o caso recente envolvendo a empresa alemã Siemens, que foi multada em US\$ 1,8 bilhão (total das penalidades aplicadas pelos Estados Unidos e pela Alemanha), é considerada a maior penalidade no âmbito da FCPA aplicada até hoje, e um marco em relação à cooperação entre países, num nível até então nunca visto entre os Estados Unidos e países estrangeiros (SHEARMAN & STERLING LLP, 2014).

Neste contexto, busca-se investigar: qual o efeito da divulgação das ações de restrição civis e criminais contra atos de corrupção (indicação da punição pela SEC/DOJ) no valor de mercado de empresas sujeitas ao FCPA?

Alguns estudos (NOURAYI, 1994; DECHOW et al., 1996; SKOUSEN e WRIGHT, 2009; LENG et al., 2011; SILVERS, 2012) já verificaram empiricamente alguns dos aspectos relevantes relacionados ao FCPA e os efeitos sobre o valor das empresas. Este estudo diferencia-se dos demais em função do recorte realizado, o qual tem como foco o efeito da divulgação da punição aplicada pela SEC/DOJ no preço das ações.

Para atender a questão de pesquisa, utiliza-se da metodologia de estudo de eventos em uma amostra com 42 empresas cuja divulgação da punição imposta pela SEC/DOJ ocorreu entre os anos de 2009 e 2013.

Destaca-se a relevância do estudo pelo fato de que diversas iniciativas internacionais foram adotadas com vistas a promover o combate contra a corrupção ao redor do mundo. Uma das iniciativas mais significativas foi o trabalho realizado pela *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) no qual os países signatários se comprometeram a criar leis específicas contra a corrupção. Como exemplo disso, têm-se a *UK Bribery* no Reino Unido, datada de 8 de abril de 2010, e a própria lei anticorrupção brasileira promulgada em 2013, Lei 12.846, de 1º de agosto de 2013.

A SEC e o DOJ vêm envidando cada vez mais esforços materiais e humanos no sentido de investigar e processar, tanto empresa quanto executivos, no que tange à corrupção e à fraude corporativa (GIRAUDO, 2005). A partir desta constatação e de uma percepção de que a corrupção e a respectiva fraude dos registros contábeis são punidas com pesadas multas e com todo o espectro negativo para a imagem da companhia, busca-se entender se o mercado percebe esse fato negativamente, precificando para baixo o valor de mercado (preço das ações) de empresas que sofreram ações de restrição por conta da aplicação das penas previstas no FCPA.

Além disso, tem-se a situação vivida pela maior empresa brasileira, a Petrobras, envolvida em um processo investigatório relacionada à corrupção e suborno, inclusive no âmbito do FCPA, o que garante visibilidade para este trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A lei FCPA possui, de forma geral, duas cláusulas que preveem que empresa e seus executivos possam ser processados por seu descumprimento: a cláusula antisuborno e a cláusula contábil ou de manutenção dos registros.

A cláusula antisuborno pune na esfera criminal empresas e pessoas que praticam atos de corrupção a oficiais estrangeiros para obter vantagens ou favorecimentos nas operações usuais ou para obtenção/manutenção de contratos ou serviços com órgãos, empresas ou agências controladas por governos estrangeiros.

Segundo Loughman e Sibery (2012), existem 5 elementos que caracterizam a violação dessa cláusula e que precisam estar todos presentes para que a infração seja alcançada pelo FCPA: 1) o violador seja uma parte regulada (entes domésticos, emissores de títulos, qualquer agente ou representante de entes domésticos ou emissor e qualquer empresa não americana que tome parte, auxilie ou apoie qualquer pagamento corrupto dentro do território americano; 2) pagamento, oferecimento, promessa de pagamento ou autorização para pagar ou oferecer dinheiro ou qualquer coisa de valor; 3) oficial estrangeiro (qualquer departamento de governo estrangeiro ou agência governamental; qualquer entidade pertencente ao governo ou controlada por este; qualquer funcionário ou candidato de partido político estrangeiro; qualquer organização internacional pública; ou qualquer pessoa agindo com poderes públicos em nome de qualquer dos citados anteriormente); 4) intenção de corromper, ou seja, intenção de influenciar o receptor a fazer mal uso de sua posição (extorsão ou coação não são consideradas como pagamentos corruptos em função de ter havido um pagamento em resposta a uma ameaça); e 5) propósito comercial (os pagamentos precisam estar relacionados à obtenção, manutenção ou direcionamento de negócios e tratamentos alfandegários mais favoráveis ou para obter permissões ou licenças).

Segundo Biegelman e Biegelman (2010), o FCPA prevê exceções e respaldos jurídicos (*affirmative defenses*) para atos de suborno. A exceção são os *facilitating payments* ou *expediting payments*. Esses pagamentos feitos a oficiais estrangeiros para expedir ou assegurar a execução de funções e serviços governamentais rotineiros e comuns incluem licenças, taxas para processamento de documentos e serviços governamentais tais como proteção policial e

inspeções alfandegárias. Geralmente são pagamentos de pequeno valor e feitos a funcionários públicos de baixo escalão e devem estar identificados e contabilizados corretamente. O pagamento não pode ser feito para permitir que o funcionário faça algo que não é esperado do papel dele como agente público. Ou seja, pagar pela liberação das mercadorias na alfândega é permitido, mas se o mesmo pagamento fosse feito para liberar mercadorias proibidas naquele país este violaria o FCPA.

A cláusula contábil ou de manutenção dos registros opera em conjunto com a cláusula antisuborno e prevê que empresas emissoras de qualquer título listado em mercados de negociação norte-americanos (incluindo ações, títulos de dívida ou qualquer outro instrumento que requeira registro periódico de relatórios junto a SEC), incluindo suas subsidiárias precisam: 1) manter livros, registros e valores, com nível razoável de detalhe, que reflitam de modo preciso e justo as transações e dispêndios de ativos do emissor; e 2) adotar controles internos para prevenir o uso impróprio de recursos corporativos (políticas e procedimentos para aprovações de gastos, autorizações, reconciliações de contas contábeis e uma correta segregação de funções estão entre alguns dos controles necessários para evitar que pagamentos de suborno tenham sido disfarçados como outros gastos e estejam ocorrendo sem o conhecimento da administração).

O congresso americano criou essa cláusula como elemento adicional de dissuasão do suborno, pois a maioria das empresas ocultam os valores utilizados para subornar oficiais estrangeiros nos livros contábeis corporativos como se fossem pagamentos de outras naturezas (FCPA RESOURCE GUIDE, 2012).

Por essa cláusula, as empresas são obrigadas a registrar de forma exata todas as transações, manter documentação suporte desses lançamentos e manter política de retenção e descarte dos registros e documentos de forma consistente.

No que tange aos controles internos, a cláusula preconiza que haja uma robusta política de conformidade para que o sistema de controle esteja desenhado de forma a prevenir transações não registradas ou não autorizadas para todas as unidades da empresa.

O DOJ é o responsável pelas acusações criminais e as penalidades podem incluir altas multas e a prisão dos responsáveis. A violação da cláusula antisuborno sujeita criminalmente às empresas a multas de até US\$ 2.000.000 e aos executivos, multas de até US\$ 250.000 mais prisão por até 5 anos. Já a violação intencional da cláusula contábil e de manutenção dos registros é punível criminalmente com multas de até US\$ 25 milhões para as empresas e de até US\$ 5 milhões mais prisão por até 20 anos para os indivíduos.

No que tange às penalidades civis, a SEC pode investigar e indiciar os emissores enquanto o DOJ tem o mesmo papel junto aos entes domésticos e empresas e indivíduos não americanos. A multa civil máxima, por violações da cláusula antisuborno, tanto para empresas como para indivíduos, é de US\$ 16.000, por ocorrência e as multas impostas a indivíduos não podem ser pagas por seus empregadores.

A SEC tem o poder de iniciar procedimentos civis de restrição contra empresas que violem a cláusula contábil e pode impor multas ou o expurgo dos lucros (espécie de devolução dos ganhos auferidos de forma ilegal impostos a malfeitores pelos tribunais). As multas podem chegar a US\$ 725.000 para empresas e US\$ 150.000 para indivíduos. Alguns acordos são possíveis incluindo o que alivia penas sob a condição de o administrador não mais exercer cargos executivos ou de a empresa ter suspenso o direito de fazer negócios com o governo.

São inúmeros os casos de artifícios (subornos, disfarce das operações, fraude aos livros contábeis) realizados por empresas visando à obtenção ou a manutenção de contratos que lhes gerem receitas (ASHCROFT; RATCLIFE, 2012).

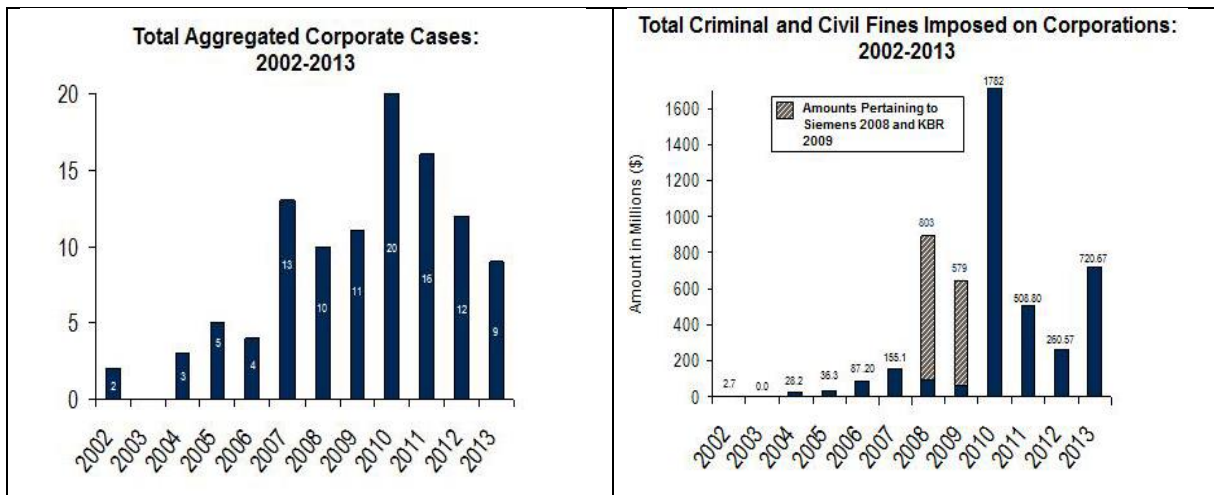


Figura 1: Quantidade de empresas punidas e valor total das multas aplicadas.
 Fonte: FCPA Digest January (2014).

Isso tem feito SEC e DOJ a aumentar suas ações de investigação, como pode ser observado na Figura 1, as quais evidenciam a evolução no número de empresas punidas e no valor total das multas (soma das multas aplicadas pela SEC e pelo DOJ). Nota-se que 2010 foi o ano com maior quantidade de punições e também no valor das multas, ocorrendo uma redução a partir daí no número de casos e no valor das multas, com exceção de 2013 que, apesar do número de empresas punidas ter diminuído, o valor das multas por punição aumentou. Nesses anos, onde a quantidade de casos empresariais caiu, verificou-se um aumento nos casos de punição a pessoas físicas.

Além do custo financeiro e do desgaste para a imagem da companhia, que obviamente aumenta a suspeição sobre outros contratos da companhia com países estrangeiros, existe ainda a percepção por parte do acionista que, por entender que as multas sacrificam a lucratividade do negócio, poderia valorar negativamente a empresa.

Nourayi (1994) examinou, empiricamente, os efeitos do anúncio de abertura de investigações de ações de restrição, por qualquer motivo, aplicadas pela SEC nos preços das ações de companhias listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE) e na *American Stock Exchange* (ASE). A mudança nos preços das ações foi utilizada como indicador para analisar o efeito da ação de restrição.

A análise compreendeu todas as comunicações de abertura de investigações para aplicação de ações de restrição, independente do motivo (fraude nas demonstrações, violação aos princípios contábeis, republicação de balanços ou atos de corrupção) entre os anos de 1977 e 1984, compreendendo 82 firmas. A conclusão foi a de que houve uma reação negativa ao anúncio das investigações. Outras constatações foram a de que violações às demonstrações contábeis (nas notas explicativas ou nos registros contábeis) tinham impacto pior no valor de mercado que violações a procedimentos requeridos pela SEC ou utilização indevida de *gaaps* (princípios contábeis); quando a violação era comunicada antes do anúncio pela própria SEC (fosse pela empresa ou pela imprensa) o efeito também era pior, além de se captar uma percepção mais negativa por parte do mercado quando a companhia era acusada. Quando o processado era um funcionário ou outra parte o efeito nas ações não era tão significativo (NOURAYI, 1994).

Dechow et al. (1996) investigaram firmas sujeitas a ações de restrição da SEC por manipulação de resultados via violação do princípios contábeis geralmente aceitos (*GAAPs*). Uma das constatações foi a de que as empresas usaram técnicas que estavam presentes na literatura acadêmica para burlar os princípios. As empresas optaram por procedimentos contábeis dentre os disponíveis que permitiam o aumento das receitas, utilizaram em demasia

receitas baseadas em estimativas, bem como maiores provisões discricionárias. Dechow et al. (1996), também apontou que o principal motivo dessas companhias para gerenciar o resultado era atrair financiamentos a baixo custo. Uma análise da governança das empresas sancionadas pela SEC mostra que a propensão à manipulação dos resultados está sistematicamente relacionada a uma fraqueza na supervisão pela administração.

Como exemplo, Dechow et al. (1996) citam que algumas das empresas que manipularam resultados eram menos propensas a ter um comitê de auditoria, a maioria tinha um fundador da companhia como CEO, possuíam um CEO que também servia como presidente do Conselho de Administração, conselhos de administração dominados por *insiders*, e menor probabilidade de ter um acionista externo, com direito de voto, monitorando a administração. E, finalmente, conclui que essas empresas, quando tem seus esquemas de manipulação descobertos e divulgados pelas autoridades, sofrem significantes aumentos em seu custo do capital (DECHOW et al., 1996).

Segundo Skousen e Wright (2009), o FCPA requer às companhias americanas e aquelas listadas em bolsas americanas que fortaleçam e mantenham sistemas contábeis e de controles interno de modo a se proteger contra atividades fraudulentas de seus gestores ou outros empregados. Os autores informam que as companhias americanas gastaram incalculáveis montantes de recursos humanos e monetários para ficar em conformidade com a lei e, dessa forma, desenvolve a hipótese de que o envolvimento de companhias americanas com o FCPA seria mais baixo que o de companhias estrangeiras não sujeitas a mesma lei. Sendo assim, usam a metodologia F-score, desenvolvida por Dechow et al. (2008), para comparar um grupo de empresas de óleo e gás americanas com outro grupo de empresas de óleo e gás não americanas. Este indicador calcula o índice de fraude das empresas baseados em indicadores financeiros e contábeis.

O modelo F-score, conforme Dechow et al. (2008), foi aplicado sobre uma amostra de empresas que efetivamente haviam fraudado balanços nos anos em que estas foram descobertas e identificou mais de 60% dessas empresas, a partir somente destes indicadores financeiros e contábeis. Sendo assim, Skousen e Wright (2009) consideraram o F-score um indicador robusto suficiente para a realização da pesquisa. Os resultados mostraram que empresas americanas apresentaram F-scores maiores que as não americanas em 12 dos 15 anos analisados. Sendo assim, os autores sugerem que a lei FCPA não é efetiva e, além disso, criou uma desvantagem competitiva para as companhias americanas vis-a-vis aquelas não sujeitas a tal regulamentação.

Leng et al. (2011) investigaram 239 empresas citadas nos Relatórios de Restrição (punição) contábeis e de auditoria (*Accounting and Auditing Enforcement Releases – AAER*) da SEC e concluíram que estas tiveram resultados anormais negativos em suas ações como resultado dessas punições no segundo e terceiro ano após o registro da infração. Foram utilizados como indicadores de retorno o fluxo de caixa baseado no retorno dos ativos (*cash-flow-based return on assets – CFROA*) e o resultado baseado no retorno dos ativos (*earnings-based return on assets – ROA*). Foram calculados os retornos anormais em relação ao esperado e os resultados sugerem que as implicações negativas para as empresas ao serem citadas neste tipo de violação de relatórios financeiros, pode ter um efeito longo e influenciar a performance e a sobrevivência da companhia.

Já o estudo de Silvers (2012) relata que foi aferido o efeito no valor de mercado de empresas estrangeiras não alvo da SEC quando outras empresas estrangeiras do mesmo segmento foram notificadas pela SEC por ações de restrição. Segundo o autor, nota-se um efeito positivo nas empresas estrangeiras não alvo, que é menor a cada nova notificação, mas que permanece positiva, indicando talvez que a percepção dos acionistas quanto à ação de restrição os leva a valorar negativamente atos de corrupção.

Essas pesquisas se diferenciam deste estudo devido a alguns fatores. Um deles é que não se analisa qualquer ação de restrição imposta pela SEC, mas tão somente as violações ao

FCPA. Ou seja, nos estudos anteriores utilizou-se toda e qualquer ação de restrição (por fraude contábil, por utilização de princípios contábeis não reconhecidos, falta de *disclosure* etc) imposta pelos órgãos americanos de controle (SEC e DOJ) para análise do efeito que essas ações provocariam no valor de mercado das empresas. Outro diferencial é que nos estudos anteriores era possível se utilizar a data do início das investigações pela SEC. Atualmente, entretanto, a única data publicada oficialmente é a data da punição, uma vez que as investigações referentes ao FCPA correm em segredo de justiça até sua divulgação final.

Os estudos realizados e destacados anteriormente, assim como este, fundamentam-se na teoria ou hipótese da eficiência dos mercados, a qual se baseia no fato de que, dada a racionalidade do investidor, o efeito de um evento será refletido quase que imediatamente nos preços das ações das empresas (MACKINLAY, 1997).

Fama (1970) definiu as condições para que a eficiência de mercado seja verificável: inexistência de custos transacionais no mercado de títulos, toda informação está disponível sem custo para todos os participantes do mercado, e que há uma concordância geral sobre as expectativas que a informação liberada gera nos preços atuais e futuros dos títulos. Em um mercado com essas condições, o preço atual das ações reflete plenamente todas as informações disponíveis aos acionistas (FAMA, 1970).

Assim, as pesquisas fundamentadas na teoria da eficiência dos mercados se interessam em verificar se o preço das ações realmente reflete o conjunto de informações disponíveis. Normalmente as pesquisas são estruturadas utilizando a classificação semiforte, que corresponde em verificar, além dos dados históricos de preços e retornos, a velocidade do ajuste dos preços a partir das informações disponíveis (FAMA, 1970).

Conforme Camargos e Barbosa (2006), a metodologia mais utilizada para verificar a forma semiforte, que é a que interessa a este estudo, é a de estudo de eventos, cujo teste procura aferir a velocidade do ajustamento de preços das ações ao redor de uma data específica, qual seja, a data da comunicação de um fato relevante e que, neste caso, refere-se a comunicação ao mercado pela SEC da ação de restrição (punição) à empresa por envolvimento em atos de corrupção no âmbito do FCPA.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa se caracteriza por ser um estudo do tipo empírico-analítico tendo em vista a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. O estudo se caracteriza, ainda, por ser uma investigação *ex post facto*, uma vez que se baseia em fatos que já ocorreram e dos quais o pesquisador não pode, nem controlar, nem manipular as variáveis (MARTINS, 2011).

Visando atender a questão de pesquisa proposta de se verificar o efeito da divulgação de ações de restrição a atos de corrupção no âmbito do FCPA sobre o valor de mercado da empresa se utilizou do modelo econométrico de estudo de eventos. O estudo de eventos tornou-se uma metodologia muito utilizada para avaliar o efeito de diferentes tipos de divulgações de informações na cotação dos papéis das empresas. Seu maior foco é examinar a reação do mercado a uma informação nova e o quão rápido essa notícia afeta o preço das ações da empresa (VACHADZE, 2001). Este desvio no resultado esperado, que se tenta provar devido ao evento testado, é mais conhecido como retorno anormal.

Segundo Mackinlay (1997) o estudo de evento é útil por conta da racionalidade do investidor, uma vez que um evento novo, conhecido e divulgado ao mercado sem privilégios irá refletir-se imediatamente no preço das ações daquela companhia, ou seja, novas informações tem o efeito esperado de provocar ajustes automáticos no valor de mercado das empresas.

Os procedimentos para o estudo de evento seguiram os passos descritos por Campbell, Lo e Mackinlay (1997), conforme figura 2:



Figura 2: Passos para um estudo de evento.
Fonte: Camargos e Barbosa (2006).

Para a primeira etapa, definição do evento, definiu-se as janelas que interessam ao estudo (janela de estimação e janela do evento) e que estão resumidas no esquema apresentado na figura 3.

A janela do evento sobre a qual os retornos dos papéis serão analisados será de 20 pregões anteriores e de 20 pregões posteriores à data de publicação da restrição aplicada à empresa, além do próprio dia da divulgação, totalizando uma janela de 41 dias.

A janela de estimação é o período utilizado para calcular a reta de regressão de cada papel (coeficientes alfa e beta) e, a partir desta, o retorno normal das empresas (para cada um dos dias da janela do evento). Serão utilizados os retornos diários de 120 pregões anteriores à janela do evento.

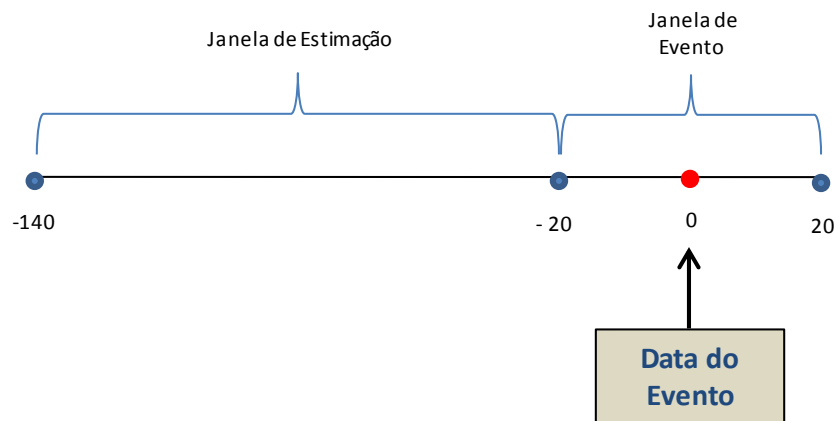


Figura 3: Descrição da Janela do Evento.
Fonte: Mackinlay (1997)

O período utilizado para o cálculo da reta de regressão (alfa e beta de cada papel em função do retorno de mercado) aqui designado como janela de estimação (via modelo de mercado) não se confunde com a janela de evento, pois em caso de sobreposição de períodos, haveria o risco do evento influenciar o cálculo dos retornos normais, fato este que inviabilizaria o estudo.

O evento sobre o qual a pesquisa se interessa é a data de divulgação da ação de restrição (punição) aplicada à empresa pela SEC. Essa informação é pública, encontra-se no *site* da SEC e contempla a data da punição final, o valor das penalidades e outros detalhes sobre o caso.

Essa janela de evento com pregões anteriores ao evento visa evitar que alguma informação privilegiada pouco antes da publicação seja perdida quando da análise do estudo (LUZ, 2009). O período posterior é utilizado para aferir a velocidade e a precisão da informação (no caso a informação da punição) nos preços das ações que pode não ser de imediato na data da divulgação da informação. Esta janela também não deve ser grande demais para evitar a captura de outros eventos que não aquele analisado no estudo (MACHADO e MACHADO, 2008).

Acredita-se que os acionistas valorizem negativamente a empresa no evento de uma punição por atos de corrupção no âmbito do FCPA, não só em função do valor das multas, mas

também pelo aspecto negativo (suspeição sobre todos os negócios daquela empresa em outros países estrangeiros) que uma punição deste tipo pode trazer para a empresa.

Em relação aos retornos normais calculou-se inicialmente, através do modelo estatístico de mercado, os estimadores α e β através dos mínimos quadrados ordinários, dentro do que se chama de janela de estimação (de 140 dias antes do evento a 20 dias antes do evento) e que não se sobrepõe a janela de evento. Após o cálculo dos estimadores utilizou-se o retorno real do mercado (neste estudo, o S&P500 dos 41 dias da janela de evento representado na fórmula abaixo por R_{mt}) para calcular os retornos normais estimados de cada um dos 41 dias. Os retornos normais foram estimados conforme equação 1.

$$E(R_{it} | X_t) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad \text{Equação 1}$$

Sendo:

$E(R_{it} | X_t)$ = Retorno normal estimado.

R_{it} = Retorno do ativo i na data t.

α_i e β_i = Coeficiente de intercepto (alfa) e de declividade (beta) para o ativo i.

R_{mt} = Retorno da carteira de mercado, neste estudo o S&P500.

Já em relação aos retornos anormais, foram obtidos através do modelo puramente estatístico de retorno ajustado ao risco e ao mercado, conforme Mackinlay (1997) (equação 2):

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t) \quad \text{Equação 2}$$

Sendo:

RA_{it} = Retorno anormal do ativo i na data t.

R_{it} = Retorno real do ativo i na data t.

$E(R_{it} | X_t)$ = Retorno normal (estimado) do ativo i na data t, dado o retorno de X_t . Como o modelo de estimação escolhido foi o de mercado, X_t representa o comportamento do mercado, o qual foi definido como o S&P500.

Como a janela de evento normalmente enquadra mais de um dia (calculou-se retornos anormais para cada um dos 41 dias da janela - 20 dias antes, o dia do evento e 20 dias depois) torna-se necessário agregar os retornos anormais para se efetuar a interpretação dos dados. Fez-se isso através da soma simples dos retornos anormais, qual seja:

$$RAA_\tau (\tau_1, \tau_2) = \sum RA_{it} \quad \text{Equação 3}$$

Sendo:

RAA_τ = Retorno anormal acumulado do ativo i.

τ_1 = Primeiro dia da janela de evento.

τ_2 = Último dia da janela do evento.

A amostra do estudo é composta pelos casos divulgados no site da SEC para os anos de 2009 a 2013 (5 anos). Nesse intervalo, houve 68 decisões de punição contra pessoas jurídicas e pessoas físicas (administradores e executivos). Tendo em vista que o interesse refere-se às punições aplicadas às empresas, descartaram-se 11 casos que se referiam aos executivos de companhias punidas anteriormente. Trata-se, portanto, de uma amostra não-probabilística intencional.

Algumas das 57 empresas não possuíam ações negociadas em bolsa, ou foram incorporadas por empresas que também não eram negociadas em bolsa ou, ainda, empresas que foram incorporadas por outra que já estava presente nesse estudo. Com isso, a amostra final

contou com 42 empresas.

Os dados necessários ao estudo foram coletados no site Yahoo Finance e o índice S&P500 foi escolhido por melhor representar o conjunto de papéis selecionados. Na amostra do estudo existem papéis de empresas de diferentes tamanhos (pequenas, médias e grandes) fato que também ocorre na composição do referido índice. A utilização deste índice mostra-se mais adequado visto que considera uma maior quantidade de papéis em sua composição e boa parte das empresas envolvidas no estudo não são grandes *players* do mercado acionário, característica do índice Dow Jones.

As cotações utilizadas foram coletadas já de forma ajustada por proventos para não refletir acontecimentos que poderiam causar descontinuidade nos preços das ações como, por exemplo, dividendos, agrupamentos, desdobramentos etc.

Para cada uma das 42 empresas realizou-se uma regressão linear simples dos retornos diários de cada papel, em que a variável dependente é o retorno normal (ou estimado) do papel e a variável independente ou explicativa é o índice de mercado, neste estudo o S&P500.

De forma mais específica, obtiveram-se todas as cotações diárias da empresa e do índice S&P500 para cada um dos dias da janela de estimação e da janela do evento. Com as cotações diárias da empresa, calculou-se o retorno diário (obtido pela divisão do preço na data t pelo preço na data $t-1$), em valores logaritimados para apresentar uma distribuição dos resultados mais próxima à distribuição normal, uma premissa aos testes paramétricos (CAMARGOS e BARBOSA, 2006).

O último passo para o cálculo do retorno anormal acumulado de cada papel é o somatório de todos os retornos anormais calculados (20 dias antes + o dia do evento + 20 dias depois = 41 observações) e a verificação se o resultado foi positivo ou negativo.

Finalmente, com base nos retornos anormais acumulados, verificou-se a existência ou não de diferenças com a aplicação do teste T para diferenças de médias.

4 RESULTADOS

4.1 Características da Amostra

De acordo com as informações da amostra (tabela 1), nota-se que o maior pico de multas foi no ano de 2010. As cinco maiores multas foram aplicadas a empresas estrangeiras do segmento de Oil & Gas (a americana KBR Halliburton com US\$ 579 milhões, a francesa Total com US\$ 398 milhões, a italiana ENI com US\$ 365 milhões, a francesa Technip com US\$ 338 milhões e a suíça Weatherford com US\$ 250 milhões) tendo, inclusive, a empresa Weatherford abandonado o segmento de Oil & Gas poucos dias antes do anúncio oficial de que estava sendo investigada.

ANO	TOTAL DA MULTA (US\$ milhões)	MULTA MÉDIA (US\$ milhões)	Nº DE CASOS
2009	623,44	69,27	9
2010	1.389,53	73,13	19
2011	261,30	20,10	13
2012	163,50	20,44	8
2013	766,20	95,78	8
TOTAL	3.203,97	56,21	57

Tabela 1: Dados da amostra.

A multa aplicada a empresa Halliburton, a maior da amostra, decorreu de atos praticados por sua subsidiária KBR quando operava na Nigéria, sendo que a menor multa (US\$ 65 mil) foi aplicada a empresa NATCO Group Inc, uma empresa americana também do segmento de Oil & Gas, por omissão nos livros contábeis de pagamentos de suborno para conseguir vistos no Cazaquistão. A média das multas nesse período de 5 anos foi de US\$ 56 milhões.

A partir do cálculo das regressões para as 42 empresas analisadas apresentam-se abaixo os resultados de algumas estatísticas tais como o teste de linearidade (coeficiente de *Pearson*), o teste de autocorrelação de resíduos (*Durbin-Watson*) e o teste de significância dos betas das regressões. Essas estatísticas são necessárias para que caso alguma empresa não atenda aos pressupostos da regressão esta seja retirada da amostra.

Empresa	Código	Coefficiente Pearson (Beta)	R ²	R ² Ajustado	Durbin-Watson	Sig (sig<0,05)
ABB	ABB	0,804	0,6456	0,6426	2,081	0,000
AGCO (AGCO)	AGCO	0,791	0,6259	0,6227	2,465	0,000
ALCATEL-LUCENT	ALU	0,609	0,3704	0,3651	2,351	0,000
ALLIANCE ONE	AOI	0,568	0,3223	0,3166	2,152	0,000
AON CORP	AON	0,830	0,6897	0,6871	1,861	0,000
ARCHER DANIELS	ADM	0,499	0,2494	0,2430	2,370	0,000
AVERY DENNISON CORP	AVY	0,848	0,7193	0,7169	1,605	0,000
BALL CORPORATION	BLL	0,673	0,4523	0,4477	2,254	0,000
DIAGEO	DEO	0,579	0,3354	0,3298	2,238	0,000
DIEBOLD	DBD	0,514	0,2640	0,2578	1,917	0,000
ELI LILLY	LLY	0,510	0,2598	0,2535	2,029	0,000
ENI Spa	E	0,856	0,7323	0,7300	2,047	0,000
GENERAL ELETRIC	GE	0,828	0,6864	0,6837	1,846	0,000
HELMERICH & PAYNE INC.	HP	0,762	0,5813	0,5778	2,187	0,000
IBM (IBM)	IBM	0,664	0,4405	0,4358	2,249	0,000
INNOSPEC INC.	IOSP	0,624	0,3896	0,3844	1,643	0,000
ITT CORP.	ITT	0,884	0,7811	0,7793	2,201	0,000
JOHNSON & JOHNSON (JNJ)	JNJ	0,573	0,3285	0,3228	1,947	0,000
KELLOG BROWN ROOT	KBR	0,778	0,6054	0,6020	1,710	0,000
KONINKLIJKE PHILLIPS	PHG	0,583	0,3399	0,3343	2,079	0,000
MAXWELL TECHNOLOGIES	MXWL	0,611	0,3731	0,3678	2,278	0,000
NOBLE CORPORATION	NE	0,583	0,34	0,3344	1,728	0,000
NOVO NORDISK A/S	NVO	0,618	0,3824	0,3772	2,307	0,000
ORACLE	ORCL	0,719	0,5168	0,5127	1,969	0,000
ORTHOFIX	OFIX	0,598	0,3572	0,3517	1,490	0,000
PARKER DRILLING	PKD	0,481	0,2318	0,2252	2,119	0,000
PFIZER	PFE	0,564	0,3186	0,3129	2,063	0,000
RALPH LAUREN	RL	0,514	0,2644	0,2582	1,899	0,000
ROCKWELL AUTOMATION	ROK	0,712	0,5074	0,5032	2,001	0,000
ROYAL DUTCH SHELL	RDS-A	0,822	0,6758	0,6731	2,459	0,000
SMITH & NEPHEW	SNN	0,864	0,7467	0,7446	1,851	0,000
STRYKER CORP.	SYK	0,737	0,5428	0,5389	1,896	0,000
TENARIS	TS	0,618	0,3824	0,3772	2,065	0,000
TIDEWATER INC.	TDW	0,757	0,5736	0,5699	2,073	0,000
TOTAL (TOT)	TOT	0,721	0,5201	0,5160	1,777	0,000
TRANSOCEAN INC.	RIG	0,440	0,1934	0,1866	1,890	0,000

Empresa	Código	Coefficiente Pearson (Beta)	R ²	R ² Ajustado	Durbin-Watson	Sig (sig<0,05)
TYCO INT.	TYC	0,715	0,5117	0,5075	1,943	0,000
TYSON FOODS	TSN	0,209	0,0435	0,0354	2,253	0,022
UNIVERSAL CORPORATION	UVV	0,564	0,3184	0,3127	1,884	0,000
UTSTARCOM	UTSI	0,563	0,3174	0,3116	2,178	0,000
WATTS WATER	WTS	0,889	0,7907	0,7889	2,002	0,000
WHEATHERFORD (WFT)	WFT	0,619	0,3836	0,3784	1,955	0,000

Tabela 1: Dados estatísticos das regressões das empresas.

Como se pode notar, os dados constantes na tabela 2 evidenciam que todas as séries apresentaram coeficientes de correlação e betas significativos (sig. < 0,05), tanto para os testes de linearidade, como para o teste de significância dos betas das regressões. No teste de autocorrelação de resíduos, após consulta a tabela do teste de Durbin-Watson (calculado com número de observações n=120 e número de variáveis k=2) obtém-se o limite inferior ($d_l = 1,685$) e o limite superior ($d_s = 1,719$). Poucos papéis ficaram fora do intervalo, mas por apresentarem testes de significância dentro do intervalo de confiança de 5% (sig<0,05), optou-se por deixá-los na amostra.

4.2 Escolha do Teste Adequado

A tabela 3 apresenta os resultados dos retornos anormais acumulados das 42 empresas analisadas correspondente a janela de estimação de 41 dias (20 dias antes, o dia do evento e mais 20 dias após o evento).

Empresa	Código	Resultado Anormal Acumulado (CAR)	Empresa	Código	Resultado Anormal Acumulado (CAR)
ABB	ABB	-0,043875	NOBLE CORPORATION	NE	-0,004594
AGCO (AGCO)	AGCO	-0,153370	NOVO NORDISK A/S	NVO	0,125859
ALCATEL-LUCENT	ALU	0,005901	ORACLE	ORCL	-0,011152
ALLIANCE ONE	AOI	0,071644	ORTHOFIX	OFIX	0,046941
AON CORP	AON	-0,027732	PARKER DRILLING	PKD	-0,227248
ARCHER DANIELS	ADM	-0,020388	PFIZER	PFE	0,034627
AVERY DENNISON CORP	AVY	0,150706	RALPH LAUREN	RL	0,012216
BALL CORPORATION	BLL	0,001421	ROCKWELL AUTOMATION	ROK	-0,243526
DIAGEO	DEO	-0,052418	ROYAL DUTCH SHELL	RDS-A	-0,049886
DIEBOLD	DBD	0,096489	SMITH & NEPHEW	SNN	0,001196
ELI LILLY	LLY	0,027530	STRYKER CORP.	SYK	0,030431
ENI Spa	E	0,168585	TENARIS	TS	-0,038757
GENERAL ELETRIC	GE	0,007890	TIDEWATER INC.	TDW	0,105457
HELMERICH & PAYNE INC.	HP	-0,147246	TOTAL (TOT)	TOT	0,008500
IBM (IBM)	IBM	-0,008002	TRANSOCEAN INC.	RIG	0,139647
INNOSPEC INC.	IOSP	0,130357	TYCO INT.	TYC	-0,061638
ITT CORP.	ITT	-0,144444	TYSON FOODS	TSN	0,178860
JOHNSON & JOHNSON (JNJ)	JNJ	0,096390	UNIVERSAL CORPORATION	UVV	-0,054013
KELLOG BROWN ROOT	KBR	0,160943	UTSTARCOM	UTSI	0,511379

Empresa	Código	Resultado Anormal Acumulado (CAR)	Empresa	Código	Resultado Anormal Acumulado (CAR)
KONINKLIJKE PHILLIPS	PHG	-0,137208	WATTS WATER	WTS	0,220212
MAXWELL TECHNOLOGIES	MXWL	-0,223115	WHEATHERFORD (WFT)	WFT	-0,162195

Tabela 2: Retornos Anormais Acumulados da Amostra (janela original).

Com base nos resultados apresentados na tabela 3, é possível verificar que 19 empresas apresentaram retorno anormal acumulado negativo para o período e 23 empresas apresentaram retorno anormal positivo. Resta testar se existe uma desigualdade nos resultados encontrados, ou seja, se os retornos anormais acumulados negativos seriam significativamente superiores aos positivos, indicando uma valorização negativa por parte do mercado por conta das punições divulgadas para as empresa.

No entanto, primeiramente é necessário verificar se a série dos resultados das 42 observações (empresas) possui distribuição normal, o que foi feito com base no teste de Kolmogorov-Smirnov e pode ser observado na tabela 4.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
Número de Observações		42
Normal Parameters	Mean	0,0124
	Std. Deviation	0,13915
Most Extreme Differences	Absolute	0,107
	Positive	0,103
	Negative	-0,107
Kolmogorov-Smirnov Z		0,692
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,725

Tabela 4: Teste de normalidade dos retornos anormais acumulados.

Com base nos resultados obtidos, o p-valor de 0,692 indica que a distribuição é normal. Sendo assim, é possível a utilização de testes paramétricos, sendo escolhido o teste T como instrumento para a verificação da igualdade (ou inexistência de diferenças) ou da desigualdade (existência de diferenças) dos resultados anormais acumulados encontrados.

4.3 Resultado do Teste T

Para a análise dos resultados do teste T, que consta na tabela 5, utilizaram-se as seguintes hipóteses:

H_0 = Igualdade / Inexistência de Diferenças

H_1 = Desigualdade / Existência de Diferenças

Test T

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
RET_ANORM	0,579	41	0,566	0,01244	-0,0309	0,0558

Tabela 5: Resultado Teste T.

O p-valor foi de 0,566, resultado esse que não se permite rejeitar hipótese nula. Ou seja, os resultados encontrados não contribuem significativamente para a diminuição dos preços. Na verdade, o resultado de igualdade representa que os resultados anormais negativos e positivos

não diferem significativamente entre si, implicando em considerar que a divulgação da punição para o evento de corrupção no qual a companhia se envolveu não provoca retornos anormais, seja positivos ou negativos, estatisticamente significativos, o que está alinhado à teoria da eficiência dos mercados.

Para dar robustez aos resultados realizaram-se, ainda, os mesmos cálculos para outras janelas de evento existentes dentro da janela de evento original do estudo no sentido de verificar se a hipótese de igualdade se alteraria. Testaram-se as janelas 0-10 (dia do evento mais dez dias) e 5-4 (cinco dias antes e quatro dias após o evento).

Contudo, igualmente para estas duas janelas alternativas, os resultados dos testes T não permitem rejeitar a hipótese nula (p-valor para a janela 0-10 foi de 0,445 e para a janela 5-4, de 0,842), demonstrando que inexistem diferenças para os resultados encontrados.

Além dos resultados dos testes T, analisou-se também o retorno acumulado diário das 42 empresas da amostra, de forma gráfica. Para isso, agregou-se os retornos dos papéis para cada um dos dias da janela de 41 dias (20 dias antes, o dia do evento e 20 dias depois) e os resultados constam na figura 4.

De acordo com as evidências gráficas, apesar da normalidade dos resultados e do indicativo de que inexistem diferenças significativas, a partir da posição -11 (11º dia antes do evento divulgação da punição) há uma nítida queda nas rentabilidades dos papéis parecendo indicar que houve uma percepção anterior ao evento de que algo ocorreria. Precisamente, nas posições -10, -8, -6, -4 e -2 (10º, 8º, 6º, 4º e 2º dia antes do evento) houve quedas nas rentabilidades dos papéis da amostra analisada. Nota-se também que antes da data do evento os papéis já é nítida a subida na rentabilidade. Somente no 8º, 9º e 12º dias após o evento os papéis novamente passam por uma queda que rapidamente muda de direção.

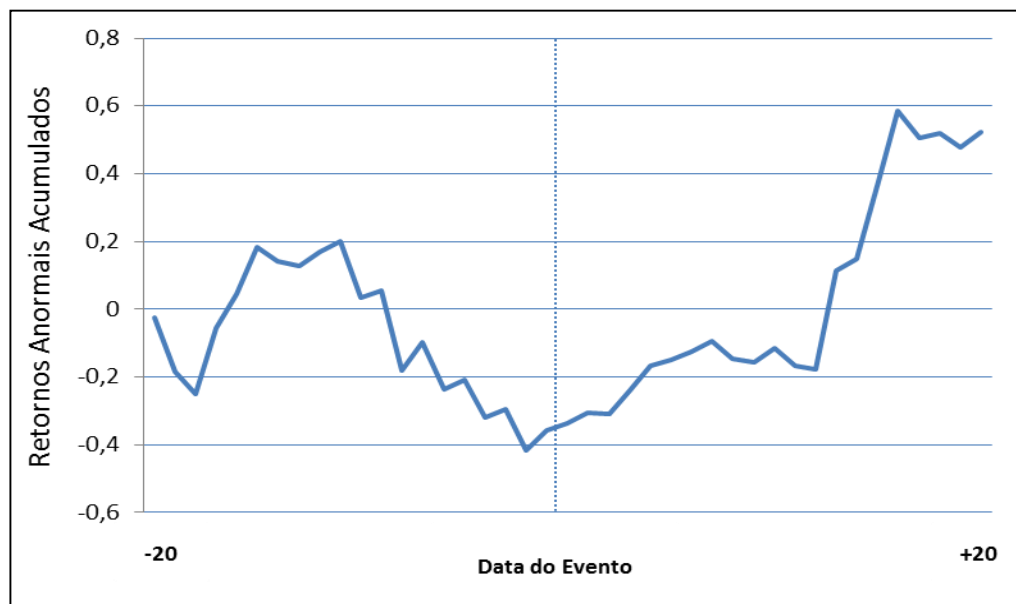


Figura 4: Retornos anormais acumulados.

No intuito de aprimorar a análise e a partir das constatações decorrentes da figura 4, que parece apresentar uma queda da rentabilidade nos dias anteriores ao evento (do 10º dia anterior ao evento ao 2º dia anterior ao evento), efetuou-se a análise para verificar se haveria indicativo de existência de diferença entre os retornos encontrados para cada um dos dias com as observações das 42 empresas. Tomou-se o período de 10 dias anteriores ao evento e 10 dias posteriores ao evento. Inicialmente foi verificada a normalidade da distribuição para cada um dos períodos (21 dias – 10 dias antes, o dia do evento e 10 dias após o evento). À exceção dos

dias -8 (8º antes do evento), -2 (2º antes do evento) e 2 (2º após o evento), todos os dias apresentaram distribuição normal e, portanto, optou-se pelo teste paramétrico T e em nenhum deles o p-valor apresentou significância menor do que 0,05, demonstrando que não há indicativo de desigualdade ou existência de diferenças.

Para os dias que apresentaram distribuição diferente da normal, aplicou-se o teste não-paramétrico Chi-quadrado e o resultado, igualmente, indicou a não existência de diferenças.

5. CONCLUSÕES

Este trabalho buscava verificar se o mercado valorizaria negativamente as ações de empresas envolvidas em escândalos de suborno a oficiais estrangeiros para obtenção ou manutenção de contratos fora das fronteiras de suas sedes e que sofreram punições de restrição aplicadas pela SEC no âmbito do FCPA.

No entanto, os resultados que se apresentaram, inclusive considerando outras janelas de evento contidas dentro da janela original do estudo, demonstraram que inexistem diferenças ou, melhor dizendo, que a mediana dos resultados encontrados é zero. Isso nos leva a inferir que não existe diferença estatisticamente significativas entre os retornos anormais das empresas da amostra tomando como base o anúncio das punições às empresas envolvidas em punições ligadas a FCPA.

Os resultados encontrados, positivos e negativos, anulam-se demonstrando estatisticamente que o evento divulgação das punições no âmbito do FCPA não explica os retornos futuros desses papéis.

Apesar disso, pode-se notar também que existe um forte efeito negativo anterior à data do evento, mas que rapidamente é percebido pelo mercado justificado pela teoria da eficiência dos mercados sob a ótica semiforte, que prevê que eventos externos geram efeitos nos valores de mercado, mas que são rapidamente percebidos e assimilados pelo mercado.

A partir dessa constatação, é necessário analisar que outros efeitos podem ter contribuído para limitar as percepções do mercado de que a divulgação de uma ação punitiva no âmbito do FCPA não gera percepção de perda de valor nas ações das empresas envolvidas neste tipo de situação.

Um dos fatores que pode ter influenciado nesta percepção pode ser o fato de que o papel já poderia ter sido precificado quando do início dos rumores sobre uma investigação em curso por parte da SEC/DOJ ou, ainda, da divulgação efetiva pela própria empresa sobre a existência de tal procedimento investigatório. Esse é, inclusive, um dos limitadores deste estudo, ou seja, as informações referentes às punições no âmbito do FCPA são restritas a informação de sanção publicada no *site* da SEC. Não existe, neste caso, informação oficialmente divulgada pela SEC de que a empresa começou a ser investigada ou do estágio da investigação em curso. Com isso, somente se considerou a informação da punição efetivamente comunicada e aplicada pela SEC de forma isolada ou aplicada pela SEC e pelo DOJ conjuntamente.

Uma hipótese que também não pode ser descartada é o fato de o valor das multas pode ter sido considerado pelos acionistas como não relevante frente aos valores auferidos em operações que envolvem a existência de subornos. Cabe lembrar que a SEC e o DOJ, a partir de uma denúncia, pesquisam e encontram por vezes outros casos, mas não é possível levantar todos os casos. Essa percepção de que a punição não abrange todos os episódios, mas somente aqueles que a SEC e o DOJ conseguem apurar pode levar a essa inexistência de relação entre o fato punição e a precificação dos papéis.

O fato de que os administradores trabalham com seus consultores e advogados durante o processo de negociação com a SEC/DOJ (afinal todos os processos levam a um acordo que é acertado entre a agência, o departamento de justiça e as empresas) levam a crer que tais administradores tem informação que lhes permite gerenciar a crise de modo mais preciso, embora não saiba a data precisa em que a punição será informada. Essa informação lhes permite

estar preparados e já possuir mecanismos para acalmar o mercado tão logo a notícia seja veiculada.

REFERÊNCIAS

- ASHCROFT, John; RATCLIFE, John The recent and unusual evolution of an expanding FCPA. **Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy**, v. 26, issue 1, p. 25-38, jan. 2012.
- BARKER, Katherine; PACINI, Carl; SINASON, Dave. The Foreign Corrupt Practices Act: A law worth revisiting. **Review of Business**, n. 32, v.2, p. 44-57, Summer 2012.
- BIEGELMAN, Martin T.; BIEGELMAN, Daniel R. **Foreign Corrupt Practices Act Compliance Guidebook**. Wiley, New Jersey, 2010.
- CAMARGOS, Marcos A.; BARBOSA, Francisco V. Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real: um estudo de eventos dos anúncios de fusões e aquisições. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 1, p.43-58, 2006.
- CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. C. The econometrics of financial markets. 2nd. Ed. New Jersey. Princeton University Press, 1997
- DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v. 1, n. 13, p. 1-36, 1996.
- FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- GIRAUDO, John P. Charitable Contributions and the FCPA: Schering-Plough and the increasing scope of SEC enforcement. **The Business Lawyer**, v. 61, n. 1, p. 135-154, 2005.
- JAEGER, J. High cost of conducting full FCPA investigations. **Compliance Week**, p. 23-24, June 2012.
- LENG, Fei; FERROZ, Ehsan H.; CAO, Zhiyan; DAVALOS, Sergio V. The Long-Term Performance and Failure Risk Firms Cited in the US SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 7 & 8, n. 38, p. 813-841, 2011
- LIPPIT, Anne H. An empirical analysis of the foreign corrupt practices act. **Virginia Law Review**, v.99, p. 1893-1930, 2013.
- LOUGHMAN, Brian P.; SIBERY, Richard A.; ERNEST & YOUNG LLP. **Bribery and Corruption: Navigating the Global Risks**. 2nd edition, Wiley, New Jersey, 2012
- LUZ, Sandro G. **Empresas participantes do índice de sustentabilidade empresarial e seus desempenhos financeiros: uma análise nos mercados brasileiro e norte-americano**. Dissertação de conclusão de mestrado em administração. Faculdades IBMEC. 2009.
- MACKINLAY, A.C. Event studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**. v. 1, n. 35, p.13-39. 1997.
- MACHADO, Márcia R.; MACHADO, André V. Retorno Acionário e Adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa: Um estudo de eventos. In: ENCONTRO DA ANANPAD, XXXII, **Anais**, Rio de Janeiro, 2008.
- MARTINS, Gilberto A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**, ed. 3, São Paulo, Atlas, 2011.
- NOURAYI, Mahmoud M. Stock Price Responses to the SEC's Enforcement Actions. **Journal of Accounting and Public Policy**. n. 13, p. 333-347, 1994
- SHEARMAN & STERLING LLP. Shearman FCPA website: Cases: SEC vs. Siemens Aktiengesellschaft. Disponível em: <http://shearman.symplicity.com/?mode=form&id=197>. Acesso em 17/03/2014.
- SILVERS, Roger. The valuation impact f SEC Enforcement Actions on Non-Target Foreign Firms. Electronic Copy. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1738576>>. Acesso em

17/03/2014.

SKOUSEN, Christopher J.; WRIGHT, Charlotte J. How successful is the FCPA at combating fraud: The case of U.S. and Non-U.S. oil and gas companies. **Petroleum Accounting and Financial Management Journal**, v. 1, p.31-43, Spring, 2009

VACHADZE, George. Recovery of hidden information from stock price data: a semiparametric approach. **Journal of Economics and Finance**, v. 25, issue 3, p. 243-258, 2001.