



ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

GUSTAVO MURAD NEVES
LEONARDO PATREZZE NISHIMOTO
THIAGO COELHO DE OLIVEIRA

**DIAGNÓSTICO DO CASO AMERICANAS: COMO A FRAUDE
CONTÁBIL AFETOU O MERCADO DE CAPITAIS?**

MONOGRAFIA de Trabalho de
Conclusão de Curso apresentada à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para Graduação no Curso de
Engenharia Química

São Paulo
2024

GUSTAVO MURAD NEVES
LEONARDO PATREZZE NISHIMOTO
THIAGO COELHO DE OLIVEIRA

**DIAGNÓSTICO DO CASO AMERICANAS: COMO A FRAUDE
CONTÁBIL AFETOU O MERCADO DE CAPITAIS?**

MONOGRAFIA de Trabalho de
Conclusão de Curso apresentada à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para Graduação no Curso de
Engenharia Química

Área de Concentração: Economia

Orientador: Prof. Dr. José Carlos de
Souza Santos.

São Paulo
2024

DIAGNÓSTICO DO CASO AMERICANAS: COMO A FRAUDE CONTÁBIL AFETOU O MERCADO DE CAPITAIS?

Autores: Gustavo Murad Neves; Leonardo Patrezze Nishimoto; Thiago Coelho de
Oliveira

Orientador. Prof. Dr. José Carlos de Souza Santos

MONOGRAFIA de Trabalho de Conclusão de Curso apresentada à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo para Graduação no Curso de Engenharia Química.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar os fatos envolvidos nas “inconsistências contábeis” notificadas pela Americanas S.A em janeiro de 2023, bem como discutir os impactos no mercado de capitais que credores, acionistas e demais agentes do mercado sofreram. Inicialmente, pretende-se elencar e avaliar os eventos ocorridos em ordem cronológica. Em seguida, será examinado o impacto nas instituições financeiras credoras da Americanas, utilizando, para isso, análise das ações, resultados financeiros e alterações na volatilidade das rentabilidades da ação e do Index JGP CDI Geral.

Palavras-chave: Americanas; Mercado de Capitais; Fraude Contábil

SUMÁRIO

1. Introdução e Cronologia dos Fatos	05
2. Desenvolvimento	14
2.1. Análise Equity	14
2.1.1. Valor Contábil x Valor de Mercado	14
2.1.2. Impactos da Fraude no Equity	16
2.1.3. Volatilidade	19
2.2. Análise Crédito	22
2.2.1. Ajustes Contábeis da Fraude	22
2.2.2. Contabilização indevida de contratos de VPC	22
2.2.3. Contabilização indevida de risco sacado	23
2.2.4. Contabilização indevida de operações de capital de giro e despesas diversas.	24
2.2.5. Mensuração da fraude.....	25
2.2.6. Avaliação dos balanços financeiros revisados.....	27
2.2.7. Volatilidade	32
3. Conclusão.	35
4. Referências	37

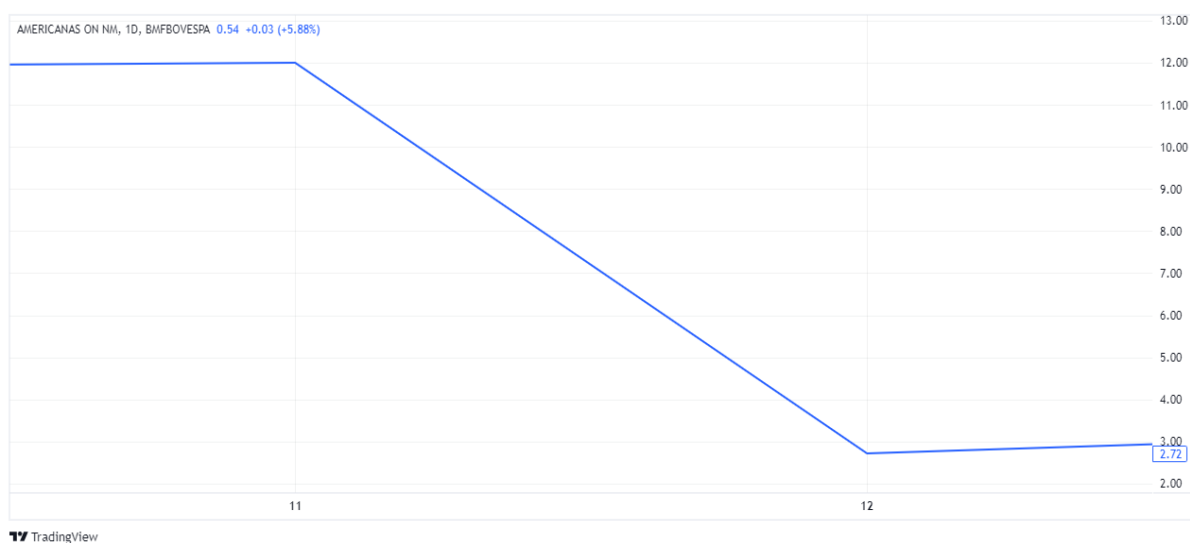
1. Introdução e Cronologia dos Fatos

No dia 11 de janeiro de 2023, o mercado foi surpreendido com a publicação do “Fato Relevante – Questões contábeis e alterações na administração”, divulgado pela Americanas. Neste documento, a empresa comunica ao mercado em geral que foram identificados, em análise preliminar, inconsistências contábeis da ordem de R\$20 bilhões na data-base de 30/09/2022, realizadas através de lançamentos contábeis redutores da conta fornecedores. Tais inconsistências foram realizadas durante alguns anos, incluindo o ano de 2022.

No mesmo dia, André Covre, que ocupava o cargo de Diretor de Relação com Investidores, e o Diretor-Presidente Sérgio Rial – ambos empossados em 2 de janeiro de 2023 - tomaram a decisão de não permanecer na empresa. O Conselho de Administração nomeou interinamente para Diretor Presidente e Diretor de Relações com Investidores o Sr. João Guerra, executivo com ampla trajetória na companhia nas áreas de tecnologia e recursos humanos, e não envolvido anteriormente na gestão contábil ou financeira.

No dia seguinte à divulgação deste fato relevante, as ações da Americanas S.A despencaram 77,33% - maior queda desde 1994 registrada por uma empresa no Ibovespa – e fecharam a R\$2,72, o que representa R\$8,4 bilhões em valor de mercado.

Gráfico 1 - Cotação AMER3 na data 12/01/2023



Fonte: TradingView

Com a crise da empresa divulgada ao mercado, queda de rating e projeções pessimistas, como a realizada pela agência de classificação de risco Fitch, previa-se que o indicador *dívida líquida ajustada/Ebitda* da empresa passaria de 5,5 para 11,9 vezes. Frente a esse cenário, os credores da companhia pedem o vencimento antecipado das dívidas. Neste contexto, em 13 de janeiro de 2023 a Americanas divulgou o “Fato Relevante – Tutela de Urgência Cautelar”.

No documento, é divulgado ao mercado que a 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro atendeu à solicitação da Americanas, sob os argumentos de continuidade de sua operação e preservação dos valores da companhia, enquanto buscava junto aos credores alternativas viáveis, e emitiu uma ordem de urgência cautelar para evitar o vencimento antecipado de suas dívidas. Adicionalmente, o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro concedeu um prazo de 30 dias consecutivos para a Americanas entrar com o pedido de recuperação judicial, sob o risco de perder a validade da medida cautelar.

No dia 19 de janeiro de 2023, a Americanas protocolou na 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro um pedido de recuperação judicial, conforme confirmado no “Fato Relevante – Ajuizamento de Recuperação Judicial”. Nesse comunicado, a companhia confirma a existência de uma dívida no valor de aproximadamente R\$43 bilhões com seus credores. Ainda no mesmo dia, o pedido de recuperação judicial é deferido e comunicado ao mercado pela varejista no “Fato Relevante – Deferimento do pedido de recuperação judicial”. Na sua determinação, é estabelecido um prazo de 48 horas para a apresentação da lista completa de credores, discriminando o total da dívida.

No “Fato Relevante – Lista de credores RJ”, divulgado em 25 de janeiro de 2023, a Americanas confirma que divulgou a lista de credores, com uma dívida total de R\$41,2 bilhões a 7967 nomes. No entanto, tal lista é atualizada e é divulgada ao mercado em 11 de fevereiro de 2023 o “Fato Relevante – Lista atualizada de credores RJ”. Com a atualização, a dívida da companhia subiu para R\$42,5 bilhões e um total de 9460 nomes, ainda sob possibilidade de contestação.

Tabela 1 - Principais credores da Americanas e suas dívidas

Setor	Credor	Dívida
Bancos	Deutsche Bank	R\$ 5.200.000.000
	Bradesco	R\$ 5.200.000.000
	Santander Brasil	R\$ 3.600.000.000

	BTG Pactual	R\$ 3.500.000.000
	Votorantim	R\$ 207.000.000
	Itaú Unibanco	R\$ 4.300.000.000
	Safra	R\$ 2.500.000.000
	Banco do Brasil	R\$ 1.600.000.000
	Caixa Econômica Federal	R\$ 500.000.000
Tecnologia	Apple	R\$ 98.000.000
	Google	R\$ 94.000.000
	Facebook	R\$ 11.000.000
Chocolate	Nestlé	R\$ 259.000.000
	Mondelez	R\$ 97.000.000
	Hershey's	R\$ 16.700.000
	Neugebauer	R\$ 15.000.000
Eletrônicos	Samsung	R\$ 1.200.000.000
	Semp	R\$ 70.000.000
	LG	R\$ 52.800.000
	Dell	R\$ 36.800.000
	Lenovo	R\$ 31.000.000

Ainda, vale destacar a dívida com detentores dos *Bonds* que soma um valor de R\$6,7 bilhões e dívidas com debenturistas, que totaliza um montante próximo de R\$5 bilhões.

Em 20 de março de 2023, a Americanas apresentou a primeira versão do plano de recuperação judicial. De acordo com o Plano apresentado, o Grupo realizará um aumento de capital de R\$10 bilhões bancado pelo trio de acionistas de referência Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira. Além disso, está prevista a venda de diversos ativos para aumentar a injeção de capital na companhia.

Para a reestruturação de sua dívida, em linhas gerais, pode-se compreender os credores em três grupos distintos, sendo eles:

- **Credores trabalhistas, microempresas (ME) e empresas de pequeno porte (EPP):** serão quitados de acordo com os termos originais de pagamento, em no máximo trinta dias após a homologação do plano de recuperação judicial.
- **Credores Quirografários – Fornecedores:** dívidas de até R\$ 12.000 ou credores que concordarem em receber este valor em troca da quitação total da dívida serão pagos em até 30 dias após a homologação do plano de RJ; credores com valores a receber superiores a R\$ 12.000 e que não aceitarem a primeira opção, sofrerão deságio de 50% ao valor total do crédito e serão pagos em 48 parcelas iguais, com vencimento da primeira parcela no último dia útil do mês subsequente à homologação do plano.
- **Credores Financeiros e demais Credores Quirografários:** É neste grupo em que se concentra a grande totalidade da dívida da Americanas, cujo plano para reestruturá-las é a realização de um leilão reverso, sendo que R\$2,5 bi dos R\$10 bilhões injetados na companhia serão destinados ao pagamento dos credores que concederem um desconto não inferior a 70% de seu crédito ofertado – condição para participação do leilão. A ideia fundamental por trás do leilão reverso é que as datas de pagamento para os credores que participarem serão determinadas de acordo com o deságio que cada um concordar, de modo que quanto maior for o desconto aplicado ao crédito, mais cedo o pagamento será feito ao credor. Se houver montante restante em favor dos credores quirografários que escolherem participar do leilão reverso, o plano inclui as seguintes opções:

1. Opção de Reestruturação Dívida a Mercado:

- 1.1 Aumento de Capital – Capitalização do saldo remanescente da dívida em aumento de capital no valor de até R\$10 bilhões. Isto é, os credores poderão converter suas dívidas em ações da Americanas
- 1.2 Recompra de Créditos Quirografários – Após a conclusão do aumento de capital exposto no item 1.1, a Americanas utilizará R\$2,5 bilhões para realizar o

pagamento, de forma pro rata, de parte do saldo remanescente de créditos de titularidade dos credores quirografários que optarem pela Opção 1, com um desconto de 60% sobre o valor de seu respectivo crédito.

1.3 Debêntures Simples – A Companhia emitirá Debêntures Simples no valor total de R\$5,9 bilhões para pagamento, de forma pro rata, de parte do saldo remanescente de créditos dos credores quirografários que escolherem esta opção.

2. Opção de Reestruturação Dívida Subordinada:

A Americanas emitirá Debêntures Conversíveis para pagamento dos saldos remanescentes de Credores Quirografários que optarem por receberem o saldo remanescente após eventual pagamento do leilão reverso, bem como Credores Quirografários que não tiveram a totalidade de seus créditos contemplados nos termos da Opção 1.

3. Modalidade de Pagamento Geral:

Os credores Quirografários que não escolherem nenhuma das opções anteriores serão pagos de acordo com a Modalidade de Pagamento Geral, que consiste no pagamento integral em uma única parcela, programado para março de 2043, com um desconto de 80% do montante total do crédito e ajuste anual pela TR (Taxa Referencial).

Em 24 de março de 2023, a Companhia anunciou através do “Fato Relevante – Adiamento da divulgação das demonstrações financeiras do exercício de 2022” que irá atrasar a divulgação dos resultados financeiros relativos ao exercício findo em dezembro de 2022. Até então, a divulgação estava prevista para 29 de março de 2023 e, com o atraso, as demonstrações devem ser publicadas até o dia 31 de agosto de 2023 na melhor das estimativas segundo a Companhia.

Após pouco mais de um mês, no dia 4 de maio de 2023, a Americanas, no “Fato Relevante – Adiamento da divulgação das demonstrações financeiras do 1º Trimestre de 2023” informa ao mercado que irá atrasar a divulgação das demonstrações financeiras relativas ao trimestre findo em 31 de março de 2023 que estavam previstas para o dia 11 de maio de 2023. A companhia justificou o atraso com a necessidade de concluir exercícios anteriores, incluindo o de 2022.

Após a divulgação do “Fato Relevante – Desligamento de diretoria afastada após relatório demonstrar fraude nas demonstrações financeiras”, as investigações ganharam nova abrangência. Neste documento, a Americanas, pela primeira vez, caracterizou o que antes eram consideradas “inconsistências contábeis” como “fraude”, identificando nominalmente os indivíduos supostamente envolvidos na prática em questão. Como resultado, ex-membros do corpo diretivo da Americanas S.A. foram mencionados como potenciais responsáveis pelos eventos em análise. Entre os citados, estão o ex-CEO Miguel Gutierrez, os ex-diretores Anna Christina Ramos Saicali, José Timótheo de Barros e Márcio Cruz Meirelles, assim como os ex-executivos Fábio da Silva Abrate, Flávia Carneiro e Marcelo da Silva Nunes.

Segundo o documento, a fraude contou com diversos contratos de verba de propaganda cooperada (“VPC”) (serão detalhados posteriormente), incentivos comerciais comumente usados no setor de varejo, que foram criados de forma artificial para melhorar o desempenho operacional da Companhia. Esse mecanismo foi utilizado como redutor de custo, atingindo, em números preliminares e não auditados, o saldo de R\$21,7 bilhões em 30 de setembro de 2022. As contrapartidas contábeis no balanço patrimonial ocorreram na forma de lançamentos redutores de R\$17,7 bilhões na conta fornecedores. Os R\$4,0 bilhões restantes foram lançados em outras contas do ativo da companhia.

Adicionalmente às operações de verba de propaganda cooperada, a diretoria anterior contratou operações de financiamento de compras e de capital de giro, nas quais a companhia é devedora perante instituições financeiras, totalizando R\$18,4 bilhões e R\$2,2 bilhões, respectivamente. Ambos os valores foram indevidamente contabilizados nas demonstrações financeiras da companhia.

O montante de R\$18,4 bilhões foi lançado como um incremento na conta de fornecedores. Contudo, na operação de risco sacado, a responsabilidade da dívida da companhia passa a ser com esta última. Desta maneira, juros são incorridos sobre a transação financeira, os quais devem ser considerados como despesas financeiras na demonstração do resultado. No entanto, tais despesas não foram devidamente contabilizadas. O valor de R\$3,6 bilhões deixou de ser transitado pelo resultado da Companhia ao longo do tempo até 30 de setembro de 2022. O financiamento de capital de giro no valor de R\$2,2 bilhões também teve como contrapartida contábil um incremento na conta de fornecedores.

No que diz respeito ao resultado da Companhia, a fraude ajudou a incrementá-lo em R\$25,3 bilhões, sendo R\$21,7 bilhões provenientes de contratos de verba de propaganda cooperada e R\$3,6 bilhões de juros que não foram contabilizados como despesa financeira. No balanço patrimonial da Companhia, os incrementos de R\$18,4 bilhões e R\$2,2 bilhões e as

reduções de R\$17,7 bilhões e R\$3,6 bilhões na conta fornecedores, resultaram em uma redução líquida na mesma de R\$0,7 bilhão até a data de 30 de setembro de 2022.

Já em relação à alavancagem da Americanas, a fraude minorou sua dívida financeira bruta em R\$20,6 bilhões, sendo R\$18,4 bilhões associado ao financiamento de compras e R\$2,2 bilhões relacionados ao financiamento de capital de giro.

Em 10 de outubro de 2023, foi publicado o “Fato Relevante – Reunião com credores Financeiros”, no qual a Americanas divulga sua mais recente proposta aos credores com o objetivo de renegociar suas dívidas. No plano atual, o trio de acionistas de referência deve colaborar com um incremento de capital de curto prazo de R\$12 bilhões. No plano anterior, divulgado no dia 3 de abril de 2023, a Companhia sugeria um aporte de R\$10 bilhões por parte do trio de acionistas de referência, com uma eventual capitalização adicional no futuro, dependendo do desempenho financeiro da organização. Na nova proposta os R\$2 bilhões serão injetados também no curto prazo, sem quaisquer condições adicionais.

Além disso, a empresa propôs também um aumento de R\$10 bilhões para R\$12 bilhões na conversão de dívida em ações por parte dos credores, emissão de nova dívida no valor de R\$1,875 bilhão para refinanciar parte das dívidas concursais existentes e o valor de R\$8,7 bilhões em dinheiro devem ser dedicados à recompra antecipada de dívida concursal com desconto.

Ainda, no documento, a Companhia esclarece que esta proposta continua a contar com a previsão de pagamento integral das Classes I (trabalhista) e IV (micro e pequenas empresas). Para os fornecedores, as alternativas diferenciadas continuam nos termos do plano de recuperação judicial protocolado no dia 20 de março de 2023.

Na divulgação ao mercado no “Fato Relevante – Atualização sobre o Processo de Recuperação Judicial”, em 27 de outubro de 2023, a Americanas traz uma perspectiva otimista das negociações com os credores e estima que, caso o ritmo atual de avanço nas negociações perdure, será possível realizar a assembleia geral de credores para aprovar seu plano de recuperação judicial ainda em 2023. Além disso, a Companhia decide estender a opção de pagamento à vista a todos os credores da Classe III (quirografários) e titulares de créditos com dívidas no valor de até R\$12 mil. Para estes mesmo credores com dívidas superiores a R\$12 mil, haverá a possibilidade de receberem o valor de até R\$12 mil para a quitação total de seus respectivos créditos.

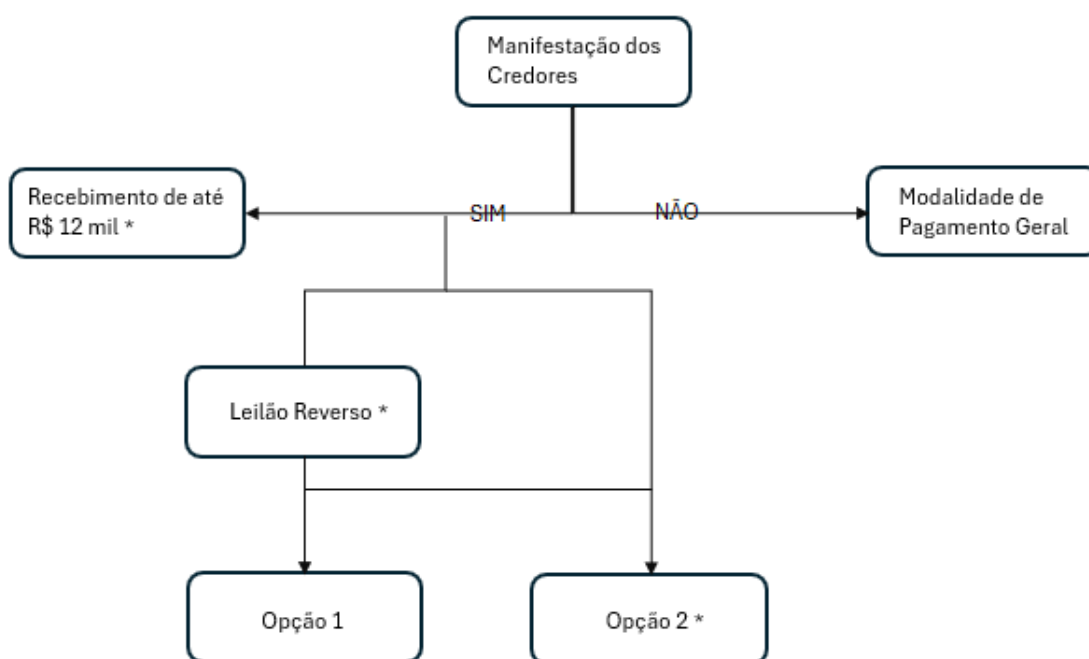
No dia 27 de novembro de 2023, em “Fato Relevante – Celebração de acordo de apoio à reestruturação e plano de recuperação judicial”, a Americanas anunciou a conclusão de um acordo com seus principais credores financeiros para a aprovação do Plano de Recuperação

Judicial (PRJ). Esses credores representam mais de 35% da dívida da Companhia. A varejista acredita que terá mais de 50% de adesão dos credores até a realização da Assembleia Geral dos Credores (AGC), convocada para 19 de dezembro de 2023.

No dia 19 de dezembro de 2023, é aprovado o Plano de Recuperação Judicial. No documento divulgado ao mercado o “Fato Relevante – Aprovação do Plano de Recuperação Judicial”, a Companhia afirma que a decisão é um importante passo no processo de reestruturação do Grupo Americanas.

A segunda versão do Plano de Recuperação Judicial, de forma geral, preserva a maioria das características da primeira versão. No entanto, nesta nova edição, foram incluídas propostas resultantes das discussões realizadas com os credores durante o intervalo de tempo entre as duas versões. Além do maior aporte por parte do trio de acionistas, R\$ 12 bilhões na nova versão do plano, a principal mudança em relação à primeira versão se dá em relação ao pagamento dos Credores Financeiros e demais Credores Quirografários, que será detalhado a seguir:

Figura 1 - Opções de pagamento para credores financeiros e demais credores quirografários



* Exclusivo para credores que não litigarem

Fonte: XP Investimentos

- **Recebimento de até R\$12 mil:** Pagamento integral para credores com créditos de até R\$12 mil; disponibilização de R\$40 milhões para pagamento de credores com créditos

superiores a R\$12 mil e que aceitarem receber R\$12 mil para a quitação total de seus respectivos créditos.

- **Leilão Reverso:** R\$2 bilhões destinados à realização de um leilão reverso para credores que concederem um desconto não inferior a 70% de seu crédito ofertado.

Para os credores que optarem por não participar do leilão reverso ou para aqueles que não tiverem suas dívidas, após desconto, contempladas pelo leilão reverso, foram apresentadas duas opções possíveis:

- **Opção 1:** Desconto de 70% amortizado em apenas uma parcela no último dia útil do mês de janeiro de 2039. Durante este período, os valores serão atualizados pela Taxa Referencial.
 - **Opção 2:** Pacote composto por emissão de novas ações, emissão de debêntures e recompra de créditos quirografários
- **Emissão de Novas Ações:** A Americanas planeja aumentar seu capital através da emissão de novas ações ordinárias e bônus de subscrição. Esse aumento tem como objetivo principal permitir que os Credores Financeiros que optarem pela Opção 2 possam subscrever e integralizar novas ações de forma proporcional às suas dívidas, até o valor total de R\$12 bilhões. Este montante será integralizado mediante a capitalização do saldo dos créditos remanescentes após o Leilão Reverso.
 - **Emissão de Debêntures:** A Americanas realizará a emissão de Debêntures no valor total de R\$1,875 bilhão para pagamento de parte do saldo de créditos quirografários que não forem contemplados com a capitalização realizada com as novas ações.
 - **Recompra de Créditos Quirografários:** A Americanas utilizará o valor de R\$ 6,7 bilhões para recompra de créditos quirografários remanescentes após o Leilão Reverso (se aplicável), ao aumento de capital por meio da emissão de ações e a emissão de debêntures.
- **Modalidade de Pagamento Geral:** Os credores Quirografários que não escolherem nenhuma das opções anteriores serão pagos de acordo com a Modalidade de Pagamento

Geral, que consiste no pagamento integral em uma única parcela, previsto para janeiro de 2044, com um desconto de 80% do montante total do crédito e ajuste anual pela TR (Taxa Referencial).

Em 24 de fevereiro de 2024, o Plano de Recuperação Judicial da Americanas até então aprovado no dia 19 de dezembro de 2023, é homologado judicialmente.

Dada a sequência de fatos e estabelecidos conceitos iniciais, tem-se o alicerce para a construção de um trabalho relevante sobre o impacto desse caso no mercado de capitais e pode-se explorar conceitos importantes como capital social da empresa, valor de mercado, spreads de crédito e fazer análises de indicadores.

2. Desenvolvimento

2.1. Análise Equity

Quando se fala a respeito de *equity*, há dois conceitos que precisam ficar muito claros e diferenciados para a boa compreensão do caso estudado: valor contábil e valor de mercado.

2.1.1. Valor Contábil x Valor de Mercado

O valor contábil é aquele fornecido pelos demonstrativos, utilizados para fins legais ou gerenciais, é dado pelo patrimônio líquido da empresa (total de ativos - total de obrigações com terceiros) e representa o valor teórico de uma empresa. Assim, os sócios de uma companhia são detentores de ações, que representam uma parcela do patrimônio líquido e possuem um valor exato, que só se modifica com alterações no balanço patrimonial da empresa, e refletem necessariamente seus fundamentos, leia-se: ativos, passivos, lucros acumulados, ações em tesouraria, etc (define-se o valor da empresa como valor da ação multiplicado pela quantidade de ações). Esses conceitos são mais diretos em se tratando de empresas com capital fechado, pois há apenas alguns sócios, detendo ações sem muita liquidez e seu valor é algo não tão usual e não tão necessário, visto que a forma mais comum de os sócios buscarem rendimentos em empresas de capital fechado é por meio da distribuição de lucros, e raras vezes com a venda das ações (exceto se tratando de fundos de Venture Capital e *Private Equity*, que possuem o objetivo de comprar empresas menores, agregar valor e vendê-las no futuro por múltiplos exorbitantes).

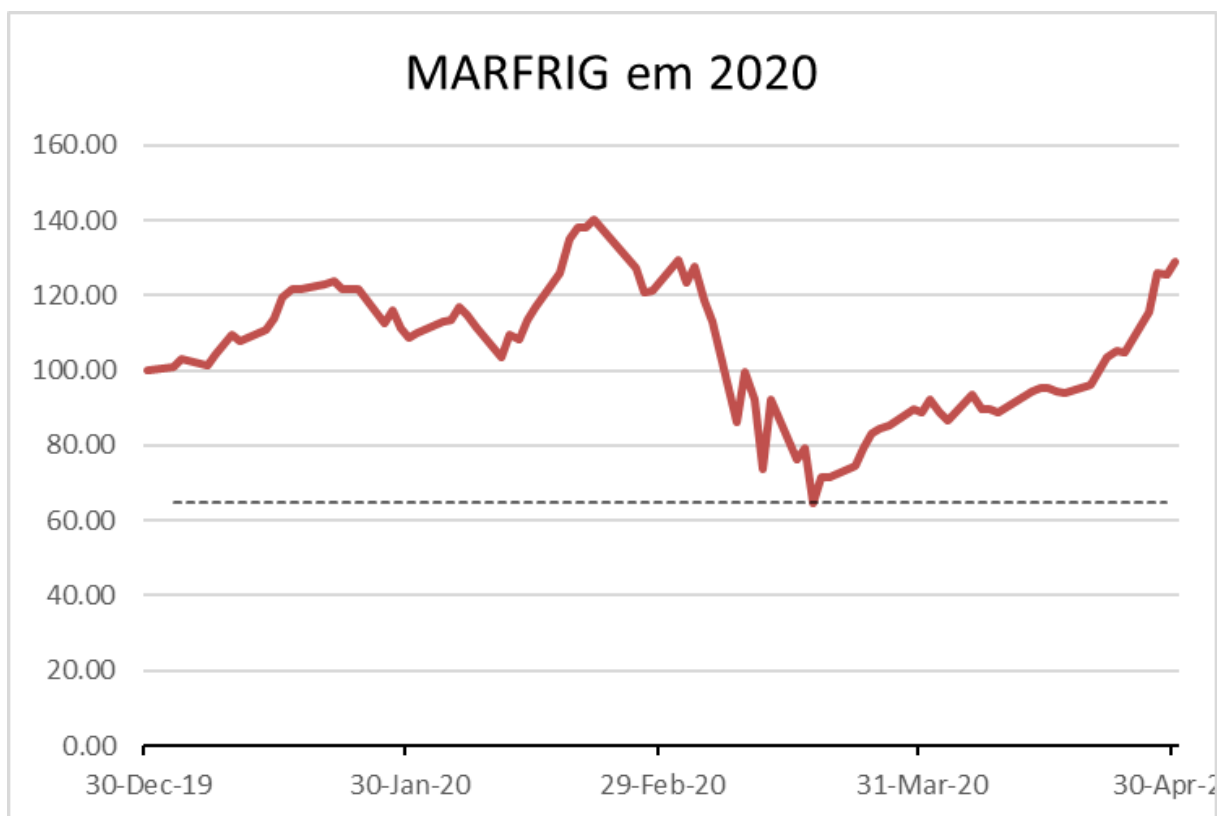
Quando uma empresa decide abrir capital na bolsa de valores há um novo fator envolvido, ela está compartilhando parte de suas ações para que qualquer pessoa consiga comprar e fazer parte de seus acionistas, tendo poder de voto em assembleias ou não, a depender

do tipo de ação comprado, sendo ações ordinárias (ON) com direito a voto em assembleias e ações preferenciais (PN) sem direito a voto mas com preferência no recebimento de rendimentos, o que torna interessante para investidores que não desejam atuar no dia a dia da companhia mas apenas obter retorno financeiro pelo capital investido. Após a emissão de ações pela companhia, muitos investidores passam a ter participação e quando todas as ações emitidas se esgotarem não é mais possível comprar ações até uma nova emissão, no entanto, os investidores podem comprar e vender as ações entre si na bolsa de valores, a isso damos o nome de mercado primário (compra de ações na emissão) e mercado secundário (compra de ações de outros investidores).

Dessa situação, surge a diferença entre valor contábil e valor de mercado, pois as ações são negociadas em bolsas de valores seguindo a lei da oferta e procura, em que o preço das ações dispara caso haja muita procura e pouca oferta no mercado, e despenca caso haja muita oferta e pouca procura, muitas vezes não seguindo nenhum fundamento ligado à empresa especificamente, mas apenas movimentos tentando antecipar situações, reagindo a notícias e expectativas, a isso damos o nome de especulação.

Dessa forma, observa-se que o preço de uma ação não necessariamente reflete os fundamentos da uma empresa, como pode-se ver no exemplo da Marfrig (MRFG3) em 2020:

Gráfico 2 - cotação MARFRIG em 2020



Nota-se que em menos de dois meses o valor da empresa caiu para menos da metade e em menos de dois meses retornou para patamares anteriores. É difícil imaginar que a empresa tenha perdido metade dos seus ativos em um período tão curto e se reestruturado no mesmo tempo.

No entanto, continua valendo a relação que diz que o valor da empresa é igual ao preço de uma ação multiplicado pela quantidade de ações, mas agora há duas formas de olhar para isso, pelo valor contábil e pelo valor de mercado, em que o valor contábil é aquele que se obtém a partir do balanço patrimonial, sendo definido como o patrimônio líquido da empresa, e o valor de mercado é simplesmente o valor da ação no mercado em dado momento multiplicado pela quantidade de ações.

Isso é explicado pela psicologia humana, pois os investidores não são 100% racionais (como assumido em algumas teorias econômicas) e há influência de vieses, o que dá origem a uma área de estudo chamada economia comportamental, que se destina a estudar as reações humanas a determinadas situações envolvendo dinheiro, daí surgem alguns vieses comportamentais mais comuns.

2.1.2. Impactos da Fraude no Equity

Ao analisar os impactos da fraude no Equity da companhia, analisou-se seu valor nas duas perspectivas já apresentadas, pelo patrimônio líquido (valor contábil) e pelo valor de mercado (preço das ações), dado que o entendimento é diferente para cada uma das perspectivas.

A respeito do patrimônio líquido, fatores que devem ser considerados são a distribuição das ações, quem são os acionistas majoritários, como era essa distribuição antes da fraude vir a público e como ficou depois. A análise dos maiores acionistas é relevante pois geralmente esses investidores por possuírem capital relevante investido na empresa e participarem ativamente da administração da empresa detém informações internas da empresa que acionistas minoritários não possuem.

Da mesma forma, vale observar o valor de mercado da empresa a fim de avaliar a reação dos investidores gerais ao fato relevante, entender qual a projeção para os próximos anos da companhia e como a incerteza influencia as reações do mercado.

Entre os acionistas da empresa, há alguns nomes figurando como controladores há um bom tempo antes de a fraude vir a público, de forma que não fica muito conclusivo seu efeito para o patrimônio líquido da empresa, na tabela abaixo é possível analisar o *cap table* em alguns momentos distintos:

- dez/22 (logo antes da fraude)

Figura 2 - Cap Table lojas americanas em dezembro de 2022

AMERICANAS	ON	PN	Total
S-Velame S.à.r.l.	15,06%	0,00%	15,06%
BRC S.à.r.l.	11,48%	0,00%	11,48%
Capital International Investors	5,40%	0,00%	5,40%
Nuveen LLC	5,01%	0,00%	5,01%
Carlos Alberto da Veiga Sicupira	2,01%	0,00%	2,01%
Cathos Holding S.à.r.l.	1,08%	0,00%	1,08%
CEDAR TRADE LLC	0,22%	0,00%	0,22%
AcoesTesouraria	0,92%	0,00%	0,92%
Outros	58,83%	0,00%	58,83%

Fonte: Fundamentus

- fev/23 (logo após a fraude)

Figura 3 - Cap Table lojas americanas em fevereiro de 2023

AMERICANAS	ON	PN	Total
S-Velame S.à.r.l.	15,20%	0,00%	15,20%
BRC S.à.r.l.	11,58%	0,00%	11,58%
Morgan Stanley	5,19%	0,00%	5,19%
Carlos Alberto da Veiga Sicupira	2,03%	0,00%	2,03%
Cathos Holding S.à.r.l.	1,09%	0,00%	1,09%
CEDAR TRADE LLC	0,22%	0,00%	0,22%
AcoesTesouraria	0,00%	0,00%	0,00%
Outros	64,69%	0,00%	64,69%

Fonte: Fundamentus

- Abril/24

Figura 4: Cap Table lojas americanas em abril de 2024

AMERICANAS	ON	PN	Total	
S-Velame S.à.r.l.	15,20%	0,00%	15,20%	
BRC S.à.r.l.	11,58%	0,00%	11,58%	
Carlos Alberto da Veiga Sicupira	2,03%	0,00%	2,03%	
Cathos Holding S.à.r.l.	1,09%	0,00%	1,09%	
CEDAR TRADE LLC	0,22%	0,00%	0,22%	
AcoesTesouraria	0,00%	0,00%	0,00%	
Outros	69,88%	0,00%	69,88%	

Fonte: Fundamentus

Ao analisar o valor de mercado da companhia (preço da ação multiplicado pela quantidade de ações) observa-se que houve uma queda enorme logo após a divulgação da fraude, indicativo de que o mercado entrou em pânico com o anúncio, fenômeno comum quando vem a público um movimento negativo dessa magnitude.

Observando o valor de mercado dos últimos anos, o preço da ação oscilava entre R\$10 e R\$20 com tendência de baixa desde 2020, e após a divulgação da fraude os valores passaram a variar em torno de R\$1,00 por ação.

Gráfico 3 - Cotação lojas americanas entre 26/02/2020 e 21/02/2024



Gráfico 4 - Cotação lojas americanas entre 10/02/2023 e 21/02/2024



2.1.3. Volatilidade

Para analisar os efeitos no mercado de *equity* e de crédito utilizamos uma análise rigorosa da volatilidade tendo em vista o conceito de modelo (FERREIRA, 2005)

Um modelo de volatilidade deve ser capaz de prever a volatilidade, de captar e de refletir os factos mais relevantes sobre a volatilidade dos rendimentos dos preços, em especial, persistência, reversão para a média, impacto assimétrico das boas e más notícias e a influência de variáveis exógenas diversas

- **Método EWMA (Exponentially Weighted Moving Average):**

A *Exponentially Weighted Moving Average* ou EWMA é uma técnica comumente utilizada para calcular a volatilidade em séries temporais financeiras. Ao contrário de uma média móvel simples, na qual todos os pontos de dados têm o mesmo peso, a EWMA atribui pesos menores aos pontos de dados mais antigos.

Neste método, o peso dado a cada ponto de dados diminui exponencialmente à medida que se retrocede no tempo. Isso significa que os dados mais recentes têm um peso maior na estimativa da volatilidade, o que é útil porque os movimentos de preços mais recentes tendem a ser mais relevantes para prever os movimentos futuros.

A equação utilizada para calcular a EWMA de uma série de dados é:

$$\sigma_{EWMA(t)} = \sqrt{(1 - \lambda) * r_{t-1}^2 + \lambda * \sigma_{EWMA(t-1)}^2} \quad (\text{equação 1})$$

Onde:

$\sigma_{EWMA(t)}$ é o desvio padrão calculado pela EWMA no tempo t .

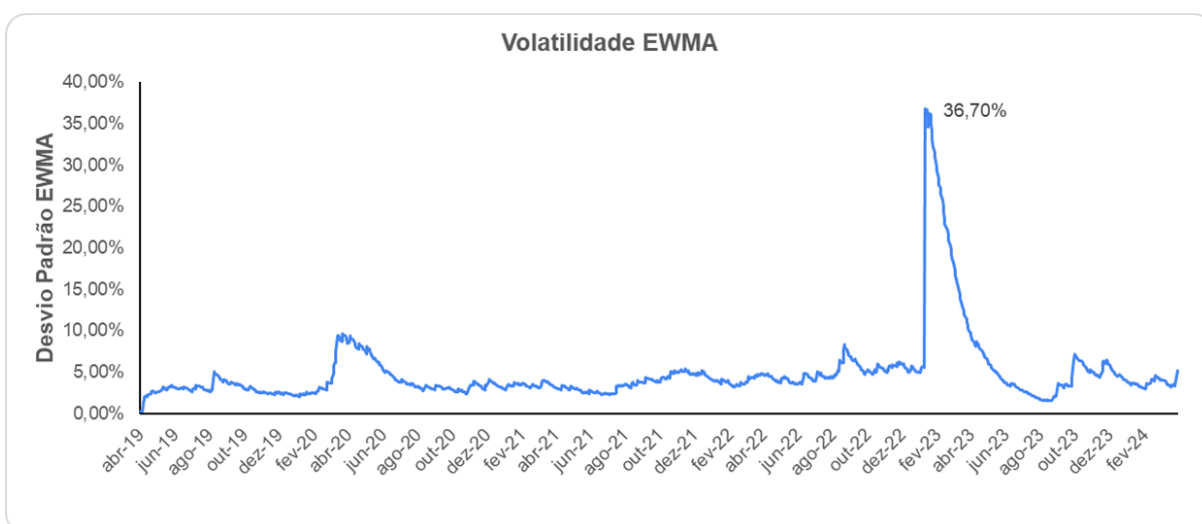
$r_{t-1} = \ln\left(\frac{P_{t-1}}{P_{t-2}}\right)$, sendo P_{t-1} e P_{t-2} a cotação da ação em $t - 1$ e $t - 2$.

λ é o fator multiplicativo, sendo $0 < \lambda < 1$.

$\sigma_{EWMA(t-1)}$ é o desvio padrão calculado pela EWMA no tempo $t - 1$.

Utilizando a equação 1 e $\lambda = 0,94$ para os dados históricos da AMER3, no intervalo de 02/04/2019 a 01/04/2024 foi possível obter o gráfico representado a seguir:

Gráfico 5 - Volatilidade AMER3 pela EWMA



A análise do gráfico 5 revela a presença de picos de volatilidade em intervalos específicos de tempo, sendo notável o ocorrido durante o primeiro trimestre de 2023, com início em 12 de janeiro do mesmo ano, um dia após a divulgação da fraude contábil da Americanas ao mercado. Como resposta imediata a esta divulgação, observou-se uma reação significativa por parte dos investidores, caracterizada por vendas massivas das ações da empresa. Tal movimento foi acompanhado por um aumento marcante na sensibilidade ao risco por parte do mercado financeiro. A combinação desses fatores resultou em uma série de oscilações rápidas e incertas nos preços das ações, amplamente evidenciadas nos dados de volatilidade calculados pelo método EWMA. Desta forma, é possível relacionar diretamente a divulgação da fraude contábil com o pico acentuado na volatilidade observado no referido período.

- **Método pelo Desvio Padrão Estatístico:**

O desvio padrão é uma medida estatística que indica o quanto os valores de um conjunto de dados estão dispersos em relação à média. Quando aplicado a uma série de dados financeiros, como os preços das ações, o desvio padrão calcula a volatilidade como a raiz quadrada da variância dos dados.

A equação utilizada para calcular o desvio padrão de uma série de dados é:

$$\text{Desvio Padrão} = \sigma_{(t)} = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (r_{t-1} - r_m)^2} \text{ (equação 2)}$$

Onde:

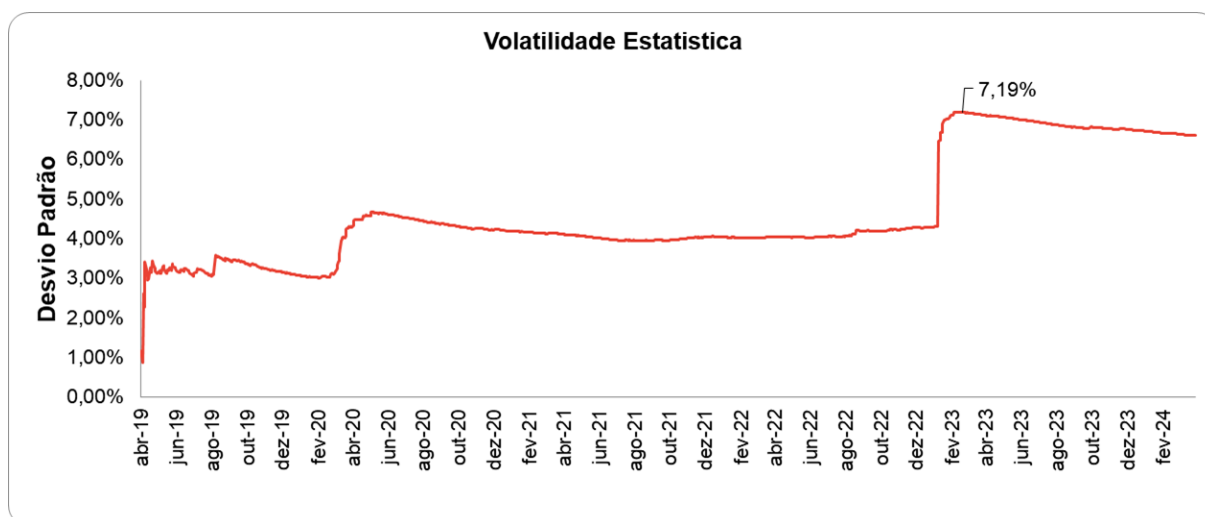
N é o número de observações

$r_{t-1} = \ln\left(\frac{P_{t-1}}{P_{t-2}}\right)$, sendo P_{t-1} e P_{t-2} a cotação da ação em $t - 1$ e $t - 2$.

r_m é a média aritmética de r_{t-1}

Utilizando a equação 2 e dados históricos da AMER3, no intervalo de 02/04/2019 a 01/04/2024 foi possível obter o seguinte gráfico:

Gráfico 6 - Volatilidade Estatística AMER3



Ao analisar o gráfico 6, nota-se que há dois picos significativos, em que o desvio padrão aumenta rapidamente e se mantém alto em relação à série histórica.

O primeiro dos picos aparece no início de 2020 e pode ser fortemente relacionado ao início da pandemia, dado que não só a ação AMER3, mas todas as ações da bolsa brasileira sofreram interferência desse enorme evento para o mercado financeiro.

O segundo pico relevante é objeto de nosso estudo no atual trabalho, pois se mostra ainda mais relevante que o pico da pandemia em tamanho e condiz justamente com a data da divulgação do primeiro fato relevante (01/2023). Em geral, é difícil relacionar movimentos no mercado acionário a eventos corporativos, mas há casos extremos em que fica óbvia a correlação, como vemos nesse caso, com um aumento significativo da volatilidade do preço da ação justamente após a divulgação do fato relevante ao mercado envolvendo a fraude. Desta forma, pode-se afirmar com um alto grau de certeza que esse movimento foi ocasionado pela fraude divulgada ao mercado, e não apenas por viés comportamental, como já mencionado anteriormente.

2.2. Análise Crédito

2.2.1. Ajustes Contábeis da Fraude

O fato relevante divulgado pela empresa em 13 de junho, além de trazer à tona os mecanismos de fraudes que eram adotados pela antiga diretoria, comunicou ao mercado os números preliminares e não auditados das inconsistências nas antigas demonstrações financeiras. Tais números foram detalhados rigorosamente no balanço de 2022 representado pela auditoria BDO.

Em suma, os mecanismos de fraude ocorriam de três formas diferentes, sendo eles: I) Contabilização indevida dos contratos de VPC (Verbas de Propaganda Cooperada), II) Contabilização indevida de risco sacado e III) Contabilização indevida de operações de capital de giro e outras despesas diversas.

2.2.2. Contabilização indevida de contratos de VPC

Segundo a própria definição de VPC apresentada pela empresa: VPCs são incentivos comerciais comuns no setor de varejo contratados entre fornecedor e varejistas com a finalidade de divulgação, incentivo ao atingimento de metas de vendas ou realização de promoções de determinados produtos, impulsionando suas vendas. Assim, por exemplo, quando um varejista realiza uma estratégia de marketing de um produto (descontos, brindes, anúncios, etc.), o

fornecedor paga uma certa quantia à varejista, atuando – na prática – como um redutor de custos registrados na conta Fornecedores (df 2022).

O que foi constatado é que a antiga diretoria teria fraudado uma série de contratos de VPCs, tais contratos não possuíam lastros financeiros (nunca receberam esse recurso dos fornecedores) e eram lançados como redutor do passivo com fornecedores, estratégia que a diretoria encontrou para mascarar os resultados operacionais ruins que a empresa vinha tendo.

Ao comentar sobre o caso, o portal de notícias *EXAME Invest* destacou o quão incomum é o lançamento desse tipo de verba na conta de fornecedores, bem como a anormalidade do volume financeiro dos VPCs se comparado com o resto da indústria varejista brasileira. “Executivos do setor ouvidos pela *EXAME Invest* explicam que essa verba costuma custear em parte ou totalmente a campanha. Esse valor é lançado como redução de despesa ou, mais comumente, lançado como receita no lucro bruto. Mas não deve ser lançada como redução da conta de fornecedores. O xis da questão é que essas verbas não chegam a 4% da receita de uma varejista. Por isso, se lançado nas contas a receber esse valor chamaria muita atenção, explica um executivo do setor varejista. Ou seja, no passivo de fornecedores, esse valor ficava mais “escondido”.

2.2.3. Contabilização indevida de risco sacado

Como bem explicado no relatório da CPI: as operações de risco, também conhecidas como “*forfait*” ou “*confirming*” consistem em uma modalidade de antecipação de recebíveis comumente utilizadas nas transações comerciais realizadas por empresas varejistas. Trata-se de operação financeira em que o sacador emite um título de crédito para efetuar um pagamento ao sacado, e o vende a um intermediário financeiro (um banco ou uma empresa de factoring, por exemplo), em troca de um pagamento antecipado, normalmente inferior ao valor nominal do título.

Na operação entre uma empresa de varejo e um fornecedor, a dinâmica ocorre da seguinte forma: o sacador é o fornecedor, que detém um título de crédito (a exemplo de uma duplicata mercantil) como instrumento de cobrança. Por seu turno, o sacado é a empresa varejista, que adquire bens ou serviços e assume o compromisso de efetuar o pagamento ao fornecedor no vencimento acordado. No risco sacado, o fornecedor promove a cessão do referido direito creditório a uma instituição financeira, que antecipa o valor do recebível ao fornecedor cedente, passando à posição de credora da operação e, consequentemente, assume, também, o risco de crédito correspondente.

Assim, são normalmente tidas como uma forma de financiamento de curto prazo, de modo a permitir a rápida obtenção de capital de giro por empresas com fluxo de caixa insuficiente ou deficitário.

Figura 5 - Ilustração Risco Sacado



Fonte: XP Investimentos

Dessa forma, como a operação de risco sacado transfere para o banco a posse da dívida, este procedimento possui natureza bancária, conforme alertado no comunicado do Ofício Circular/CVM/SNC/SEP/nº 01/2016. [...] é irregular a representação distorcida da transação, devendo prevalecer a essência econômica sobre a forma jurídica. O entendimento das áreas técnicas é o de que houve um financiamento da companhia compradora de mercadorias ou bens de capital por parte de uma instituição bancária. O passivo oneroso deve ser como tal reconhecido no balanço patrimonial e no serviço da dívida.

Na fraude, as operações de risco sacado eram lançadas erroneamente na conta de fornecedores o que fazia com que os encargos financeiros da operação decorrentes dos juros sobre o principal da dívida não fossem contabilizados no balanço. Com isso, os resultados operacionais apresentados no passado eram inflados e a alavancagem financeira da empresa (dívida líquida/ EBITDA) era artificialmente amenizada tanto por apresentar uma dívida líquida muito maior quanto por ter um EBITDA menor do que o reportado.

2.2.4. Contabilização indevida de operações de capital de giro e despesas diversas

A respeito desse ponto o fato relevante divulgado no dia 13 junho informa que: [...] Como forma de gerar o caixa necessário para a continuidade das operações das Americanas, a Diretoria anterior da Companhia contratou uma série de financiamentos nos quais a Companhia é devedora perante instituições financeiras, sem as devidas aprovações societárias, todas

inadequadamente contabilizadas no balanço patrimonial da Companhia. Em complemento, despesas diversas como folha de pagamentos e fretes eram indevidamente capitalizadas.

Vale ressaltar que os três mecanismos supracitados desencadearam cerca de dezessete ajustes nos demonstrativos financeiros da empresa, sendo necessário diversos ajustes secundários (que não estão necessariamente relacionados com o mecanismo da fraude) como despesas pela reavaliação do preço correto de ativos (*impairment*) e a baixa de imposto de renda diferido ativo. Este trabalho focalizou nos três principais ajustes e não dissertará todos os dezessete ajustes feitos pela auditoria contratada, tais informações podem ser consultadas na página 21 e 22 do da demonstração financeira de 2022.

Por fim, para esclarecimento das tabelas e gráficos que demonstram a magnitude da fraude é fundamental a compreensão de que a auditoria BDO realizou todos os ajustes ocorridos antes de 31 de dezembro de 2020 no balanço de 2021. Esse ano em específico ficou marcado pela fusão da Lojas Americanas S.A. (LASA), responsável pelo varejo físico com a empresa de varejo digital B2W. Dessa forma, em julho de 2021 o resultado da Empresa passou a refletir as duas operações combinadas, não sendo indicado, portanto, a comparação entre os resultados de 2021 (apenas 6 meses de B2W) com 2022 (12 meses de B2W)

2.2.5. Mensuração da fraude

Na tabela abaixo é possível visualizar um resumo dos impactos da fraude expressos em milhões de reais no Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE):

Tabela 2 - DRE com ajustes

Resumo Financeiro (R\$MM)	Divulgado 2021	Ajustes 2021	Reapresentado 2021
Receita Líquida	22.696	(175)	22.521
Lucro Bruto	6.762	(2.871)	3.891
Margem Bruta %	29,8%	-12,5 p.p	17,3%
SG&A ¹	(4.464)	(895)	(5.359)
Outras Despesas Operacionais Líq.	(241)	(1.694)	(1.935)
EBITDA	2.056	(5.459)	(3.403)
Depreciação e Amortização	(1.300)	213	(1.087)
Resultado Financeiro	(772)	(810)	(1.582)
IR/CSLL	560	(725)	(165)
Lucro Líquido	544	(6.781)	(6.237)
Efeitos não recorrentes ²	241	1.382	1.623
EBITDA Recorrente	2.297	(4.077)	(1.780)
Pagamento de arrendamento	(619)	-	(619)
EBITDA Recorrente (ex-IFRS 16)	1.678	(4.077)	(2.399)

¹ Sem efeito de depreciação e amortização

² Provisão para impairment

O principal ajuste no período do exercício de 2021 está relacionado com a anulação dos contratos fictícios de VPC que reduziam os custos de mercadoria vendida (CMV), superestimando o lucro bruto (Receita Líquida - CMV). Outros ajustes que chamam a atenção estão relacionados tanto ao aumento de SG&A (Despesas com vendas, gerais e administrativas) devido a reconciliação de créditos tributários e a capitalização indevida de despesas quanto ao valor ajustado pelo deságio do ativo imobilizado e intangível não reconhecido nas aquisições feita pela empresa que foram contabilizadas na linha outras despesas operacionais líquidas.

Portanto, apenas no ano corrente houve uma redução de 266% do EBITDA (R\$5,5 Bilhões), 277% do EBTIDA recorrente (R\$4,1 Bilhões) e 1247% no lucro líquido (R\$6,8 bilhões).

Para entender melhor os ajustes feitos no resultado financeiro decorrentes do risco sacado, é importante visualizar os ajustes nos passivos financeiros expressos em milhões de reais no balanço patrimonial do ano de 2021.

Tabela 3 - Balanço patrimonial com ajustes

Endividamento Consolidado - R\$ MM	Consolidado		
	Divulgado 2021	Ajustes 2021	Reapresentado 2021
Risco Sacado - Curto Prazo	-	14.171	14.171
Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo	946	10.625	11.571
Debêntures de Curto Prazo	107	2.042	2.149
Cash Flow Hedge Account	(376)	52	(324)
Endividamento de Curto Prazo	677	26.890	27.567
Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo	9.246	(9.246)	-
Debênture de Longo Prazo	2.042	(2.042)	-
Endividamento de Longo Prazo	11.288	(11.288)	-
Endividamento Bruto (1)	11.965	15.602	27.567
Disponibilidades	6.931	(81)	6.850
Contas a Receber de Cartão de Crédito	6.772	0	6.772
Disponibilidades Totais (2)	13.703	(81)	13.622
Caixa (Dívida) Líquida (2) - (1)	1.738	(15.683)	(13.945)

Com o devido reconhecimento do risco sacado e dos empréstimos de capital de giro como dívidas financeiras ao invés de passivos com fornecedores, a alavancagem da empresa aumentou expressivamente. A auditoria de forma conservadora considerou a quebra de cláusulas contratuais de todas as dívidas de longo prazo (*covenants*) reclassificando todo o endividamento no curto prazo. Destaca-se que na data de publicação deste trabalho a empresa se encontra em recuperação judicial e a quebra de *covenants* não provocará necessariamente o

reconhecimento de todas as dívidas como de curto prazo, o que prejudica uma série de credores da empresa.

Por último, além dos prejuízos para os credores, os sócios e acionistas também foram atingidos pela fraude, como pode ser visto no patrimônio líquido expressos em milhões de reais que leva em consideração o saldo de abertura em 2021 originalmente divulgado pela auditoria PwC até o saldo de 31 de dezembro contemplando todos os ajustes feitos pela auditoria BDO.

Como é possível analisar boa parte dos ajustes estão relacionados com a anulação dos contratos fictícios de VPCs, o efeito do ajuste é tão grande que quando somado com o reconhecimento de juros das operações de risco sacado chega a ser mais que duas vezes maior que o valor de saldo inicial de PL reportado pela empresa em janeiro de 2021 fazendo com que a empresa apresente um patrimônio líquido ajustado de R\$ - 12,6 bilhões

Tabela 4 - Patrimônio Líquido ajustado

Saldo em 01.01.2021 - Divulgado	9.486
Mutações Ordinárias do PL	(468)
Incorporação Acervo Líquido LASA	5.735
Ajuste VPC	(18.203)
Ajuste Juros Risco Sacado	(1.718)
Ajuste Capitalização de Despesas	(320)
Impairment	(4.324)
Ajuste Baixa de tributos diferidos	(2.155)
Ajuste Impostos a Recuperar	(378)
Demais Ajustes	(277)
Saldo em 31.12.2021 - Reapresentado	(12.621)

2.2.6. Avaliação dos balanços financeiros revisados

Para entender a situação financeira da varejista é necessário avaliar uma série de indicadores financeiros que sintetizam a situação financeira da empresa. Dessa forma, são métricas fundamentais para a determinação do quanto um determinado incremento influência nos resultados de uma empresa, e podem ser calculados pelas seguintes equações:

$$\text{Grau Alavancagem Operacional} = \frac{\text{Variação no Lucro Operacional}}{\text{Variação no Volume de Atividades}} \text{ (equação 3)}$$

$$\text{Grau de Alavancagem Financeira} = \frac{\text{Variação no Lucro Líquido}}{\text{Variação no Lucro Operacional}} \text{ (equação 4)}$$

A partir das equações, pode-se intuir o significado de cada uma dessas métricas, em que cada uma delas se refere a uma parte do Demonstrativo de Resultados.

O Grau de Alavancagem Operacional (GAO) mostra o quanto o Lucro Operacional de uma empresa varia para cada unidade de receita que se adiciona (geralmente quantificada por receita líquida ou lucro bruto). Ou seja, é uma métrica que objetiva responder à pergunta: “Se essa empresa aumentar em uma unidade seu volume de receita, qual o incremento em seu resultado operacional? ”. No DRE (Demonstrativo de Resultado do Exercício) o GAO captura a parte superior do resultado, tendo embutido em seu valor os custos e despesas operacionais, mas não financeiras.

Já o Grau de Alavancagem Financeiro (GAF) mostra o quanto o Lucro Líquido de uma empresa varia para cada unidade de Lucro Operacional que se adiciona. Ou seja, é uma métrica que objetiva responder à pergunta: “Se essa empresa aumentar em uma unidade seu lucro operacional, qual o incremento no lucro líquido? ”. No DRE, o GAF captura a parte inferior do resultado, tendo em seu valor embutido o resultado financeiro, mas não operacional.

Além dessas duas métricas isoladamente, há o Grau de Alavancagem Total (GAT), uma combinação das duas anteriores, que objetiva capturar os efeitos de ambas e leva em consideração todas as linhas do DRE.

$$GAT = GAO \times GAF = \frac{\text{Variação no Lucro Líquido}}{\text{Variação no Volume de Atividades}} \text{ (equação 5)}$$

O GAT responde à pergunta “se essa empresa faturar uma unidade a mais, qual o incremento no lucro líquido? ”, ou seja, considera em sua composição toda a estrutura do DRE, operacional e financeira.

Na tabela abaixo, pode-se ver os demonstrativos financeiros e o cálculo de GAO, GAF e GAT das Lojas Americanas em 3 exercícios diferentes momentos:

Tabela 5 - DRE, GAO, GAF e GAT das Lojas Americanas

	Consolidado		
	30/09/2023	31/12/2022	31/12/2021
Receita operacional líquida	10.293	25.808.906	22.521.175
Custo das mercadorias e serviços vendidos	-7.440	-20.785.218	-18.630.221
Lucro bruto	2.853	5.023.688	3.890.954
Receitas (Despesas) operacionais			
Vendas	-2.570	-4.855.800	-4.401.745
Gerais e administrativas	-2.438	-4.183.560	-2.044.542
Resultado de equivalência patrimonial	3	6.673	-83.812
Outras despesas operacionais líquidas	-271	-3.801.328	-1.851.377
Prejuízo operacional antes do resultado financeiro	-2.423	-7.810.327	-4.490.522
Receitas financeiras	2.787	793.876	1.202.810
Despesas financeiras	-4.973	-6.025.869	-2.785.023
Resultado financeiro	-2.186	-5.231.993	-1.582.213
Prejuízo antes do Imposto de renda e da contribuição social	-4.609	-13.042.320	-6.072.735
Imposto de renda e Contribuição Social			
Correntes		-100.877	-92.398
Diferidos		231.659	-72.229
Prejuízo do exercício	-4.611	-12.911.538	-6.237.362
Atribuível aos acionistas controladores		-12.911.538	-6.237.362
Prejuízo por ação básico e diluído	0	-14,3973	-8,3229
Grau de Alavancagem Operacional	-1,18	-0,64	-0,87
Grau de Alavancagem Financeira	0,53	0,60	0,74
Grau de Alavancagem Total	-0,62	-0,39	-0,64

Observa-se o nível de GAO muito crítico em 2023 comparado ao ano anterior, sendo que um GAO negativo indica Lucro Operacional menor que zero (prejuízo operacional), ou seja, nessas condições, quanto maior o volume de vendas da companhia, maior seria seu prejuízo operacional, segundo o indicador.

Olhando para o GAF, também houve uma redução durante os 3 anos analisados, o que indica uma menor eficiência na gestão financeira e altos gastos com pagamento de juros, impacto do aumento no endividamento da companhia durante o período.

O GAT nada mais é do que consequência das duas métricas já apresentadas e mostra que a companhia, durante o período analisado, se manteve em péssimas condições de eficiência operacional/financeira tendo em todos os anos GAT negativo.

Para analisar o balanço financeiro iremos focar no endividamento da empresa bem como na relação entre ativos e passivos da empresa que são melhor traduzidos nos indicadores de liquidez.

Para avaliar o endividamento da empresa analisaremos a alavancagem financeira traduzida pela Dívida Líquida/EBITDA: A relação dívida líquida/EBITDA é um indicador financeiro que avalia a capacidade de uma empresa de pagar suas dívidas em relação à sua geração de caixa. A dívida líquida é calculada subtraindo-se o valor total das dívidas do valor total dos ativos líquidos. Já o EBITDA (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) é uma medida do desempenho operacional da empresa. Ao dividir a dívida líquida pelo EBITDA, obtemos uma métrica que indica quantos anos a empresa levaria para pagar suas dívidas com o seu lucro operacional. Quanto menor for esse índice, melhor, pois indica uma menor dependência da empresa em relação ao financiamento de suas operações.

$$\text{Alavancagem} = \frac{\text{Dívida Total} - \text{Caixa}}{\text{Ebitda}} \text{ (equação 6)}$$

Em relação a liquidez existem dois tipos de liquidez que serão analisadas a primeira é a liquidez total que é uma medida da capacidade de uma empresa de cumprir suas obrigações de curto prazo utilizando todos os seus ativos líquidos, incluindo tanto os ativos circulantes (que podem ser convertidos em dinheiro dentro de um ano) quanto os ativos não circulantes (que normalmente não podem ser convertidos rapidamente). Essa métrica é calculada dividindo-se o total de ativos líquidos pelo total de passivos. Uma liquidez total superior a 1 indica que a empresa possui ativos líquidos suficientes para cobrir todas as suas obrigações de curto prazo. É importante notar que um alto índice de liquidez total pode indicar subutilização de ativos, enquanto um índice muito baixo pode sinalizar problemas de solvência.

$$\text{Liquidez total} = \frac{\text{Ativo Total}}{\text{Passivo Total}} \text{ (equação 7)}$$

O segundo indicador que será analisado é liquidez corrente que é uma medida da capacidade de uma empresa de cumprir suas obrigações de curto prazo utilizando apenas seus ativos circulantes, ou seja, aqueles que podem ser convertidos em dinheiro dentro de um ano. Essa métrica é calculada dividindo-se o total de ativos circulantes pelo total de passivos circulantes. Um índice de liquidez corrente superior a 1 indica que a empresa possui ativos circulantes suficientes para cobrir suas obrigações de curto prazo. No entanto, assim como com

a liquidez total, é importante considerar o contexto operacional da empresa ao interpretar esse indicador, pois uma liquidez corrente muito alta pode indicar uma má alocação de recursos, enquanto uma liquidez corrente muito baixa pode sugerir problemas de fluxo de caixa.

$$\text{Liquidez corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \text{ (equação 8)}$$

Os resultados analisados podem e o balanço patrimonial podem ser vistos na figura abaixo:

Tabela 6 - Balanço patrimonial das Lojas Americanas

<u>PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO</u>	30/09/2023	31/12/2022	31/12/2021
CIRCULANTE			
Fornecedores	5.486	6.665.065	10.970.297
Risco Sacado	15.902	15.909.739	14.171.071
Empréstimos e financiamentos	15.589	17.386.208	11.570.971
Contas a pagar - Partes relacionadas	19	16.114	11.678
Debêntures	6.881	5.363.316	2.148.711
Salários, provisões e contribuições sociais	326	295.727	305.795
Contas a pagar - Combinação de negócios	369	51.072	41.761
Tributos a recolher	1.091	1.183.022	638.287
Imposto de renda e contribuição social	-	8.891	7.761
Dividendos e participações propostos		-	508.306
Provisão para processos judiciais e contingências		193.519	125.085
Adiantamento recebido de clientes	509	1.056.216	720.087
Passivo de arrendamento	460	507.501	635.320
Outros passivos circulantes	679	1.302.685	1.157.985
Total do passivo circulante	47.311	49.939.075	43.013.115
NÃO CIRCULANTE			
Provisão para processos judiciais e contingências	2.044	1.779.873	767.079
Contas a pagar - Combinação de negócios	-	322.329	351.180
Passivo de arrendamento	4.678	5.620.708	5.851.128
Provisão para perdas em investimentos	-	-	-
Outros passivos não circulantes	318	296.896	157.573
Total do passivo não circulante	7.040	8.019.806	7.126.960
PATRIMÔNIO LÍQUIDO			
Capital social	15.430	15.430.437	14.882.609
Adiantamento para futuro aumento de capital	1	820	-
Reservas de capital	115	146.947	262.470
Reservas de lucros	-1.276	-	1.212.941
Outros resultados abrangentes		-1.401.090	-347.320
Ações em tesouraria		-203	-227.604
Prejuízos acumulados	-45.455	-40.843.532	-28.404.997
Total do patrimônio líquido	-31.185	-26.666.621	-12.621.901
TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	23.166	31.292.260	37.518.174

		Consolidado		
ATIVO	Nota	30/09/2023	31/12/2022	31/12/2021
				Reapresentado f
CIRCULANTE				
Caixa e equivalentes de caixa	7	1.232	2.477.168	2.626.157
Títulos e valores mobiliários	8	2.326	3.595.767	4.224.180
Contas a receber de clientes	9	2.011	5.469.816	7.005.181
Contas a receber - Partes relacionadas	13 -		286 -	
Estoques	10	2.411	3.700.280	5.303.972
Impostos a recuperar	11	1.485	1.666.528	1.112.141
Despesas antecipadas		110	63.653	85.315
Outros ativos circulantes		914	75.214	414.569
Total do ativo circulante		10.489	17.048.712	20.771.515
NÃO CIRCULANTE				
Títulos e valores mobiliários	8	8	43.547	73.345
Impostos a recuperar	11	3.468	3.794.158	4.078.196
Depósitos judiciais	24 (a)	610	551.227	348.050
Contas a receber - Partes relacionadas	13	13	13.832 -	
Contas a receber de acionistas - Plano de subscrição de ações			9.142	7.990
Outros ativos não circulantes		51	26.373	24.579
Investimentos	14	594	535.024	8.558
Imobilizado	15	2.799	2.952.864	2.671.189
Intangível	16	900	958.577	3.694.433
Ativo de direito de uso	17	4.234	5.358.804	5.840.319
Total do ativo não circulante		12.677	14.243.548	16.746.659
TOTAL DO ATIVO		23.166	31.292.260	37.518.174
Dívida líquida / EBTIDA				
		-15,84	-4,95	-6,21
Liquidez Total		0,43	0,54	0,75
Liquidez Concorrente		0,22	0,34	0,48

Em relação à alavancagem financeira percebemos EBITDA negativo em todos os anos o que faz o indicador ser negativo também, além disso é visível um aumento no módulo do indicador que indica um aumento significativo das dívidas da empresa em relação a capacidade de geração de caixa. Em suma, do ponto de vista de endividamento financeiro a empresa, ano após ano está mais longe de conseguir honrar suas obrigações financeiras.

Já na liquidez total houve uma diminuição ao longo dos anos. Em 2021, o índice era de 0,75, mas esse valor caiu para 0,54 em 2022 e para 0,43 em 2023. Essa queda pode sugerir uma diminuição na capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de curto prazo usando todos os seus ativos líquidos. Assim como a liquidez total, a liquidez corrente também mostrou uma tendência de queda ao longo dos anos. Em 2021, o índice era de 0,48 mas esse valor caiu para 0,34 em 2022 e para 0,22 em 2023. Isso sugere uma redução na capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de curto prazo usando apenas seus ativos circulantes.

2.2.7. Volatilidade

Com o intuito de mensurar o impacto no mercado de crédito privado, pretende-se avaliar o desempenho do Idex-CDI Geral. Tal índice foi criado pela gestora de investimentos JGP em 2017 e leva em consideração debêntures líquidas e indexadas ao CDI (em CDI+ e % CDI). Além

desta característica, algumas outras devem ser atendidas para a seleção da amostragem de debêntures que irão compor o índice, sendo elas:

- Spread de compra e venda em mais de 70% dos dias dos últimos 2 meses no call diário das corretoras de referência
- Prazo de vencimento superior a 2 meses
- Não conversíveis
- Tributação diferenciada (ex: isenção de IR) não podem integrar o índice
- Volume nominal da emissão acima de R\$100 milhões

A metodologia de ponderação de cada índice é baseada no valor de mercado dos ativos. No primeiro dia útil de cada mês, o índice é rebalanceado com as debêntures selecionadas para a amostra conforme definido no item anterior. Essa amostra é utilizada durante todo o mês. O peso de cada debênture i no índice na data t , (w_t^i), é determinado pelo valor total de mercado de cada uma das emissões, de acordo com:

$$w_t^i = \frac{q_t^i * PU_t^I}{\sum_{j=1}^{n_t} q_t^j * PU_t^I} \quad (\text{equação 9})$$

Onde:

- q_t^i é a quantidade de papéis da debênture i na data t disponíveis no mercado
- PU_t^i é o preço de mercado da debênture em t
- n_t é o número total de debêntures da amostra na data t .

O Idex-CDI JGP é um índice de retorno total calculado com o peso de cada debênture na amostra (w_t^i) variando mensalmente. O número índice na data T é definido por:

$$I_{T,0} = \prod_{t=1}^T I_{t,t-1} \quad (\text{equação 10})$$

O valor inicial do índice ($I_{0,0}$) foi fixado em 1 no dia 1 de agosto de 2017. $I_{t,t-1}$ é a variação percentual do índice entre a data t e a data anterior ($t - 1$), sendo a média ponderada das variações percentuais de preço das debêntures da amostra, como a seguir:

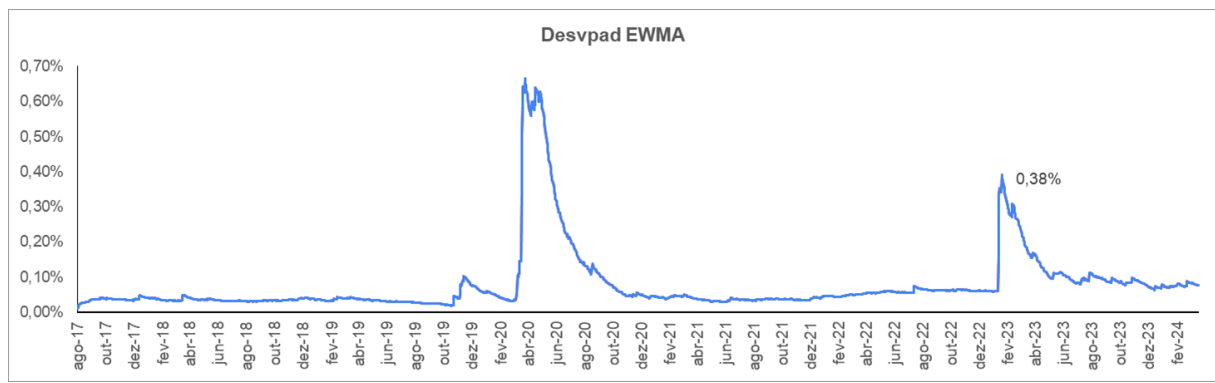
$$I_{t,t-1} = \sum_{i=1}^{n_t} w_t^i \left(\frac{\Delta PU_t^I}{PU_{t-1}^I} + 1 \right) \text{ (equação 11)}$$

Onde:

- ΔPU_t^I é a variação diária de preço na data t a partir da menor taxa de compra.

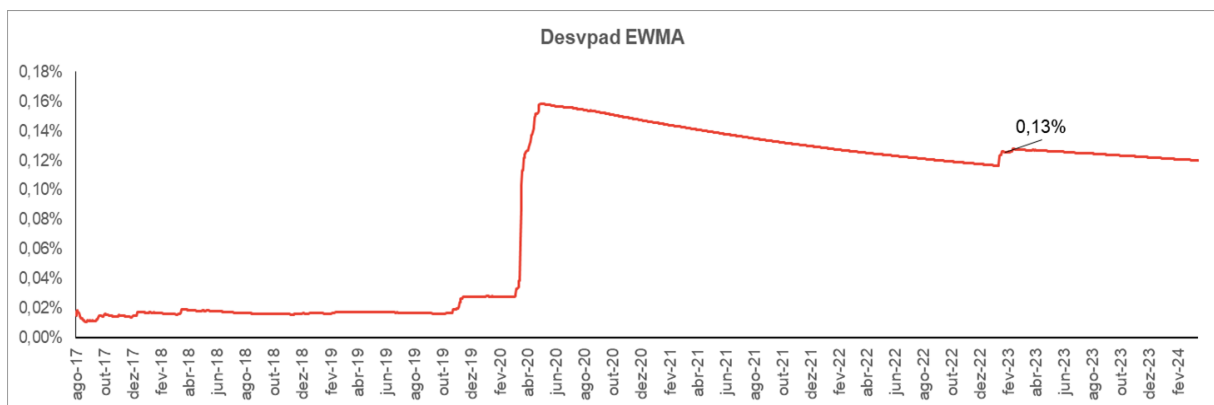
Utilizando a equação 1, porém com $r_{t-1} = \ln\left(\frac{I_{t,t-1}}{I_{t,t-2}}\right)$, calculou-se a volatilidade pelo método EWMA do Idex-CDI Geral, obtendo o gráfico representado pelo Gráfico 7.

Gráfico 7 - Volatilidade EWMA Idex-CDI Geral



Utilizou-se, também, o desvio padrão estatístico para calcular a volatilidade do Idex-CDI Geral. Para tanto, utilizou-se a equação 2 com $r_{t-1} = \ln\left(\frac{I_{t,t-1}}{I_{t,t-2}}\right)$ e obteve-se o gráfico representado pelo Gráfico 8.

Gráfico 8: Volatilidade Estatística Idex-CDI Geral



Pelos gráficos 7 e 8, é possível observar que os índices estavam mantendo-se estáveis - exceto no início da pandemia - até a data de 11 de janeiro de 2023. Esta data coincide com o aumento da volatilidade do Index-CDI Geral destacado na figura.

O aumento do spread dos títulos de crédito privado é reflexo de uma maior aversão ao risco por parte dos investidores, isto é, existia uma maior preocupação crescente em relação à capacidade de empresas ou instituições emissoras de títulos privados de cumprir suas obrigações. Para isso, o mercado exige uma compensação maior para investir nesses títulos.

Desta forma, como o índice representa uma carteira de títulos de crédito privados, a diminuição abrupta na rentabilidade do Index reflete consequentemente em um aumento rápido dos spreads do papel. Com a volatilidade é possível observar a assimetria desse movimento em relação ao histórico de rentabilidade da carteira do Index-CDI Geral que mantinha volatilidade constante até o evento da fraude ser divulgado.

3. Conclusão

A fraude contábil da Americanas teve impactos significativos no mercado financeiro, influenciando tanto o setor de *equity* quanto o de crédito. A manipulação dos dados contábeis e a divulgação de informações distorcidas abalaram a confiança dos investidores e credores na empresa, gerando repercussões de longo alcance.

Os mecanismos fraudulentos, como a contabilização indevida dos contratos de VPC, dos riscos sacados e das operações de capital de giro, distorceram os resultados financeiros e operacionais, criando uma percepção equivocada quanto à estabilidade financeira da empresa. Como discutido ao longo do trabalho, os efeitos da camuflagem dos indicadores financeiros da empresa não só prejudicaram grandes bancos e credores que tiveram o risco de crédito mal precificado ocasionando o não pagamento de fluxos acordados tanto da dívida direta quanto das debêntures, mas também lesaram uma cadeia extensa de fornecedores de todos os tamanhos que concediam mercadorias e prazos de pagamentos baseados em uma falsa imagem da varejista.

Isso provocou oscilações acentuadas no valor das ações da companhia, como bem foi visto pelas análises de volatilidade da AMER3 que revelaram que o momento da divulgação da fraude foi marcado por um pico significativo na volatilidade do valor das ações. Apesar de figuras conhecidas no mercado brasileiro possuírem o *equity* da empresa, o evento destacou a sensibilidade do mercado às informações relacionadas à fraude, evidenciando a importância da transparência e da confiança para os investidores em todas as classes de ativos.

Além disso, o impacto no mercado de crédito foi igualmente pronunciado. O aumento do *spread* dos títulos de crédito privado reflete a maior aversão ao risco por parte dos investidores, que passaram a exigir uma compensação maior para investir nesses títulos. Tal cenário prejudicou não apenas os fundos de investimentos, tesourarias e pessoas físicas que possuíam os títulos e tiveram a rentabilidade de suas carteiras comprometidas como também atrapalhou que outras empresas conseguissem se financiar, haja visto que os *spreads* exigidos à época eram altos em relação às janelas anteriores mais próximas.

Esta preocupação crescente em relação à capacidade das empresas emitentes de títulos privados de honrar suas obrigações foi claramente demonstrada pelo índice Idex-CDI Geral, o qual apresentou picos de volatilidade no índice logo após a divulgação da fraude ao mercado. A volatilidade gerada por esses fenômenos ainda não voltou aos patamares anteriores, tamanho o impacto do evento.

Assim, fica claro que a confiança dos investidores e credores é crucial para a estabilidade do mercado financeiro. A integridade e transparência empresarial são fundamentais em um mundo onde as possibilidades de investimentos são inúmeras e a liquidez dos ativos é cada vez maior, fazendo com que a percepção dos investidores impacte diretamente nos resultados. Restaurar essa confiança exige a implementação de medidas corretivas sólidas, em conjunto com práticas de governança transparentes que promovam a estabilidade e confiança necessárias para o mercado financeiro.

Até a data de publicação deste trabalho a empresa segue com um plano de recuperação judicial aprovado e com aporte por parte dos acionistas acordado para que o plano funcione.

4. Referências

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 584p.

ASSOCIATION OF CERTIFIED FRAUD EXAMINERS. **Fraud Examiners Manual**. Austin, TX: ACFE, 2012. 1.923p.

BASE DE DADOS. **Idex-CDI Geral**. Disponível em: <https://idex.jgp.com.br/idex-cdi-geral/>. Acesso em: 25 de novembro de 2023.

BASE DE DADOS. **Idex-CDI Core**. Disponível em: <https://idex.jgp.com.br/idex-cdi-core/>. Acesso em: 25 de novembro de 2023.

BASE DE DADOS. **Idex-CDI Low Rated**. Disponível em: <https://idex.jgp.com.br/idex-cdi-low-rated/>. Acesso em: 25 de novembro de 2023.

BARMASH, I. A **Kresge**: McCrory reunion. NYTIMES, New York, 4 abr. 1987. Acesso em: 21 nov. 2012.

BERGAMINI JR., S. **Controles internos como um instrumento de governança corporativa**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 149-188, 2005.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. 2. ed. New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1965.

BORBA, B. E. **Tributação e comércio internacional: a importação no caso Daslu**. Revista Caderno de Relações Internacionais, v. 4, n. 7, p. 35-53, 2013.

CANECA, R. L.; RIBEIRO FILHO, J. F.; ALBUQUERQUE, J. H. M. **Uma análise do caso da Avestruz Master sob a perspectiva da teoria dos simulacros e hiper-realidade de Baudrillard**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2007, São Paulo. Anais... São Paulo: USP, 2007. Acesso em: 22 ago. 2012.

COMDINHEIRO. Disponível em: <https://www.comdinheiro.com.br/>. Acesso em: 01 de dezembro de 2023.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/79a03f7e-0215-e012-08d0-92bf2881295b?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/ea1c0d9b-d77d-a9dd-7169-cb14b4e9448a?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/bb066b28-fc26-2036-c0db-2a0c15f05c4a?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/d1784295-8297-1fd2-5d2f-d79aad5312de?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/0a73775c-100a-3017-0b18-5575eff6263e?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/0907e63f-0d3e-3ce5-8c64-9b99c2b75ce2?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/f1938748-2e19-0dce-1fee-f64179b0dbf4?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/7e6e5248-1102-4624-35fc-3b62b44bd39d?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/621c5f95-5804-42bf-2b83-1663fd554182?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/fe614e9a-4084-a347-0dba-647c248a9e72?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/20a78765-c474-e824-c827-5a2630a599b8?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/3fe12a18-45ac-261f-cbcd-9c4001a5479d?origin=1>.

FATO RELEVANTE. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/2f670ca3-c93c-6de3-9d6c-a89990fb4328?origin=1>.

FERREIRA, D. **Opções Financeiras** – Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem, 2º Edição, Edições Sílabo, Lisboa, 2005, pp. 351-438.

RELATÓRIO FINAL DA COMISSÃO PARLAMENTAR DE INQUÉRITO DAS LOJAS AMERICANAS. Domínio público. Tradingview. Disponível em: <https://br.tradingview.com/>. Acesso em: 05 de dezembro de 2023

XPI. **Tudo sobre a recuperação judicial Americanas S.A.** Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/renda-fixa/relatorios/tudo-sobre-a-recuperacao-judicial-americanas-s-a/>.