

>> 4. ESTUDO DO CASO *WORLD*COM

O gigante americano de telecomunicações *WorldCom* admitiu em Junho de 2002 que durante os últimos anos tinha adulterado as suas demonstrações financeiras no sentido de reportar um montante de resultados que não desiludisse o mercado e os analistas. Mais, informou qual a dimensão da manipulação (fraude) e quais as variáveis envolvidas para a levar a cabo. À altura, foi a maior fraude empresarial da história americana.

Trata-se, pois, de um caso de estudo que permite aplicar a metodologia apresentada no capítulo anterior e, particularmente, comprovar a fiabilidade da mesma a partir do confronto dos indícios recolhidos com a realidade conhecida. O objectivo é averiguar se teria sido possível a um investidor medianamente diligente apreender sinais que pudessem chamar a atenção para a fraude que se vinha desenrolando e que quase levou a empresa à falência.

4.1. Apresentação da empresa *WorldCom*

O aparecimento da empresa remonta a 1982, sob o nome de *Long Distance Discount Services*, tendo como objecto social a exploração de telecomunicações de longa distância. Muito por força da consolidação do sector das telecomunicações, que ocorre nos Estados Unidos a partir do início da década de 1990, a companhia entra num processo de aquisições consecutivas de empresas da área que a guindam de mero operador local à segunda maior empresa americana e à liderança na área da Internet e comunicações de longa distância.

Para se perceber o percurso e a motivação da empresa ao longo desse processo importa ter presentes dois aspectos centrais. O primeiro, respeita ao ambiente empresarial na área das telecomunicações à época, que se pode sintetizar do seguinte modo: *quem não caça é caçado*. Ou seja, crescer muito e rapidamente era condição básica para a sobrevivência. O segundo, respeita ao modo como as aquisições efectuadas foram pagas: relativamente pouco *cash* foi investido. O grosso das aquisições (fusões) foi pago com a emissão de acções. Para que este tipo de pagamento fizesse sentido na óptica do accionista da *WorldCom* a cotação das acções da empresa tinha que se manter num nível elevado. Para isso, a última coisa que a empresa queria fazer era desiludir o mercado e os seus analistas.

Porém, contrariamente às projecções da empresa, o preço das comunicações de longa distância caiu acentuada e rapidamente, por via da concorrência de empresas locais e do crescimento das comunicações móveis; os serviços de Internet cresceram muito abaixo do inicialmente previsto. Neste contexto, é provável que as sucessivas aquisições, de crescente dimensão, tivessem um objectivo adicional ao de evitar ser caçado: mostrar crescimento ao mercado.

Em 1998 a *WorldCom* faz a última grande fusão, adquirindo a *MCI Communication Corporation* por 40 biliões de dólares. Uma transacção gigantesca à época em que ocorreu. A aquisição prevista para finais de 1999, do seu concorrente Sprint, por 120 biliões de dólares, foi barrada pelos reguladores europeus e americanos, com base em argumentos de salvaguarda da concorrência e prevenção do abuso de posição dominante. A empresa viu-se, pois, impossibilitada de fazer crescer os seus resultados por essa via. Porém, não podia desiludir o mercado. Veio a fazê-lo, da pior maneira, ao admitir em 2002 a fraude contabilístico-financeira que efectuou no período 1999-2001.¹⁴

4.2. O incentivo à manipulação

Na subsecção anterior ficou claro que o mercado exercia pressão sobre a empresa para continuar a apresentar resultados crescentes. As sucessivas aquisições foram permitindo isso e, adicionalmente, que fosse muito difícil comparar a informação financeira da empresa entre dois períodos consecutivos. Quando o processo de aquisições pára, em 1999, o que o mercado esperaria, no mínimo, era que os resultados de 2000 fossem não inferiores aos do ano precedente. Portanto, para efeitos da corrente análise e olhando ao ano 2000, depois da saída do respectivo relatório, define-se como incentivo da empresa à manipulação o evitar reportar um decréscimo de resultados.¹⁵

4.3. A evidência empírica recolhida

Como se pode constar na tabela seguinte, no ano de 2000 a empresa não defrauda o mercado (pelo menos de modo assinalável), apresentando resultado líquido ligeiramente superior ao do ano anterior (+3,5%). Porém, a

¹⁴ Em anexo disponibiliza-se uma síntese da respectiva informação financeira no período 1996-2001.

¹⁵ A constante alteração do perímetro de consolidação antes de 2000 dificulta a qualquer analista ou investidor a tarefa de analisar a saúde financeira da empresa.

redução do *cash flow* (-30,3%) poderia ser olhada como um sinal de que o resultado apresentado era de *menor qualidade* do que os anteriores.¹⁶

Tabela 4: Evolução dos resultados e cash flow

Variáveis	1997	1998	1999	2000	Δ%
Resultado Operacional	1 099	2 750	7 880	8 931	+13,3
Resultado Líquido	384	-2 687	3 950	4 089	+ 3,5
CashFlow Operacional	1 318	4 085	11 005	7 666	-30,3

Notas: Informação retirada dos relatórios da empresa. Valores em milhões de USD.

O recurso a algumas das ferramentas apresentadas na secção precedente, nos casos em que fazia sentido o respectivo uso e existiam dados para as aplicar, forneceu a evidência adicional reportada na Tabela 5.

Tabela 5: Indicadores para detecção de eventual manipulação

Estrutura dos resultados (em % Vendas)	1997	1998	1999	2000
Vendas	1,00	1,00	1,00	1,00
Custo das Vendas	0,52	0,48	0,43	0,40
Margem Bruta	0,48	0,52	0,57	0,60
Resultado operacional (RO/V)	0,15	0,16	0,21	0,23
Resultados antes de impostos	0,11	-0,09	0,19	0,19
Impostos sobre lucros	0,06	0,05	0,08	0,08
Resultados antes efeitos extraordinários	0,05	-0,15	0,11	0,11
Resultados líquidos	0,05	-0,15	0,11	0,10
Rácios				
Impostos/RAI	0,52	-0,55	0,42	0,40
Vendas/Δ crédito a clientes	38,22	4,40	71,38	36,57
Vendas/CFO	5,58	4,33	3,37	5,10
ACC/RAEX	-2,69	2,59	-1,79	-0,84
CFO/RAEX	3,44	-1,60	2,79	1,84

Notas: Informação retirada dos relatórios da empresa. Definições: RAI é o resultado antes de impostos; ACC são os *accruals* totais; RAEX são os resultados antes de efeitos extraordinários; CFO é o *cash flow* operacional.

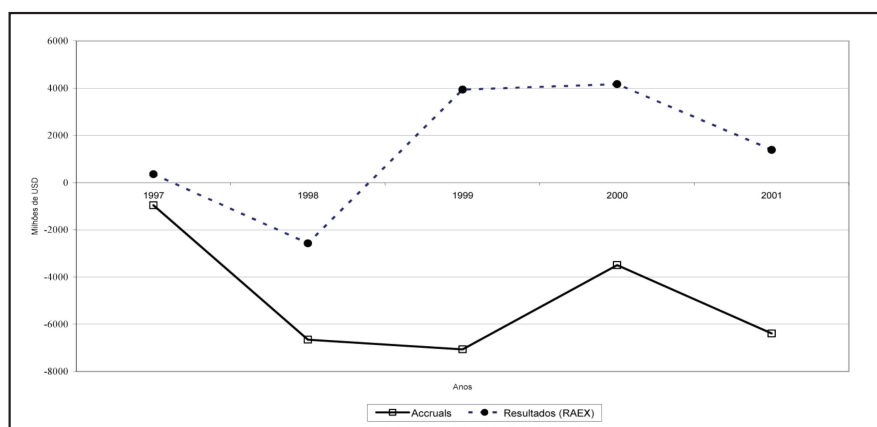
¹⁶ A *qualidade* do resultado é aferida na literatura, nomeadamente, pela estrutura desse resultado e a porção de CFO que o integra. Quanto maior for essa porção melhor será tal qualidade. A intuição subjacente assenta no facto de os ACC serem uma expectativa de futuros *cash flows*, que pode vir a não se concretizar (e.g. os clientes podem não pagar as suas dívidas).

A informação dela constante fornece indícios que parecem apontar no sentido da existência de intervenção discricionária sobre os resultados. O custo das vendas – e por inerência a margem bruta – apresenta uma evolução em 2000 que não é consentânea, sem justificação plausível, com a apresentada no ano precedente. Aquele custo, em relação às vendas, decresce 3 pontos percentuais (0,40 em 2000, por contraste com 0,43 em 1999). Não fora este efeito e os resultados de 2000 teriam sido inferiores aos do ano precedente. Portanto, esta evidência é consistente com uma hipotética manipulação dos resultados no sentido ascendente por parte da *WorldCom*, movida pelo incentivo anteriormente referido.

Os rácios *Vendas/△crédito a clientes* e *Vendas/CFO* mostram indícios que apontam no mesmo sentido da manipulação ascendente dos resultados, neste caso por via de eventual pressão de vendas em final de período. Evidência adicional, o valor do primeiro desses rácios no ano de 2001 (-23,34, não tabelado) é também indício corroborativo desse tipo de manipulação, com a variação negativa do crédito a clientes a reflectir o pagamento por parte destes do adicional de crédito que lhes foi concedido em 2000 e o *efeito reversão* ao nível das vendas (estas reduziram-se em mais de 10% em 2001, o que é igualmente consistente com a ocorrência daquele efeito).

Os rácios *ACC/RAEX* e *CFO/RAEX* reflectem situação corroborativa do que acabou de ser referido. Além disso, reflectem uma situação em que a qualidade dos resultados se deteriora, por via da redução da respectiva componente de *CFO* e o aumento da componente *ACC*.

Gráfico 1: Evolução comparativa dos Resultados e dos Accruals



Aliás, isto mesmo já havia sido constatado a partir da evidência constante da Tabela 4. O Gráfico 1 espelha essa realidade, mostrando que os resultados de 2000 são conseguidos, em parte, à custa do aumento dos *ACC*.

Em suma, a evidência discutida nesta breve análise fornece indícios de que a estrutura dos resultados do ano de 2000 se alterou relativamente à do ano precedente. Sem essa alteração, tais resultados teriam observado um declínio face aos que foram reportados em 1999. Atendendo ao incentivo da empresa para não defraudar o mercado, tais indícios parecem corresponder ao efeito da manipulação dos resultados no sentido ascendente.

Numa qualquer análise de natureza idêntica à levada a cabo, o investidor, olhando os referidos indícios como um *signal de perigo* de que algo se passou (estava a passar) na empresa, procuraria recolher informação adicional, leria com mais cuidado os relatórios de prestação de contas, procuraria perceber o *porquê* de tais indícios. Relembre-se que, para o investidor externo, a análise efectuada apenas proporciona *indícios*, que aquele irá valorar em função da sua experiência e da sua exposição à empresa. Porém, no caso que se tem vindo a desenvolver, que tem como objectivo ilustrar a aplicação e capacidade deste tipo de análise, pode-se ir mais longe. Há conhecimento do que efectivamente se passou na empresa. Disso se dá conta na secção seguinte.

4.4. A manipulação dos resultados na WorldCom

A pressão do mercado sobre a empresa, por via das expectativas dos analistas, era um facto. A isso acresceu que o final da década de 1990, para o sector das telecomunicações, com o rebentar da *bolha* das *dot.com*, foi um período de redução do crescimento do negócio. A empresa, para apresentar um nível de resultados crescente, em linha com o esperado pelo mercado, adopta, entre outras, medidas ilegais (fraudulentas) para inflacionar os resultados. As conhecidas consistiam, essencialmente, em contabilizar no imobilizado, como despesas de capital, custos de operação que deviam ter sido reflectidos na demonstração dos resultados do período (e.g. despesas de manutenção do sistema de telecomunicações; despesas de *leasing* de utilização da rede de outras companhias; etc.). Por exemplo, no ano 2000, por via deste tipo de actuações, o resultado antes de impostos foi inflacionado no montante de 1 235 milhões de USD. Este tipo de manipulação justificará a evolução descendente referida para o custo das vendas e a margem bruta nos anos de 1999-2000 (Tabela 5).

Embora tal não conste da lista de ilegalidades cometidas – até pela dificuldade em catalogar a actuação como fraude –, a empresa terá também antecipado vendas do ano 2001 que contabilizou como proveito do ano 2000. Isto explica os valores dos rácios Vendas/ Δ crédito a clientes e Vendas/CFO, constantes dessa mesma tabela.

Em suma, os indicadores utilizados disponibilizaram indícios correctos, que sinalizavam actuações concretas da empresa no âmbito de um processo de manipulação dos resultados. Teria sido possível a um analista medianamente diligente ter detectado tais indícios com pelo menos um ano de antecedência relativamente à data em que a situação foi publicamente conhecida. E, como tais indícios geram questões, a procura das respectivas respostas levaria, com elevada probabilidade, a detectar o que de errado estava a acontecer na empresa.

>> 5. CONCLUSÃO

Desde o início da presente década, para não ir mais atrás no tempo, são muitos os casos conhecidos de empresas que fraudulentamente alteraram a respectiva informação financeira, no sentido de esconderem do mercado as dificuldades por que passavam. Entre os mais mediáticos salientam-se, a título de exemplo, a *Enron*, a *Xerox*, a *Dinegy*, a *AOL* e a *Fannie Mae*. Esta proliferação de casos aconselha a que, crescentemente, o utilizador use de um adequado grau de cepticismo quanto à veracidade da informação financeira divulgada pelas empresas.

O presente estudo assenta nesta realidade para, partindo da natureza dos incentivos que levam uma empresa a manipular a respectiva informação financeira, discutir se um investidor medianamente diligente tem condições para aferir da qualidade dessa informação.

Foi proposta e discutida uma metodologia simples, quase artesanal, assente num reduzido conjunto de indicadores e destinada a recolher indícios que possam ser lidos como sinais de perigo sobre a qualidade da informação e, indirectamente, sobre a saúde financeira da empresa.

Essa metodologia foi seguidamente testada com uma aplicação ao caso concreto de uma empresa que foi notícia por ter manipulado fraudulentamente a respectiva informação financeira, a WorldCom. Os indícios recolhidos, consistentes com a sequência dos acontecimentos de manipulação que são do conhecimento público, deixam entender que um investidor medianamente diligente poderia ter detectado, com mais de um ano de antecedência relativamente à data em que o caso veio a público, que algo de errado se estava a passar.

O principal contributo do presente estudo é, pois, o de demonstrar, a partir de um caso concreto, que existem ao dispor de um qualquer investidor ferramentas simples, mas eficazes, que podem ser facilmente usadas para recolher indícios sobre a qualidade da informação financeira de uma dada empresa.

A pergunta que fica em aberto é a de saber o que obvia a que existam esses investidores medianamente diligentes. Sem prejuízo de que tal questão possa ser objecto de tratamento objectivo e profundo em futuro estudo, aquilo que parece acontecer é que quando uma dada empresa está na crista da onda, com elevado crescimento e proporcionando elevados retornos bolsistas, o mercado – os investidores e analistas – deixam de usar para com ela de uma boa dose de cepticismo e rendem-se ao sentimento geral de euforia que nele vigora. Porém, é nessas alturas, quando esse sentir do mercado se transmite

à empresa, pressionando-a para que continue a mostrar crescimento, que tal cepticismo e sentido crítico mais sentido fazem. Mas actuar contra a corrente é sempre um acto de coragem, um acto que parece só estar ao alcance de uns poucos.

Por conseguinte, pelo menos implicitamente, este estudo deixa entender que a dificuldade em detectar muitos dos casos de grande fraude financeira parece estar mais no constrangimento mental dos investidores (e, pelo menos aparentemente, também dos auditores), induzido pelo sentir (euforia) global do mercado num dado momento, do que na falta de ferramentas de análise simples que possam ser utilizadas para o efeito. Trata-se de um outro contributo não despreciando que ele faz.

A grande limitação do estudo, que resulta do desenho da investigação, é a dificuldade em generalizar as conclusões ao universo dos escândalos financeiros. Fica aberta a porta para investigação adicional neste domínio.