
O CASO AMERICANAS: ANÁLISE DA FRAUDE SOB A ÓTICA DA TEORIA DA AGÊNCIA

THE AMERICANAS CASE: ANALYSIS OF FRAUD FROM THE PERSPECTIVE OF AGENCY THEORY

Danilo de Sousa Araujo

Mestrando em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia, UFU;
Endereço: Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Ciências Contábeis. Av. João Naves de Ávila, 2.121 - Campus Santa Mônica - Bloco F, Santa Mônica, CEP 38400902 - Uberlândia, MG – Brasil;
Telefone: (34) 32394176
E-mail: daniloaraujo.unb@gmail.com

Marcos Paulo Tavares Bazet

Mestrando em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia, UFU;
Endereço: Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Ciências Contábeis. Av. João Naves de Ávila, 2.121 - Campus Santa Mônica - Bloco F, Santa Mônica, CEP 38400902 - Uberlândia, MG – Brasil;
Telefone: (34) 32394176
E-mail: marcos.bazet@ufu.br

Recebido: 29/01/2024 Aprovado: 20/02/2024
Publicado: 20/04/2024

Giancarlo Fernandes Soares

Doutorando em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia, UFU;
Endereço: Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Ciências Contábeis. Av. João Naves de Ávila, 2.121 - Campus Santa Mônica - Bloco F, Santa Mônica, CEP 38400902 - Uberlândia, MG – Brasil;
Telefone: (34) 32394176
E-mail: giancarlo.soares@ufu.br

Gilberto José Miranda

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo, FEA/USP;
Endereço: Universidade Federal de Uberlândia, Faculdade de Ciências Contábeis. Av. João Naves de Ávila, 2.121 - Campus Santa Mônica - Bloco F, Santa Mônica, CEP 38400902 - Uberlândia, MG – Brasil;
Telefone: (34) 32394176
E-mail: gilbertojm@ufu.br

RESUMO

O presente artigo teve como objetivo analisar os indicadores econômico-financeiros e os fatos relevantes da Americanas S/A, para verificar indícios de fraude sob a ótica da Teoria da Agência. Além disso, foram analisadas notícias relacionadas ao caso, bem como as operações de Risco Sacado na legislação contábil e na literatura. A empresa, consolidada no setor varejista, enfrenta desafios recentes decorrentes da pandemia e dos escândalos descobertos em 2023. Nesse cenário, o estudo dos indicadores financeiros trimestrais pode mostrar padrões e tendências em aspectos como estrutura de capital, liquidez, prazos médios e EBITDA. Ademais, o fato relevante divulgado em 13 de junho de 2023 indica a ocorrência de fraudes contábeis, que não se restringem à indevida contabilização de operações de Risco Sacado. Tais revelações evidenciam que o caso das Americanas vai além de meras "inconsistências contábeis" e se configura como uma fraude. Para atingir o objetivo proposto por este estudo, foram coletadas, na plataforma Economatica®, as demonstrações contábeis e os indicadores financeiros trimestrais da Americanas de 2010 a 2022. Ademais, buscou-se

documentos oficiais no site da empresa, bem como notícias na mídia. Os achados em relação ao risco sacado/fraude e à teoria da agência apontam para a importância de fortalecer os mecanismos de governança corporativa, implementar controles internos robustos e estabelecer incentivos adequados para prevenir e detectar fraudes.

Palavras-chave: Americanas. Fraudes contábeis. Indicadores financeiros. Teoria da Agência.

ABSTRACT

This study aims to analyze the economic and financial indicators and relevant facts of Americanas S/A, to verify fraud evidence from the perspective of the Agency Theory. In addition, news related to the case was analyzed, as well as the operations of Risk Drawer in accounting legislation and in the literature. The company, consolidated in the retail sector, faces recent challenges resulting from the pandemic and the scandals discovered in 2023. In this scenario, the study of quarterly financial indicators can reveal patterns and trends in aspects such as capital structure, liquidity, average terms and EBITDA. Furthermore, the relevant fact disclosed on June 13, 2023, indicates the occurrence of accounting fraud, which is not limited to the improper accounting of Risk Drawer operations. Such revelations show that the Americanas case goes beyond mere "accounting inconsistencies" and constitutes fraud. In order to achieve the objective proposed by this study, the accounting statements and quarterly financial indicators of Americanas from 2010 to 2022 were collected on the Economatica® platform. In addition, official documents were searched on the company's website, as well as news in the media. The findings regarding drawee/fraud risk and agency theory point to the importance of strengthening corporate governance mechanisms, implementing robust internal controls, and establishing adequate incentives to prevent and detect fraud.

Keywords: Americanas. Accounting fraud. Financial indicators; Drawee risk. Agency Theory.

1 INTRODUÇÃO

A Americanas Sociedade Anônima (S.A) é uma holding brasileira consolidada no setor varejista e atacadista, fundada por John Lee, Glen Matson, James Marshall e Batson Borger em 1929, na cidade de Niterói (RJ). Sua sede está localizada no Rio de Janeiro e possui filiais em todos os estados brasileiros, além do Distrito Federal, contando com 952 lojas físicas e um aplicativo de compras on-line. Atuando como uma empresa de capital aberto, a Americanas oferece uma ampla variedade de produtos (AMERICANAS, 2023). Recentemente a empresa vem enfrentando problemas como os resquícios dos efeitos da Pandemia do Covid-19 e alguns fatos relevantes que ocorreram.

Em 2020, o surgimento da pandemia do Coronavírus (Sars-Covid19) causou não apenas uma crise de inquietação no sistema de saúde, mas também impactou de maneira relevante a economia nacional e global (PREISS *et al.*, 2020). A velocidade e o impacto da disseminação da Covid-19 em todo o mundo foram acelerados devido à globalização. Como resultado, os efeitos da pandemia atingiram uma escala global de forma rápida assim que os primeiros casos foram identificados em Wuhan, província de Hubei, na China.

Além dos efeitos da pandemia, no dia 11 de janeiro de 2023 a empresa enfrentou um evento relevante que abalou o mercado. Foram notificadas incoerências nos lançamentos contábeis, resultando em cerca de R\$20 bilhões em dívidas não registradas no balanço patrimonial. Além disso, houve a renúncia do Diretor Executivo (CEO) e do Responsável pelas Relações com Investidores (RI). No dia seguinte, o valor das ações da empresa despencou impressionantes 77,3% na bolsa de valores, gerando uma perda de aproximadamente R\$8,4 bilhões em apenas um dia. Além disso, há preocupações quanto à inadimplência de cerca de 16,3 mil credores, com a empresa desviando aproximadamente R\$43 bilhões (AMERICANAS, 2023).

No dia 13 de junho de 2023, a Americanas S.A., em recuperação judicial, emitiu um relatório preliminar que indica fraudes nas finanças da empresa ocorridas na gestão anterior. O relatório indica a criação artificial de contratos de Verba de Propaganda Cooperada (VPC) e instrumentos similares, além de incentivos comerciais comumente usados no setor varejista, com a finalidade legal de reduzir os custos e melhorar os resultados operacionais da empresa. No entanto, os incentivos foram criados artificialmente sem a contratação efetiva de fornecedores. Além disso, foi contratada uma série de financiamentos, sem as devidas aprovações societárias, como forma de gerar o capital necessário para manter as operações da empresa em andamento. O relatório também menciona a participação de ex-diretores e ex-executivos na fraude (AMERICANAS, 2023).

As fraudes contábeis, conforme destacado por Rezaee (2005), são uma preocupação relevante nos campos da contabilidade e auditoria. Diversos estudos têm se dedicado a investigar e compreender essas práticas, como o trabalho de Miquelino, Campos e Marcelino (2021), que trata de fraude na profissão contábil, e outros que abordam o tema.

Bermeo-Giraldo *et al.* (2021), por exemplo, realizaram uma análise abrangente da evolução da produção científica sobre fraudes contábeis, abrangendo o período de 1978 a 2019. Identificaram 246 publicações e 394 autores, apontando tendências temáticas que abrangem administração, auditoria, governança corporativa, corrupção e risco. Suas conclusões oferecem perspectivas para direções futuras de pesquisa nesse campo específico.

Explorando o potencial do aprendizado de máquina na detecção de fraudes contábeis em empresas listadas na China, A-Share, Rahman e Zhu (2023) empregaram algoritmos de aprendizado de conjunto desequilibrados. Comparando a eficácia de diferentes classificadores, os autores evidenciaram que modelos de conjunto, especialmente CUSBoost e RUSBoost, superaram a regressão logística, ressaltando a contribuição da inteligência artificial nesse domínio.

Montesdeoca, Medina e Santana (2019), por sua vez, focaram nas tendências de pesquisa em fraudes contábeis no século XXI, com ênfase nas implicações pós-escândalos financeiros. Os pesquisadores ressaltaram a importância da governança corporativa responsável, boas práticas contábeis e características psicológicas dos gestores na minimização do custo social das fraudes contábeis.

Sadaf *et al.* (2018) examinaram como fatores globais como governança mundial, competitividade global e contextos institucionais influenciaram casos de fraudes contábeis. O modelo de regressão linear adotado sugere que a corrupção controlada e a estabilidade política têm o seu papel na redução de casos de fraude, sublinhando a importância da detecção de fraudes nas políticas de governança para o desenvolvimento sustentável e redução de riscos.

Utilizando técnicas de análise de texto em rede, Yu e Rha (2021) examinaram as tendências de pesquisa em fraudes contábeis, identificando áreas-chave como técnicas de detecção de fraudes, remuneração executiva, processos de auditoria, contabilidade forense e governança corporativa. A análise de autoria aponta os principais contribuintes para a literatura sobre fraudes contábeis.

Fadilah *et al.* (2019) investigaram a influência das habilidades de contabilidade forense na capacidade dos auditores externos de detectar fraudes. O estudo identificou habilidades importantes, incluindo auditoria, habilidades de comunicação, habilidades psicológicas, criminológicas e relacionadas à tecnologia da informação, ressaltando que algumas habilidades se mostram mais benéficas após a detecção de fraudes.

Sakawa e Watanabel (2022) exploraram a eficácia do monitoramento pelo banco principal na redução de fraudes contábeis em empresas japonesas. Os resultados indicaram que relações sólidas com o banco principal são úteis na redução de fraudes, sugerindo a eficácia do monitoramento delegado. O estudo ponderou que grandes empresas de auditoria não necessariamente impedem fraudes, apontando os bancos principais como possíveis substitutos nesse papel.

Por fim, Antonelli *et al.* (2021) lançaram uma perspectiva histórica ao examinar fraudes e incompetência nos Estados Pontifícios durante o período de 1831 a 1859. O estudo observou que o

desperdício e a contabilidade deficiente resultaram de fraudes e incompetência organizacional, utilizando os Estados Pontifícios como um escudo para tais práticas. Essa análise histórica contribui para a compreensão das implicações políticas e religiosas das fraudes contábeis.

A fraude contábil na Enron, por exemplo, é um dos casos mais conhecidos da história corporativa. Conforme Fox (2003), a fraude envolveu práticas contábeis questionáveis, como a criação de entidades jurídicas complexas, uso de transações especiais para manipular resultados financeiros e ocultação de dívidas significativas. Fraudes como essa sinalizam a falta de governança corporativa e a conivência dos auditores externos como fatores-chave que permitiram a ocorrência dessa fraude, segundo Fox (2003). Estudos sobre acontecimentos como a fraude na Enron motivam a criação de novas leis, como a Sarbanes-Oxley, e fornecem bases relevantes para se identificar novos casos semelhantes.

Diante do exposto, a seguinte questão surge: **O que revelam os indicadores econômico-financeiros e os fatos relevantes da Americanas, sobre indícios de fraude em 2023, à luz da Teoria da Agência?** Para responder a essa pergunta, o presente artigo teve como objetivo analisar os indicadores econômico-financeiros e os fatos relevantes da Americanas, para verificar indícios de fraude, sob a ótica da Teoria da Agência.

Busca-se entender as razões que ocasionaram a eclosão do escândalo na Americanas, procurando contribuir com o debate sobre a prevenção de acontecimentos semelhantes relacionados a fraudes e manipulação de resultados. Além dessas contribuições práticas, espera-se também trazer contribuições a respeito dos pressupostos teóricos da Teoria da Agência aplicados a casos de fraude como esse em estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Agência

A teoria do agenciamento, também conhecida como Teoria da Agência, tem aplicação multidisciplinar e oferece a possibilidade de ser aplicada em diversos campos do conhecimento abrangendo relações sociais e interorganizacionais (PANDA; LEEPSA, 2017). Ela descreve um tipo de relacionamento econômico que envolve dois atores: um é chamado de principal e outro é chamado de agente (MARQUES; OGASAVARA; TUROLLA, 2022). Segundo Hendriksen e Van Breda (1999), o proprietário é chamado de principal e o administrador de agente. O agente possui uma série de opções de comportamentos disponíveis, e suas ações têm um impacto no bem-estar das partes envolvidas, porém são de difícil observação por parte do principal.

Quando a empresa ainda é de pequeno porte, o proprietário tem o controle total sobre sua administração (NASCIMENTO; REGINATO, 2008). Entretanto, quando ela cresce e seu desempenho fica mais complexo, é necessário o auxílio de administradores que serão remunerados para uma melhor gestão do desempenho da organização. No caso da Americanas, o CEO e o RI que pediram demissão se encaixam no papel de agentes dessa teoria. Os proprietários são responsáveis por avaliar as informações, enquanto os agentes são encarregados de tomar decisões (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

É responsabilidade do principal escolher um sistema de informação utilizado pelos administradores para registrar as informações e esse sistema deve ser capaz de direcionar os tomadores de decisões a optarem pelas melhores alternativas sob a perspectiva do principal (ROCHA; NASCIMENTO; PEREIRA; BEZERRA, 2010). Então, os membros (principal e agente) são impulsionados por seus próprios interesses, daí surge a teoria da agência para explicar a relação entre eles.

Com isso, a teoria da agência é caracterizada como um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata outra pessoa (o agente) para executar um serviço em seu nome, delegando certa autoridade ao agente para tomar decisões (JENSEN; MECKLING, 2019). Para diminuir as divergências de interesse, o principal pode estabelecer incentivos apropriados para o agente e realizar um monitoramento constante, mesmo que isso envolva custos para limitar a atividade do agente.

Para Martinez (1998), além de identificar os problemas existentes, a Teoria da Agência também propõe a substituição para garantir a elaboração de contratos de forma a torná-los o mais eficiente possível na resolução desses problemas. E como o funcionamento da organização flui através de contratos, tendo cada um o seu próprio interesse, o bom funcionamento da empresa está condicionado ao equilíbrio contratual estabelecido (LOPES; MARTINS, 2007).

A literatura organizacional enfatiza a atuação do acionista ou proprietário como principal, enquanto o gerente atua como agente, administrando o negócio em nome dos proprietários (MARTINEZ, 1998). Essa relação principal-agente pode ser aplicada em várias situações, conforme demonstrado no Quadro 1.

Quadro 1 - Relações entre Principal e Agente

Relações Principal – Agente	O que o Principal espera do Agente?
(a) Acionistas – Gerentes	Gerentes maximizem a riqueza do Acionista (ou o valor das ações)
(b) Credores – Gerentes	Gerentes assegurem o cumprimento dos contratos de financiamento
(c) Acionistas – Auditores Externos	Auditores Externos atestem a validade das demonstrações financeiras (foco na rentabilidade e na eficiência)
(d) Governo – Gerentes	Gerentes assegurem o cumprimento das obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias da Empresa
(e) Credores – Auditores Externos	Auditores Externos atestem a validade das demonstrações financeiras (foco na liquidez e no endividamento)
(f) Gerentes – Fornecedores	Fornecedores supram as necessidades de materiais dos Gerentes no momento necessário, nas quantidades requisitadas.

Fonte: Adaptado de Martinez (1998).

Nesse contexto, as relações principal-agente apresentam desafios significativos ao principal, envolvendo o monitoramento das atividades do agente. Essas questões são agravadas pelo cenário de Perigo Moral e Seleção Adversa (MARTINEZ, 1998).

Martinez (1998) identifica quatro momentos críticos (problemas de agência) que requerem atenção especial, com possíveis contribuições da contabilidade para resolvê-los:

- i. Problemas na Criação: Como estabelecer um contrato eficiente na relação principal- agente para garantir que o agente atue em benefício do principal. A contabilidade pode ajudar a definir a compensação futura do agente de forma mais coerente.
- ii. Problemas do Controle: Encontrar mecanismos para monitorar o desempenho do agente e garantir que os interesses do principal sejam seguidos, evitando ações ocultas. A contabilidade pode identificar meios para supervisionar as atividades do agente.
- iii. Problemas do Desempenho: Medir o desempenho do agente e criar mecanismos para verificar o esforço empregado por ele. A contabilidade pode mensurar a contribuição de cada agente.
- iv. Problemas da Conclusão: Encontrar uma maneira harmoniosa de encerrar a relação entre o principal e o agente, evitando conflitos futuros. A contabilidade fornece informações verificáveis para facilitar a negociação e o rompimento do contrato entre as partes envolvidas.

Nesse contexto, o artigo busca identificar as relações principal-agente, bem como os problemas de agência presentes na fraude da Americanas.

2.2 Risco Sacado

O “Risco Sacado” é um programa de antecipação de recebíveis oferecido por uma instituição financeira, que apresenta algumas vantagens para as organizações que o utilizam. Dentre elas destacam-se a confiabilidade, agilidade no processamento, gestão de controles manuais e redução de custos com operações de desconto financeiro de títulos (JANKOVSKI, 2007).

No processo de desconto de títulos, o cliente leva seus recebíveis a um banco e os transfere para uma instituição financeira, que antecipa o valor desses títulos com um desconto pré-determinado e cobra dos devedores nos respectivos vencimentos. Se os recebíveis não forem quitados, o banco cobrará do cliente o principal com juros e encargos correspondentes (JANKOVSKI, 2007). As organizações que firmam acordo com a instituição financeira consolidam uma parceria por contrato. De acordo com Moura (2009), uma parceria é um vínculo comercial individualizado apoiado na confiança de ambas as partes, partilhando riscos e gratificações.

De acordo com Machado (2010) essa associação alcança resultados dificilmente conquistados com atuação individual, e proporciona aos clientes a possibilidade de antecipar os seus recebíveis com um custo reduzido. Sobre o contrato assinado entre banco e empresa, é possível destacar quatro pontos que representam risco para o cliente, o primeiro seria de que após a contratação da cessão de crédito por parte dos fornecedores/cedentes, há possibilidade de regresso, seja pelo cliente ou o próprio contratante. No segundo, o cliente tem responsabilidade de pagar ao banco os valores dos créditos cedidos até mesmo na hipótese de devolução de mercadorias, não prestação do serviço ou ocorrência de múltiplas cessões do mesmo crédito pelo cedente, para diferentes cessionários ou qualquer outro fato que possa comprometer o valor integral dos créditos cedidos. Como terceiro ponto, o cliente deve acertar ou reclamar qualquer pendência diretamente com o cedente, isentando o banco de qualquer responsabilidade frente ao cedente diante da ocorrência desses eventos. O quarto e último ponto se refere ao pagamento das cessões realizadas pelos cedentes nas respectivas datas de vencimento, ficando autorizado pelo cliente, o débito em sua conta corrente dos valores necessários para a liquidação dos créditos cedidos decorrentes desse convênio; cabe também ao cliente manter tais saldos disponíveis diariamente em conta, do contrário taxas e juros poderão ser acrescidos aos valores (MACHADO, 2010).

Formalizados os termos contratuais entre banco e empresa, é realizado o cadastro dos fornecedores. Após a ratificação, a empresa contratante envia informações por meio de arquivos eletrônicos, sobre os títulos disponíveis para antecipação de seus fornecedores, títulos estes que serão recolhidos em quarenta e cinco dias após a data de emissão das Notas Fiscais. Machado (2010, p.17) comenta que “o contas a receber (C/R) representa os créditos da empresa junto a seus clientes”, para o autor, a liquidação do C/R é a principal fonte de recursos de caixa de grande parte das empresas, assim, o default dessas contas implica na falta de recursos para pagamento das obrigações da própria empresa com seus fornecedores.

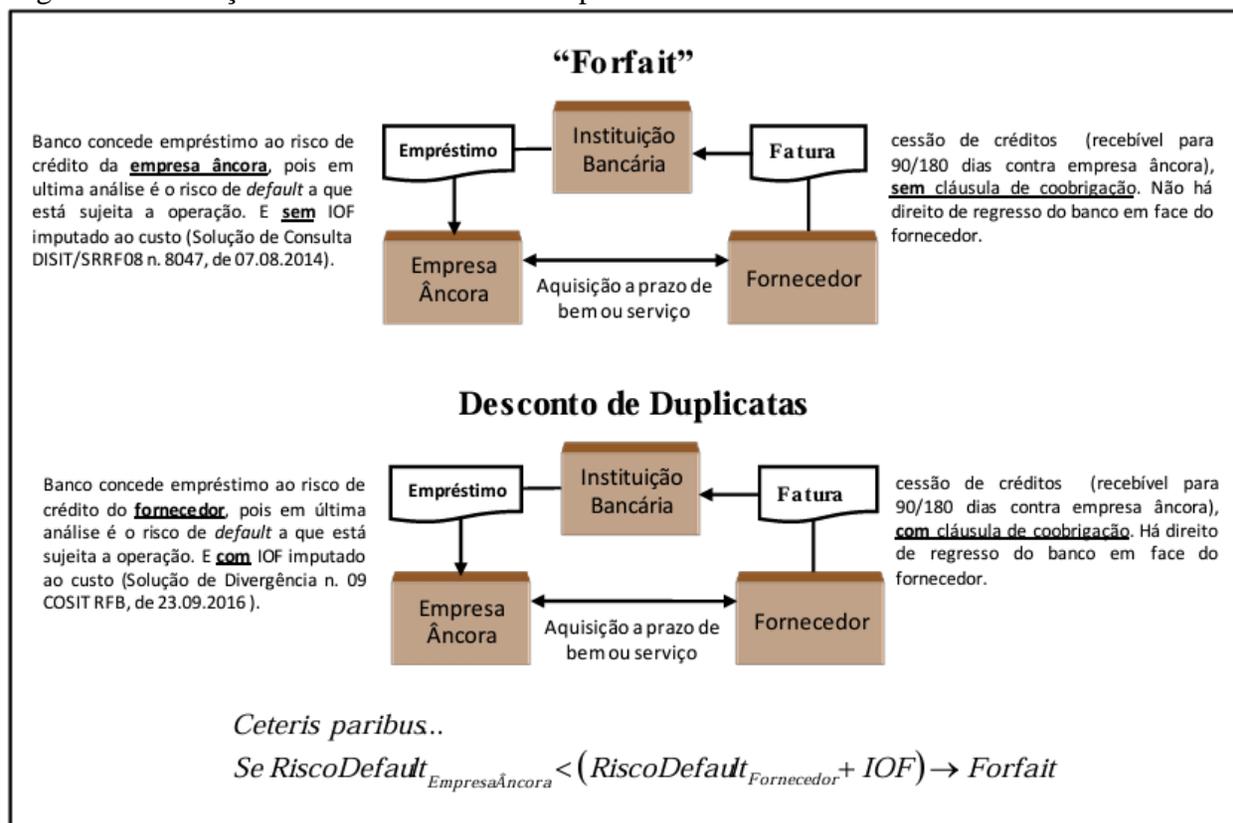
A facilidade de acesso a informações sobre o produto Risco Sacado auxilia os fornecedores na seleção dos títulos, de acordo com sua necessidade diária ou semanal, na definição da conta para receber o crédito e na conclusão da operação (MACHADO, 2010). Ao contratar esse produto, é aplicada uma Taxa de Deságio correspondente ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) + uma taxa anual (Ex: 1,25% a.a.), somente sobre o período da aquisição, ou seja, entre a data da operação e o vencimento efetivo do título em questão (LUNARDI, 2009).

Lunardi (2009, p. 26) conceituou a taxa CDI como “Certificado de Depósito Interbancário, título de emissão das instituições financeiras que lastreia as operações do mercado interbancário possibilitando a transferência de recursos das instituições superavitárias, garantindo liquidez ao mercado”. Segundo o autor, a taxa de Depósito Interbancário (DI) é obtida na Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP).

Conforme apontado por Ribeiro e Costa (2017), o Risco Sacado, também conhecido como operação de *forfait*, consiste na transferência de créditos comerciais sem coobrigação entre o fornecedor

(cedente) e uma instituição financeira (cessionário). Essa modalidade é estruturada pela própria empresa devedora, em conjunto com seus fornecedores e a instituição financeira envolvida. Um aspecto relevante a considerar são as nuances tributárias que podem motivar a realização dessa operação, como a isenção do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre os créditos cedidos (RIBEIRO; COSTA, 2017). A Figura 1 demonstra a operação de *forfait*, comparativamente a um desconto de duplicatas.

Figura 1 - Ilustração *forfait* x desconto de duplicatas



Fonte: Ribeiro e Costa (2017).

De modo específico, operações de risco sacado (*forfait*) não estão previstas nas IFRS, cabendo à entidade realizar julgamentos e definir as suas políticas contábeis com base na legislação contábil vigente. Nesse contexto, faz-se necessária a apresentação da definição de passivo financeiro, que segundo as diretrizes estabelecidas pelo *International Accounting Standards Board* - IASB (IAS 32) e no Brasil, pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 39, é qualquer obrigação contratual que envolva a entrega de caixa ou outros ativos financeiros a uma entidade, ou a troca de ativos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade em condições potencialmente desfavoráveis para a entidade (CPC, 2019).

No tocante aos instrumentos financeiros, tem-se o CPC 48, cujo propósito é estabelecer princípios para os relatórios financeiros de ativos e passivos financeiros, que devem apresentar informações significativas e úteis para os usuários das demonstrações visando examinar os valores, o momento e a incerteza dos fluxos de caixa futuros da entidade (CPC, 2019).

Em relação ao reconhecimento de instrumentos financeiros, segundo a *Internacional Financial Reporting Standards* (IFRS) 9 e o CPC 48, a entidade deve reconhecer um ativo financeiro ou um passivo financeiro em seu balanço patrimonial quando, e apenas quando, a entidade se tornar parte das disposições contratuais do instrumento (IASB, 2014; CPC, 2019). E o seu desreconhecimento (baixa), no caso do ativo financeiro, deve ser feito considerando duas condições: (i) os direitos contratuais aos fluxos de caixa do ativo financeiro expiraram; ou (ii) transferiu-se o ativo financeiro e a transferência se

qualifica para desreconhecimento, considerando a avaliação de qual foi o montante transferido dos riscos e dos benefícios de se possuir ativo financeiro.

Em 2020, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu o Ofício Circular CVM/SNC/SEP 01/20, que trata das operações de "forfait" ou "securitização de contas a pagar" realizadas por companhias abertas. Tais operações financeiras envolvem uma empresa compradora, denominada "empresa-âncora", que estabelece um acordo com um banco para antecipar pagamentos aos seus fornecedores. No entanto, salienta-se que há distorções contábeis nesse processo, pois a empresa vendedora não reconhece a venda pelo valor presente, resultando em um EBITDA inflado.

Além disso, a empresa compradora não reconhece um passivo oneroso com o banco, mas trata-o como "fornecedores", o que distorce o estoque e a margem bruta de vendas. Tais práticas, segundo a CVM (2020), permitem que a empresa compradora mascare sua real situação financeira, deixando de reconhecer despesas financeiras e eludindo cláusulas contratuais. Destaca-se ainda, a necessidade de que a essência econômica prevaleça sobre a forma jurídica, em que o reconhecimento correto dos passivos e apropriação dos encargos financeiros em resultado sejam realizados (CVM, 2020).

Nesse cenário, a Teoria da Agência pode ser aplicada para analisar a relação estabelecida pela operação de Risco Sacado entre a empresa-âncora e o banco, identificando possíveis conflitos de interesses e comportamentos oportunistas que impactam a divulgação adequada das informações financeiras, evidenciando a importância de garantir que os passivos sejam corretamente reconhecidos, assim como os encargos financeiros apropriados aos resultados da empresa.

Ademais, nas operações de Risco Sacado podem surgir problemas de controle sob a perspectiva da Teoria da Agência, como apontado por Martinez (1998). Tais problemas podem decorrer das assimetrias de informações entre as partes envolvidas na operação, como a empresa compradora e o banco. Portanto, a falta de transparência e a possibilidade de comportamentos oportunistas podem resultar em distorções contábeis.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa foi classificada como descritiva em termos de seus objetivos, pois se concentrou em verificar o que já existe e narrar os eventos. O objetivo, desse tipo de pesquisa, é compreender a natureza, características, composição e processos que constituem o fenômeno em questão (DUARTE; FURTADO, 2017). Quanto às abordagens utilizadas, adotou-se tanto a abordagem quantitativa como a abordagem qualitativa. Na abordagem quantitativa, os pesquisadores utilizam amostras amplas e informações numéricas, enquanto na abordagem qualitativa as amostras são reduzidas, os dados são analisados em seu conteúdo psicossocial e os instrumentos de coleta não são estruturados (MARCONI; LAKATOS, 2011).

Desse modo, esse estudo buscou analisar o caso da Americanas sob a ótica da Teoria da Agência. Procurou-se identificar as relações principal-agente e os problemas de agência envolvidos na fraude. Além disso, foram analisados os fatos relevantes da fraude e notícias relacionadas, bem como as operações de risco sacado na legislação contábil e literatura. Adicionalmente, verificou-se os indicadores financeiros da Americanas nos últimos dez anos, com o intuito de identificar indícios da fraude nas demonstrações contábeis. Quanto ao fato relevante foi realizada uma pesquisa bibliográfica e documental para obter informações detalhadas sobre a fraude nas Americanas, incluindo notícias e comunicados oficiais da empresa.

3.1 Coleta e Tratamento dos Dados

Para analisar os indicadores financeiros, os relatórios contábeis trimestrais: balanço patrimonial, demonstração dos resultados e demonstração dos fluxos de caixa relativos ao período de 2010 até 2022 foram coletados da plataforma Economatica® Além dos relatórios, também foram coletados da plataforma Economatica® os índices presentes no Quadro 2.

Quadro 2 - Fórmulas dos Índices da Economatica®

Índices	Fórmulas
Dívida Bruta/Ativo Total	$\left[\frac{\text{Dívida Bruta}}{\text{Ativo total}} \right] * 100$
Estrutura de Capital (D/D + Pat Liq)	$\left[\frac{\text{Dívida Total Bruta}}{(\text{Dívida Total Bruta} + \text{Patrimônio Líquido})} \right] * 100$
Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}$
Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
Prazo Médio Recebimento (dias)	$\frac{\text{Clientes CP} * \text{Meses} * 30}{\text{Receita Líquida Operacional}}$ <p>Se o resultado der nulo, então utiliza-se a seguinte fórmula:</p> $\frac{\text{Contas a receber CP}^{(\text{Meses} * 30)}}{\text{Receita Líquida Operacional}}$
Prazo Médio Fornecedores (dias)	$\frac{\text{Fornecedores} * \text{Meses} * 30}{\text{Custo de Produtos Vendidos}}$
Prazo Médio Estoques (dias)	$\frac{\text{Estoques} * \text{Meses} * 30}{\text{Custo de Produtos Vendidos}}$
EBITDA	<i>Lucro antes de juros e impostos EBIT + Depreciação, Amortização e Exaustão</i>

Dívida Bruta = empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo

Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economatica (2023)

Ademais, para a análise qualitativa buscou-se documentos oficiais (fatos relevantes) no site da Americanas, bem como notícias na mídia.

Em relação aos indicadores e informações financeiras, foram elaborados gráficos descritivos por meio do Microsoft Excel®, possibilitando uma investigação sobre a trajetória financeira da empresa. Para a análise do fato relevante e notícias relacionadas, realizou-se uma análise qualitativa dos documentos coletados, a fim de compreender as circunstâncias, causas e consequências desse acontecimento. Mais especificamente, para a análise de notícias, identificou-se os principais tópicos contidos nas matérias, classificando-os de (a) a (f), salienta-se que essa classificação foi realizada manualmente, sem o uso de software.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Caso Americanas

O Fato relevante divulgado no dia 13/06/2023 trouxe informações que mudaram a percepção sobre os motivos da fraude. As operações de Risco Sacado, que inicialmente seriam a origem das “inconsistências contábeis”, deixaram o seu protagonismo. O Caso Americanas, nesse contexto, ganha características de grandes casos de fraudes mundiais, tais como Enron, Parmalat, Wirecard, etc., em que o objetivo dos gestores era maximizar seus lucros e bonificações e maquiar os resultados dessas empresas.

De acordo com o fato relevante divulgado pelas Americanas e realizando a análise de conteúdo do documento, há que se destacar alguns pontos.

Em relação à Fraude nas demonstrações financeiras, o documento discorre: “Os documentos analisados indicam que as demonstrações financeiras da Companhia vinham sendo fraudadas pela diretoria anterior da Americanas” (AMERICANAS S.A, 2023). Isto é, foi constatada a fraude das demonstrações contábeis pela antiga diretoria da companhia. O que demonstra que o caso deixa de ter o mero status de “inconsistências contábeis”, como era definido inicialmente, e passa a ter aspectos de intencionalidade, isto é, a fraude era realizada de forma intencional para determinado fim.

Para a realização da fraude, foi constatada a criação artificial de contratos de verba de propaganda cooperada:

Foram identificados diversos contratos de verba de propaganda cooperada e instrumentos similares (VPC) [...] que teriam sido artificialmente criados para melhorar os resultados operacionais da Companhia como redutores de custo, mas sem efetiva contratação com fornecedores (AMERICANAS S.A, 2023).

Isto é, embora esses contratos tivessem o objetivo de melhorar os resultados da Americanas, a contratação com fornecedores não era realizada. Ou seja, os contratos eram usados de forma fraudulenta para manipular as demonstrações contábeis. Quanto aos lançamentos contábeis, ressalta-se que “Esses lançamentos, feitos durante um significativo período, atingiram, em números preliminares e não auditados, o saldo de R\$21,7 bilhões em 30 de setembro de 2022” (AMERICANAS S.A, 2023). Tal manipulação contábil distorceu a real situação da empresa e pode ter influenciado, de forma indevida, a tomada de decisão dos *stakeholders* e do mercado.

Ademais, destaca-se a indevida contabilização de operações de financiamento:

Em adição às operações de VPC, e como forma de gerar o caixa necessário para a continuidade das operações das Americanas, a Diretoria anterior da Companhia contratou uma série de financiamentos [...] inadequadamente contabilizadas no balanço patrimonial da Companhia de 30 de setembro de 2022 na conta fornecedores (AMERICANAS S.A, 2023).

A contabilização dessas operações de financiamento, no valor preliminar de R\$18,4 bilhões para compras e R\$2,2 bilhões para capital de giro, pode ter distorcido a análise do endividamento da empresa ao longo do tempo.

Em relação ao envolvimento da gestão, “o relatório indica, ainda, a participação na fraude do ex-CEO [...], dos ex-diretores [...], e dos ex-executivos [...]” (AMERICANAS S.A, 2023). Esse suposto envolvimento dos gestores na fraude demonstra uma responsabilidade corporativa significativa, tendo em vista que eles ocupavam cargos de liderança e eram obrigados a agir de acordo com as leis e regulamentos vigentes.

Em relação aos ajustes contábeis, destaca-se que “os ajustes contábeis, derivados dos fenômenos acima, são preliminares, não auditados e ainda estão sujeitos a alterações” (AMERICANAS S.A, 2023).

Por fim, no que tange às medidas a serem tomadas: “O Conselho de Administração orientou a Companhia e os Assessores a apresentar o Relatório a todas as autoridades competentes e avaliar as medidas visando ao ressarcimento dos danos causados pela fraude em suas demonstrações financeiras” (AMERICANAS S.A, 2023).

Devido a relevância e o tamanho que o caso Americanas tem tomado, foi criada uma Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) no Congresso Nacional para investigar a fraude da companhia. No depoimento à referida CPI, no dia 13/06/2023, o atual CEO da Americanas, trouxe informações relevantes, conforme trechos da matéria publicada pela Agência de Notícias da Câmara dos Deputados (2023), conforme discriminação a seguir:

- (a) Reconhecimento da fraude pelo CEO: o presidente da Americanas, Leonardo Coelho Pereira, reconheceu nesta terça-feira (13) que a crise na varejista não pode mais ser tratada como crise de inconsistências contábeis, e sim como fraude (BRASIL, 2023).
- (b) Demissão de funcionários vinculados à fraude: diante dos novos fatos, segundo ele, duas decisões foram tomadas pela direção da empresa. A primeira, de demitir 30 funcionários vinculados à fraude (BRASIL, 2023).
- (c) Evidências de fraude apresentadas pelo CEO: durante a reunião, ele divulgou as novas evidências que apontam para a fraude, entre elas duas planilhas com resultados da empresa de 2021 e projeções para 2022, as quais apresentavam resultados discrepantes para o mesmo período analisado (BRASIL, 2023).
- (d) Manipulação dos resultados financeiros: uma das planilhas, classificada de 'Visão Interna', apresentava prejuízos de R\$ 733 milhões. A outra, classificada de 'Visão Conselho', apresentava lucro de R\$ 2,9 bilhões. Essa última consistente com o resultado divulgado ao mercado. 'Entre a visão interna e a visão conselho foram criados R\$ 3,5 bilhões de resultado', observou o CEO. Ele, que tem experiência em reestruturação financeira e operacional de varejistas, disse que o caso é uma 'fraude de resultados' (BRASIL, 2023).
- (e) Operação da fraude: Pereira explicou que esse tipo de fraude enfatiza a redução dos custos de mercadoria vendida, aumentando o lucro de forma artificial, com uma contrapartida na redução da conta de fornecedores (BRASIL, 2023).
- (f) Aumento das reclamações trabalhistas: Pereira informou que, neste ano, houve aumento de 100 reclamações trabalhistas, resultado em total de 900, o que é motivo de preocupação para a administração da empresa (BRASIL, 2023).

Os trechos discriminados da notícia da Agência Câmara de Notícias (2023) abordam, portanto, o reconhecimento da fraude por parte do CEO, as medidas tomadas pela empresa, a apresentação de evidências de manipulação dos resultados financeiros, a explicação sobre a operação da fraude e as preocupações em relação às ações trabalhistas. Nessa conjuntura, pode-se relacionar o aumento das reclamações trabalhistas com a Teoria da Agência, no sentido de tratar-se de um problema da conclusão, no qual não foi possível encontrar uma maneira harmoniosa de encerrar a relação entre o principal e o agente, evitando conflitos futuros (MARTINEZ, 1998).

Nesse mesmo cenário, outras informações relevantes, do depoimento do CEO na CPI, foram publicadas pelo jornal O Globo (2023), conforme trechos a seguir:

- (a) Convocação de auditores e bancos pela CPI: após as revelações do depoimento do CEO da Americanas, Leonardo Coelho Pereira, os integrantes da CPI vão chamar auditores da PWC e KPMG e representantes de bancos que financiavam a varejista para depor (O GLOBO, 2023).
- (b) Refazimento dos balanços: Leonardo Coelho Pereira disse que o relatório atual aponta para fraudes desde 2016. Os balanços daquele ano até 2022 serão revisados. (O GLOBO, 2023).
- (c) Demissão de funcionários envolvidos na fraude: O CEO da Americanas, Leonardo Coelho Pereira, afirmou que demitiu nos últimos dias 30 funcionários que ainda atuavam na administração da varejistas e que estariam envolvidos nos processos do que chamou de 'fraude de resultado' (O GLOBO, 2023).
- (d) Troca de emails comemorando a fraude: Uma troca de emails apresentada à CPI da Americanas nesta tarde pelo atual CEO, Leonardo Pereira, mostra que em meio à concretização

da fraude bilionária que abateu a empresa, diretores da varejista comemoraram a aceitação, pelo Itaú, de uma carta com as explicações sobre demonstrações financeiras que escondiam as maquiagens contábeis (O GLOBO, 2023).

(e) Suavização da situação da dívida: Leonardo Coelho Pereira disse que os bancos citados em trocas de emails e mensagens entre ex-diretores da Americanas, como Itaú e Santander, aceitaram modificar a redação de cartas de risco sacado para suavizar a real situação da dívida da companhia (O GLOBO, 2023).

(f) Dimensão da fraude e dívida: O CEO das Americanas disse que a fraude na empresa foi de R\$ 20 bilhões, e que a dívida em recuperação judicial é de R\$ 40 bi (O GLOBO, 2023).

Tais trechos da notícia de O Globo (2023) descrevem as próximas etapas da CPI, que pretende ouvir auditores e representantes de bancos. Além disso, mencionam o refazimento dos balanços da empresa, a demissão de funcionários envolvidos na fraude, a comemoração da fraude em trocas de e-mails, a suavização da situação da dívida e a dimensão da fraude e da dívida da Americanas.

Os estudos correlatos sobre as fraudes contábeis na Enron, Parmalat e Wirecard evidenciam a complexidade e os diversos fatores envolvidos nesses casos. As pesquisas ponderam sobre a importância da governança corporativa, da transparência, do papel dos órgãos reguladores e da responsabilidade dos auditores externos na prevenção e detecção de fraudes (FOX, 2003; RAMONET, 2004; MCCRUM, 2019).

Tal responsabilidade é preconizada pela NBC TA 240 (R1), a qual trata da responsabilidade do auditor em relação à fraude na auditoria de demonstrações contábeis, justificando assim a convocação dos auditores externos para depor na CPI. Além disso, é imperativo investigar o papel dos auditores internos da companhia, os quais poderiam ter identificado indícios de fraude e se valido das chamadas "red flags" – mecanismos que os auditores internos podem empregar para antecipar a detecção de possíveis fraudes (MAGRO; CUNHA, 2017).

Nesse contexto, a Teoria da Agência pode ser aplicada ao caso da Americanas, onde a fraude ocorrida envolveu a manipulação dos resultados financeiros pela antiga diretoria. Segundo Pinto Júnior e Pires (2009), a teoria da agência descreve um relacionamento econômico entre um principal e um agente, em que o agente possui opções de comportamento que afetam o bem-estar das partes envolvidas, mas são de difícil observação pelo principal. No caso da Americanas, o CEO e o RI que pediram demissão têm a função de agentes, enquanto os proprietários são os principais (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Diante do exposto, verifica-se que o caso Americanas não se tratou de apenas "inconsistências contábeis", mas sim uma série de estratégias fraudulentas de manipulação de resultados, que resultou e ainda resulta em diversas consequências. Conforme destacado por Martinez (1998), a teoria da agência não apenas identifica problemas existentes, mas também propõe a substituição de contratos para torná-los mais eficientes na resolução desses problemas.

Desse modo, o caso da Americanas demonstra a importância do equilíbrio contratual e do monitoramento constante para evitar comportamentos fraudulentos por parte dos agentes e a investigação em andamento, incluindo a convocação de auditores e representantes de bancos pela CPI, mostra a gravidade do caso e a necessidade de responsabilização dos envolvidos.

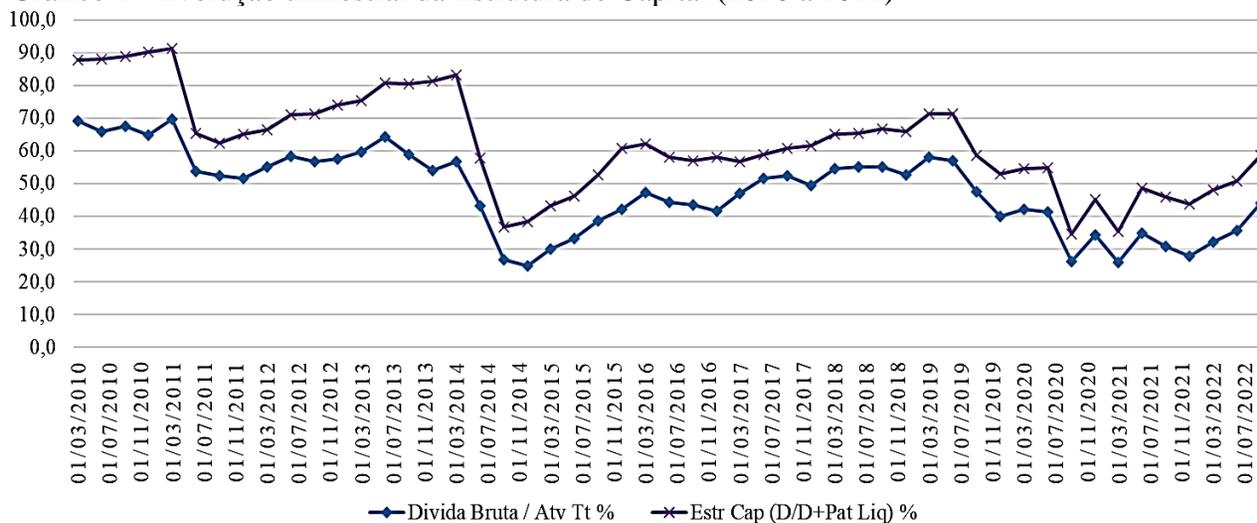
4.2 Indicadores Financeiros

Nesta subseção foram analisados os indicadores financeiros trimestrais de 2010 a 2022 com propósito de identificar as informações com potencial de sinalizar a crise que veio à tona no início de 2023.

4.2.1 Estrutura de Capital

O Gráfico 1 apresenta a evolução trimestral destes indicadores da Americanas de 2010 a 2022.

Gráfico 1 - Evolução trimestral da Estrutura de Capital (2010 a 2022)



Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economatica (2023)

A estrutura de capital de uma empresa tem um importante papel para a demonstração da sua saúde financeira e capacidade de operação. Dois indicadores utilizados para avaliar a estrutura de capital são a proporção da Dívida Bruta/Ativo Total e a proporção de Estrutura de Capital (D/D+PL).

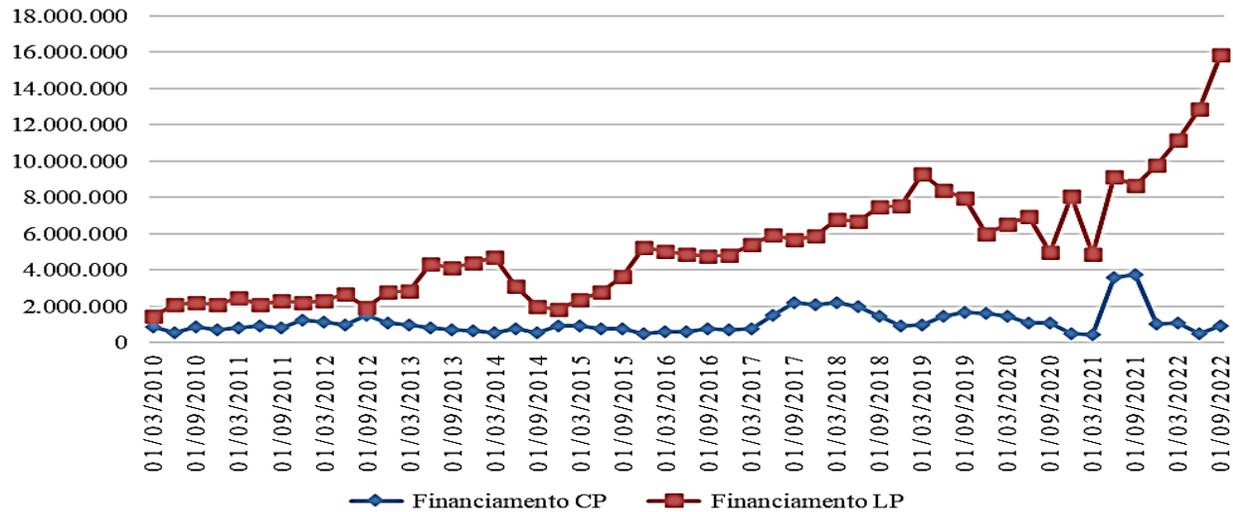
Com base nos dados do Gráfico 1, observa-se uma tendência geral de redução da dependência de dívida em relação aos ativos totais, conforme indicado pela métrica Dívida Bruta/Ativo Total. No entanto, destacam-se alguns picos e declínios relevantes. No primeiro trimestre de 2010, a proporção alcançou seu pico mais alto, atingindo 69,1%, sugerindo uma alta dependência de dívida naquele período.

No entanto, houve uma queda acentuada no segundo trimestre de 2011, com a proporção chegando a 53,8%, indicando uma possível estratégia de desalavancagem financeira. Em contrapartida, o primeiro trimestre de 2015 registrou o valor mais baixo, com apenas 26,8%, evidenciando uma redução significativa da dependência de dívida em relação aos ativos totais. No último trimestre registrado, em setembro de 2022, houve um aumento na proporção para 44,2%, possivelmente indicando uma mudança na estratégia financeira ou a necessidade de capital adicional.

Em relação ao indicador Estrutura de Capital (D/D+PL), que reflete a proporção de dívida em relação ao patrimônio líquido, observou-se uma tendência geral de redução da alavancagem financeira. O segundo trimestre de 2010 registrou o pico mais alto, com 88,1%, enquanto o segundo trimestre de 2011 apresentou uma queda acentuada para 65,2%, sugerindo uma redução significativa da dependência de dívida em relação ao patrimônio líquido. O primeiro trimestre de 2015 marcou o ponto mais baixo, com apenas 36,7%, refletindo uma diminuição substancial da alavancagem financeira. No entanto, no último trimestre registrado, em setembro de 2022, a proporção aumentou para 60,8%, indicando uma possível mudança na estrutura de capital. Esses pontos de inflexão podem ter sido influenciados por fatores ligados à fraude, requerendo uma análise abrangente, principalmente quando as demonstrações contábeis ajustadas forem publicadas.

A busca por maximizar a riqueza dos acionistas e a necessidade de mascarar o endividamento da empresa aos credores pode ter levado a estratégias de desalavancagem financeira e ocultação de passivos onerosos, a fim de melhorar a aparência da saúde financeira da empresa, o que pode ter impactado nos indicadores de estrutura de capital.

Gráfico 2 - Evolução das Contas de Financiamento CP e LP (2010 a 2022)



Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economática (2023)

No Gráfico 2 observa-se a evolução trimestral das contas de financiamento da Americanas de curto e longo prazo, no período de 2010 a 2022. Nota-se que há um aumento relevante nos financiamentos de curto prazo no segundo e terceiro trimestres de 2021. Mas o aumento gradativo dos financiamentos de longo prazo, a partir de 2015 é que chamam mais atenção.

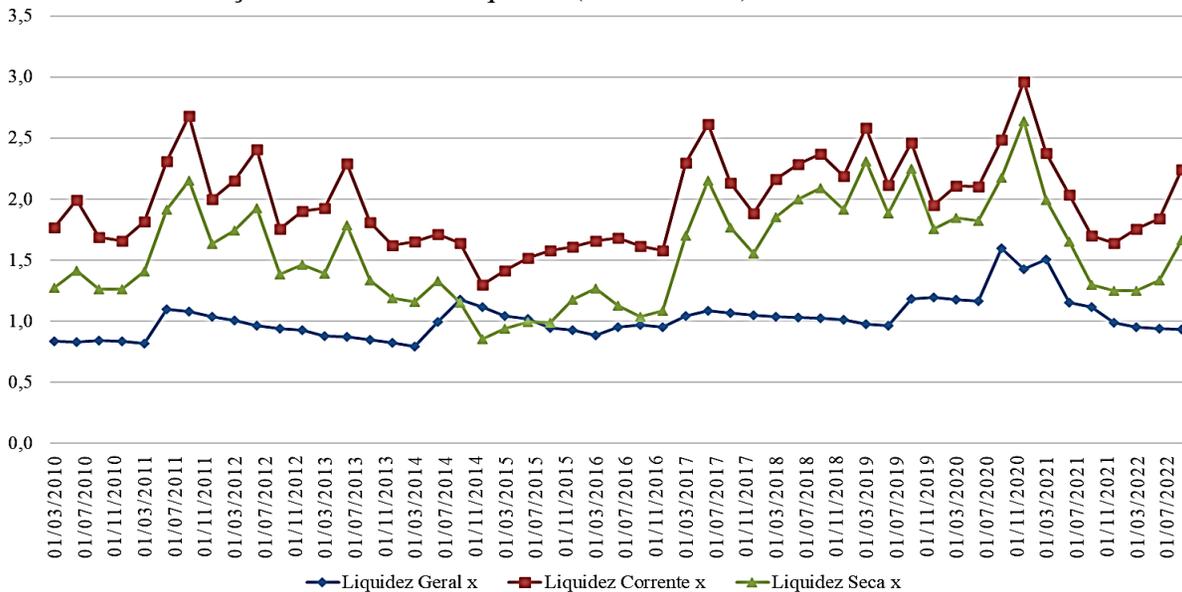
De acordo com o fato relevante divulgado pela Americanas, foram identificadas operações de financiamento inadequadamente contabilizadas no balanço patrimonial da companhia. Tais operações podem ter distorcido a análise das contas de financiamento da empresa, juntamente com a conta de fornecedores, e influenciado indevidamente a tomada de decisão dos *stakeholders* e do mercado (AMERICANAS S.A, 2023). Durante o depoimento do CEO da Americanas na CPI, foi mencionado que os bancos aceitaram modificar a redação de cartas de risco sacado para suavizar a real situação da dívida da empresa. Essa prática, juntamente com as maquiagens contábeis realizadas nas demonstrações financeiras, pode ter afetado a análise das contas e comprometido a compreensão da real situação financeira da empresa (O GLOBO, 2023).

Portanto, é possível inferir que as contas de financiamento também podem ter sido impactadas pela fraude nas demonstrações contábeis da Americanas. Essa manipulação contábil pode ter distorcido a representação e a análise dessas contas, dificultando a identificação da verdadeira situação financeira da empresa.

4.2.2 Liquidez

O Gráfico 3 apresenta a evolução dos dados trimestrais de liquidez da Americanas de 2010 a 2022.

Gráfico 3 - Evolução trimestral da Liquidez (2010 a 2022)



Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economatica (2023)

Nota-se uma série de flutuações no índice de Liquidez Geral. Inicialmente abaixo de 1,0, o índice experimentou um aumento notável no segundo trimestre de 2011, atingindo 1,1. Seguiram-se oscilações mínimas até o primeiro trimestre de 2014, quando o índice retornou a cerca de 0,7. Nos dois trimestres subsequentes, observou-se um aumento para aproximadamente 1,2, com novas oscilações menores até o segundo trimestre de 2019, onde ocorreu outro aumento, atingindo cerca de 1,2 novamente. No entanto, a partir do primeiro trimestre de 2021, o índice iniciou uma tendência de queda, chegando a cerca de 0,9 em 2022.

Em relação à Liquidez Corrente, observou-se uma tendência geral de aumento ao longo do período analisado. Inicialmente, os valores estavam acima de 1,5, indicando capacidade de cobrir as obrigações de curto prazo. No entanto, a partir do segundo trimestre de 2014, houve um declínio gradual na liquidez corrente, conseguindo um mínimo de 1,3 no último trimestre deste ano. A partir desse ponto, a liquidez corrente começou a se recuperar gradualmente, obtendo um pico de 3,0 no quarto trimestre de 2020. Em 2021, houve tendência de queda a partir do primeiro trimestre. No terceiro trimestre de 2022, a liquidez corrente situava-se em torno de 2,2, mas apresentando uma redução significativa em comparação ao pico anterior.

Da mesma forma, o índice de Liquidez Seca também apresentou variações ao longo do tempo. Inicialmente, os valores estavam acima de 1,2, indicando uma capacidade satisfatória de cobrir as obrigações de curto prazo, desconsiderando os estoques. No entanto, a partir do segundo trimestre de 2014, houve uma queda gradual na liquidez seca, obtendo um mínimo de 0,9 no segundo trimestre de 2015. A partir desse ponto, a liquidez seca começou a se recuperar gradualmente, alcançando um pico de 2,6 no quarto trimestre de 2020. No primeiro trimestre de 2021, começou uma tendência de queda, chegando ao patamar de 1,2 no primeiro trimestre de 2022, recuperando-se nos trimestres seguintes.

Nesse sentido, é possível evidenciar uma diferença entre a liquidez corrente e a liquidez seca. Na corrente, não houve momentos insatisfatórios, enquanto a seca teve momentos abaixo de 1,0. Isso tende para o resultado da liquidez geral, pois mesmo na maior parte do tempo com esses primeiros índices sendo satisfatórios, visualizando em linhas gerais, a Americanas não tinha uma capacidade muito boa de quitar os seus passivos.

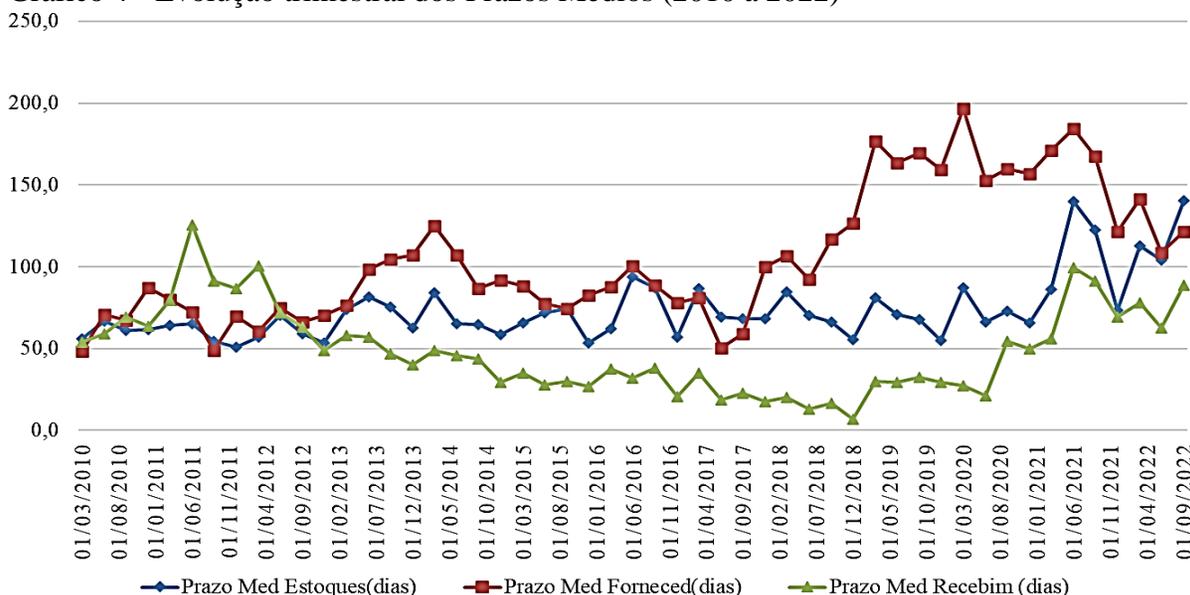
Pode-se dizer que os dados de liquidez geral da Americanas demonstram um padrão de estabilidade, embora não tão favorável ao longo do período analisado, pois seu índice durante boa parte

do tempo estava próximo a 1,0 ou abaixo de 1,0. Com destaque positivo para os picos observados no quarto trimestre de 2020, durante a pandemia da COVID-19. No entanto, na sequência ocorreu uma queda e retornou-se assim para patamares bem próximos dos iniciais.

4.2.3 Prazos Médios

O Gráfico 4 apresenta a evolução dos prazos médios da Americanas no período de 2010 a 2022.

Gráfico 4 - Evolução trimestral dos Prazos Médios (2010 a 2022)



Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economatica (2023)

Conforme dados do Gráfico 4, em relação ao prazo médio de estoques, observa-se um aumento gradual até o primeiro trimestre de 2014, com um número máximo de 83,9 dias. Em seguida, ocorre uma tendência de queda até o primeiro trimestre de 2016, seguida por uma recuperação gradual. Entretanto, a partir do segundo trimestre de 2021, há um crescimento acentuado, alcançando o número máximo de 140,4 dias no terceiro trimestre de 2022.

No que diz respeito ao prazo médio de recebimento, observa-se um padrão de flutuação ao longo do tempo com tendência a queda. Até o segundo trimestre de 2011, ocorre um aumento progressivo, compreendendo o número máximo de 124,5 dias. A partir desse ponto, há uma queda acentuada até o quarto trimestre de 2018. Em seguida, há uma fase de instabilidade com variações significativas. A partir do terceiro trimestre de 2020, ocorre um aumento acentuado, percebendo o número máximo de 99,5 dias no segundo trimestre de 2021. Em seguida, ocorre uma tendência de queda, alcançando o número máximo de 88,9 dias no terceiro trimestre de 2022.

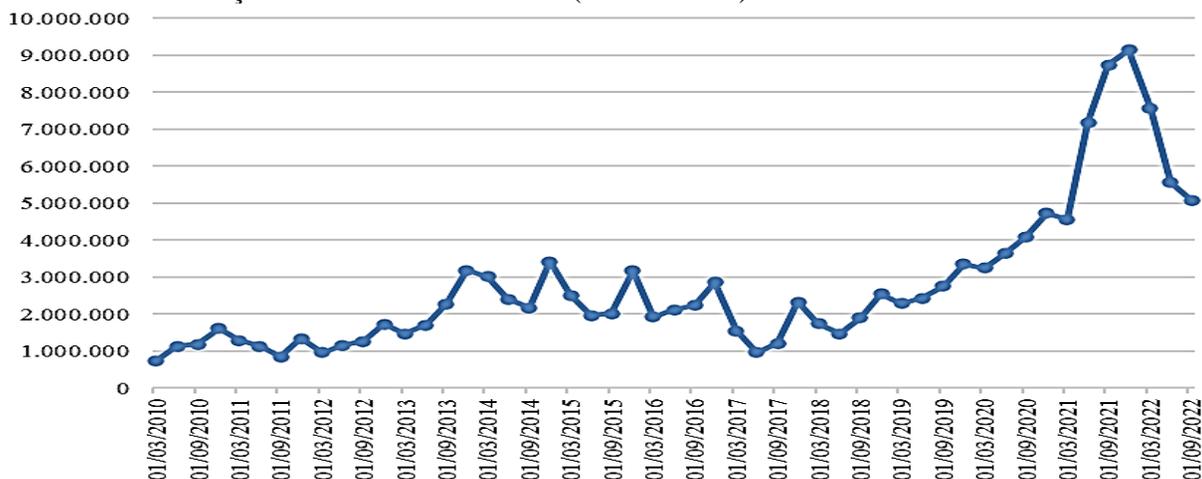
Quanto ao prazo médio de fornecedores, nota-se um aumento progressivo até o primeiro trimestre de 2014, alcançando o número máximo de 124,9 dias. A partir desse ponto, ocorre uma redução gradual até o segundo trimestre de 2017. No período seguinte, há uma tendência ascendente, culminando no número máximo de 196,9 dias no primeiro trimestre de 2020. Em seguida, ocorre uma tendência de queda, adquirindo o número máximo de 121,6 dias no terceiro trimestre de 2022.

Em relação ao prazo médio de fornecedores, sob a ótica da Teoria da Agência, pode-se dizer que os contratos fictícios de VPC podem ter influenciado esse índice, ressaltando-se que a conta de fornecedores, conforme gráfico 5, teve um crescimento substancial ao longo dos anos sugerindo um possível impacto da fraude nas operações com fornecedores. Sob a perspectiva da Teoria da Agência,

essas práticas podem ter sido motivadas por conflito de interesses nas relações proprietário-agente entre Acionistas e Gerentes.

Vale ressaltar que, ao contrário do que ocorre com o prazo médio de fornecedores, no prazo médio de recebimentos, a empresa não era capaz de reverter o recebimento de bens para pagar as suas dívidas, já que com o aumento do prazo dos fornecedores o prazo dos recebimentos é diminuído. Para uma empresa com passivos maiores que os seus ativos, ela possui uma tendência a ter um passivo a descoberto, portanto com uma situação líquida negativa e em um momento de crise, a empresa dirige-se a participar de uma recuperação judicial se não alcançar uma reversão de uma possível falência, por exemplo.

Gráfico 5 - Evolução da conta fornecedores (2010 a 2022)



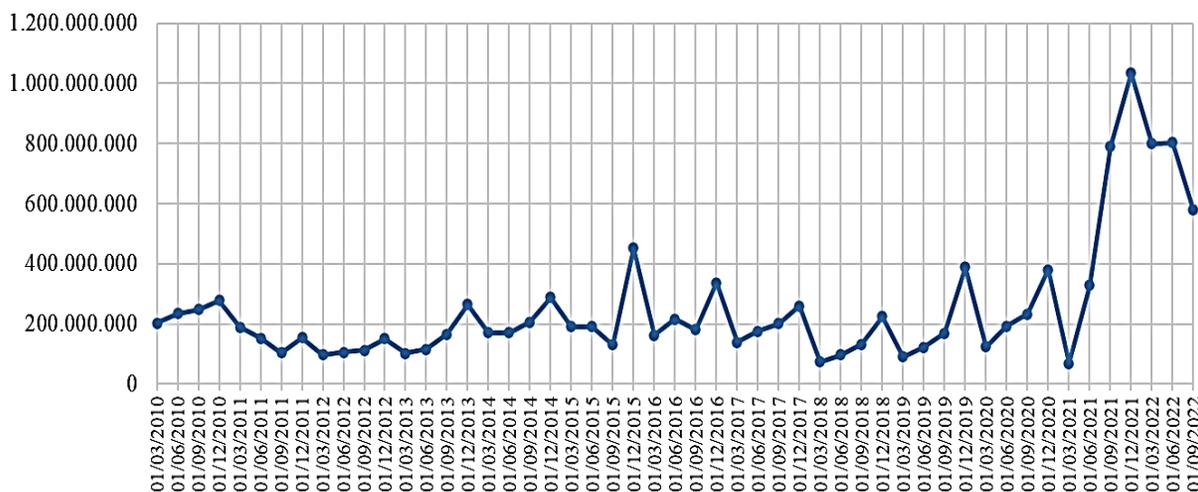
Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economatica (2023)

Ademais, com base no Gráfico 5, observa-se um crescimento da conta de fornecedores ao longo dos anos. No entanto, é importante salientar que a fraude que ocorreu na companhia pode ter distorcido essa tendência. Ou seja, o aumento nos prazos médios de pagamento a fornecedores ocorreu em virtude do crescimento da conta. Considerando-se que este crescimento não seja real, as análises relativas a ciclo financeiro e necessidade de capital de giro ficam comprometidas, levando os usuários externos, notadamente os principais, a processos de tomada de decisões equivocadas.

4.2.4 EBITDA

O Gráfico 6 apresenta a evolução do EBITDA da Americanas no período de 2010 a 2022.

Gráfico 6 - Evolução trimestral do EBITDA (2010 a 2022)



Fonte: Elaborado pelos autores com base em dados da Economatica (2023)

Conforme dados do Gráfico 6, observa-se variações significativas no EBITDA da empresa ao longo do tempo. Inicialmente, observa-se crescimento gradual, com pequenas variações, ao longo dos anos. Porém, a partir do primeiro trimestre de 2016, ocorre uma queda no EBITDA, seguida por uma fase de instabilidade com oscilações nos trimestres seguintes, e um declínio acentuado no primeiro trimestre de 2021, alcançando o valor de R\$ 68.464.329 (em milhares).

Posteriormente, ocorre uma recuperação expressiva do EBITDA da empresa, tornando o valor máximo de R\$ 1.034.810.597 (em milhares) no quarto trimestre de 2021. Em seguida, ocorre uma tendência de queda, alcançando o valor de R\$ 579.451.917 no terceiro trimestre de 2022. Analisando o Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE) da Americanas, as contas que mais cresceram ao longo do tempo foram a Receita Líquida Operacional e o Lucro Bruto. A receita líquida operacional aumentou significativamente de 2.35 milhões em 31/03/2013 para 9.88 bilhões em 31/12/2021, ou seja, um crescimento de 420,30%. O lucro bruto também teve um crescimento notável, passando de 572.99 milhões em 31/03/2013 para 2.93 bilhões em 31/12/2021, totalizando o percentual de 512,59% de crescimento, tal crescimento indica a expansão das operações da empresa ao longo do período analisado. O crescimento do EBITDA, principalmente, a partir de 2021, também pode ter sido influenciado pela fraude, tendo em vista que, segundo a CVM (2020), a contabilização de operações de Risco Sacado de forma indevida pode inflá-lo. E sob a ótica da Teoria da Agência, pode-se inferir que as relações principal-agente e os problemas de agência, especificamente os de controle, estão relacionados a essa manipulação contábil. A fraude pode ter sido motivada pela busca de atingir metas de desempenho ou bônus para os gestores, distorcendo o resultado operacional para beneficiar os agentes envolvidos (MENDES, 2023).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo analisar os indicadores econômico-financeiros e os fatos relevantes da Americanas, para verificar indícios de fraude, sob a ótica da Teoria da Agência. Identificando também, as relações principal-agente e os problemas de agência envolvidos na fraude, além de analisar notícias relacionadas, bem como as operações de risco sacado na legislação contábil e literatura.

Para analisar os indicadores financeiros, os dados das Demonstrações Contábeis foram coletados da plataforma Economatica®, do período de 2010 a 2022, trimestralmente. Por conseguinte, para a análise qualitativa, buscou-se documentos oficiais no site da Americanas, bem como notícias na mídia. Os dados foram tratados e tabulados no software Microsoft Excel®.

Como resultados, verificou-se uma tendência geral de redução das dívidas, constatando que o fato de buscar maximizar a riqueza dos acionistas e distorcer o endividamento da empresa para os credores, pode ter levado a estratégias de desalavancagem financeira e ocultação de passivos onerosos, o que pode ter impactado nos indicadores de estrutura de capital.

Ademais, denotou-se que as contas de financiamento também podem ter sido impactadas pela fraude nas demonstrações contábeis da Americanas. Assim, a manipulação contábil pode ter distorcido a representação e a análise das referidas contas, o que pode ter ocasionado a dificuldade de identificação da verdadeira situação financeira da empresa. Em relação à liquidez de maneira geral, pode-se dizer que a empresa revelou um padrão de estabilidade ao longo do período analisado. Entretanto, cabe ressaltar que esses resultados podem ter sido afetados pela fraude. Logo, sob a ótica da Teoria da Agência, a relação principal-agente pode ter sido um fator influente nos movimentos observados nos índices de liquidez da Americanas.

No que se refere aos prazos, notou-se algumas oscilações ao longo dos exercícios analisados. No entanto, o prazo médio de fornecedores apresentou destaque, uma vez que os achados dessa pesquisa sob a ótica da Teoria da Agência, indicaram que os contratos fictícios de VPC podem ter influenciado este indicador, ressaltando-se que a conta de fornecedores apresentou um crescimento substancial ao longo dos anos, sugerindo um possível impacto da fraude nas operações com fornecedores.

Outrossim, os achados deste estudo também denotaram que o crescimento do EBITDA, principalmente a partir de 2021, também pode ter sido influenciado pela fraude, tendo em vista que a contabilização de operações de Risco Sacado de forma indevida pode inflá-lo. Assim como, sob a ótica da Teoria da Agência, pode-se inferir que as relações principal-agente e os problemas de agência, especificamente os de controle, estão relacionados a essa manipulação contábil.

Com base nas revelações desses indicadores, torna-se evidente que o caso da Americanas não se limitou a simples "inconsistências contábeis", mas envolveu uma série de estratégias fraudulentas para manipular resultados. Além disso, esses indicadores fornecem pistas substanciais de fraude, como a redução artificial das dívidas, distorções nas contas de financiamento, picos de melhoria na liquidez e oscilações nos prazos de pagamento a fornecedores, além de um EBITDA, aparentemente, inflado. Pode-se inferir, portanto, que o adequado monitoramento dos indicadores apresentados poderia dar pistas importantes sobre o que estava acontecendo com a empresa.

Vale ressaltar como limitação da pesquisa, o fato de que a Americanas na data de conclusão deste artigo, ainda não publicaram as demonstrações do último trimestre de 2022, bem como do primeiro semestre de 2023, o que impossibilitou a análise antes e após o escândalo. Sugere-se, portanto, como pesquisas futuras, a análise das demonstrações republicadas da Americanas, a fim de avaliar o real impacto da fraude nas demonstrações contábeis da companhia.

REFERÊNCIAS

AMERICANAS. **Site de Relacionamento com Investidores (RI)**. Rio de Janeiro: Americanas, 2023. Disponível em: <https://ri.americanas.io/>. Acesso em: 16 maio 2023.

AMERICANAS S.A. **Fato Relevante - Desligamento de diretoria afastada após relatório demonstrar fraude nas demonstrações financeiras**. Rio de Janeiro: Americanas, 2023. Disponível em: <http://tinyurl.com/5n77hr8c>. Acesso em: 13 jun. 2023.

ANTONELLI, V.; CORONELLA, S.; CORDERY, C.; VERONA, R. Fraud and incompetence: Accounting in the Papal States (1831-1859). **Accounting History**, v. 26, n. 4, p. 2021. DOI: <http://dx.doi.org/10.1177/10323732211003685>. Acesso em: 20 dez. 2023.

BRASIL, E. CEO da Americanas descarta inconsistência contábil e reconhece fraude. **Agência Câmara de Notícias**, Brasília, 13 jun. 2023. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/970959-ceo-da-americanas-descarta-inconsistencia-contabil-e-reconhece-fraude/>. Acesso em: 14 dez. 2023.

BERMEO-GIRALDO, M. C.; GRAJALES-GAVIRIA, D.; VALENCIA-ARIAS, A.; PALACIOS-MOYA, L. Evolution of scientific production on accounting fraud in organizations: Bibliometric analysis. **Estudios Gerenciales**, v. 37, n. 160, p. 33-52, 2021. DOI: <http://dx.doi.org/10.18046/j.estger.2021.160.4000>. Acesso em: 20 dez. 2023.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício Circular CVM/SNC/SEP 01/20**. Rio de Janeiro: CVM, 2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/snc-sep/oc-snc-sep-0120.html>. Acesso em: 17 maio 2023.

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **CPC 39 - Instrumentos Financeiros: Apresentação**. Brasília: CPC, 2013. Disponível em: <http://tinyurl.com/ye767fn5>. Acesso em: 15 maio 2023.

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **CPC 48 - Instrumentos Financeiros**. Brasília: CPC, 2019. Disponível em: <http://tinyurl.com/353s2ffz>. Acesso em: 16 maio 2023.

DUARTE, S. V.; FURTADO, M. S. V. **Trabalho de conclusão de curso (TCC) em Ciências Sociais Aplicadas**. 1ª edição. São Paulo: Saraiva Educação SA, 2017.

FADILAH, S.; MAEMUNAH, M.; NURRAHMAWATI; LIM, T. N.; SUNDARY, R. I. Forensic Accounting: Fraud Detection Skills for External Auditors. **Polish Journal of Management Studies**, v. 20, n. 1, p. 15, 2019. DOI: <http://dx.doi.org/10.17512/pjms.2019.20.1.15>. Acesso em: 20 maio 2023.

FOX, L. **Enron – The Rise and Fall**. Estados Unidos: John Wiley & Sons, 2003.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDÁ, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IFRS - International Financial Reporting Standards. **IFRS 9 Financial Instruments**. Estados Unidos: IFRS, 2017. Disponível em: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/>. Acesso em: 16 maio 2023.

JANKOVSKI, R. M. **Mercado de Desconto de Títulos: Uma Análise Junto aos Clientes do BB - Praça Rio Negrinho/SC (Trabalho de Conclusão de Curso de Especialização em Gestão de Negócios Financeiros)**. Porto Alegre: UFRGS, 2007. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/14181>. Acesso em: 16 maio 2023.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: **Corporate Governance**. Londres: Gower, 2019. Disponível em: <https://api.taylorfrancis.com/content/chapters/edit/download?identifierName=doi&identifierValue=10.4324/9781315191157-9&type=chapterpdf>. Acesso em: 17 maio 2023.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MAGRO, C. B. D.; CUNHA, P. R. Red flags na detecção de fraudes em cooperativas de crédito: percepção dos auditores internos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 19, n. 65, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.7819/rbgn.v19i65.2918>. ISSN 1806-4892. Acesso em: 17 maio 2023.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia Científica**. 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2011.

MARTINEZ, A. L. Agency theory na pesquisa contábil. In: **Anais do ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, 22. Foz do Iguaçu, **Anais...**, 1998.

MARQUES, T. H. M.; OGASAVARA, M. H.; TUROLLA, F. A. Seguro garantia em infraestrutura no Brasil: perspectivas de custos de transação e teoria da agência. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 26, n. 3, p. 1-22, 2022. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2022200401.en>

MCCRUM, D.; PALMA, S. Wirecard: inside an accounting scandal. **Financial Times**, 07 fev. 2019. Disponível em: <https://www.ft.com/content/d51a012e-1d6f-11e9-b126-46fc3ad87c65>. Acesso em: 01 maio 2023.

MENDES, L. H. R\$ 700 milhões: a remuneração dos executivos da Americanas em 10 anos. **Pipeline - Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 18 jan. 2023. Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/r-700-milhoes-a-remuneracao-dos-executivos-da-americanas-em-10-anos.ghtml>. Acesso em: 27 set. 2023.

MIQUELINO, F.; CAMPOS, K. A. de; MARCELINO, J. A. Ética: um estudo sobre fraudes e infrações cometidas pelos contadores do estado do paraná no período de 2016 a 2019. **Boletim de Conjuntura (BOCA)**, Boa Vista, v. 8, n. 22, p. 103–116, 2021. DOI: 10.5281/zenodo.5574761 . Disponível em: <https://revista.ioles.com.br/boca/index.php/revista/article/view/467>. Acesso em: 20 dez. 2023.

MONTESDEOCA, M. R.; MEDINA, A. J. S.; SANTANA, F. B. Research Topics in Accounting Fraud in the 21st Century: A State of the Art. **Sustainability**, v. 11, n. 6, p. 1570, 2019. DOI: <http://dx.doi.org/10.3390/su11061570>. Acesso em: 20 dez. 2023.

NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L. Divulga o da Informa o Contábil, Governança Corporativa e Controle Organizacional: uma rela o necessária. **Revista Universo Contábil**, v. 4, n. 3, 2008. [S.l.], v. 4, n. 3, p. 25-47, out. 2008. ISSN 1809-3337. Disponível em: <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/979>. Acesso em: 25 maio 2023.

O GLOBO. Americanas: após ouvir CEO sobre fraude contábil, CPI quer agora ouvir bancos e auditorias. **O Globo**, Rio de Janeiro, 13 jun. 2023. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/ao-vivo/americanas-acompanhe-sessao-da-cpi-que-apura-fraudes-contabeis-na-varejista.ghtml> Acesso em: 14 jun. 2023.

PANDA, B. ; LEEPSA, N. M. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. **Indian Journal of Corporate Governance**, v. 10, n. 1, p. 74-95, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1177%2F0974686217701467>

PINTO JÚNIOR, H. Q.; PIRES, M. C. P. **Assimetria de Informações e Problemas Regulatórios**. Brasília: Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – ANP, 2000. Disponível em: <https://www.gov.br/anp/pt-br/centrais-de-contenido/notas-e-estudos-tecnicos/notas-tecnicas/arquivos/2000/nota-tecnica-9-2000.pdf> . Acesso em: 12 jun. 2023.

PREISS, P.; SCHNEIDER, S.; GRISA, C.; MOLINA, A. A. Os sistemas agroalimentares e a crise Covid-19: é possível um cenário mais justo e equitativo? In: Santos, R; Pochmann, M. (Org.) **Brasil pós-pandemia: reflexões e propostas**. São Paulo: Alexa Cultura, 2020.

RAMONET, I. O escândalo Parmalat. **Le Monde Diplomatique Brasil**, São Paulo, 01 fev. 2004. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/o-escandalo-da-parmalat/>. Acesso em: 09 jul. 2023.

RAHMAN, M. J.; ZHU, H. T. Predicting accounting fraud using imbalanced ensemble learning classifiers - evidence from China. **Accounting And Finance**, v. 180, n. 2, p. 2023, 2023. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1111/acfi.13044>. Acesso em: 20 dez. 2023.

REZAEI, Z. Causes, consequences, and deterrence of financial statement fraud. **Critical Perspectives on Accounting**, 16(3), 277-298, 2005. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S1045-2354\(03\)00072-8](https://doi.org/10.1016/S1045-2354(03)00072-8). Acesso em: 09 jul. 2023.

RIBEIRO, D. S. M.; COSTA JR., J. V. Transações de Forfait no Brasil: Override às Aversas? In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE - ADCONT, 8., Rio de Janeiro, **Anais...**, Rio De Janeiro: PUC-Rio, 2017. Disponível em: <http://www.adcont.net/index.php/adcont/AdCont2017/paper/viewFile/2781/799>. Acesso em: 16 maio 2023.

ROCHA, I.; NASCIMENTO, S.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A. Teoria da agência e assimetria da informação: panorama do comportamento da produção científica no contexto nacional e internacional. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO - SemeAd, 13., . **Anais...** São Paulo: USP, 2010.

SADAF, R.; OLÁH, J.; POPP, J.; MÁTÉ, D. An Investigation of the Influence of the Worldwide Governance and Competitiveness on Accounting Fraud Cases: A Cross-Country Perspective. **Sustainability**, v. 10, n. 3, p. 588, 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.3390/su10030588>. Acesso em: 20 dez. 2023.

SAKAWA, H.; WATANABEL, N. Accounting Frauds and Main-Bank Monitoring in Japanese Corporations. **Journal Of Business Ethics**, v. 180, n. 2, p. 2022. DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-021-04888-z>. Acesso em: 20 dez. 2023.

YU, S. J.; RHA, J. S. Research Trends in Accounting Fraud Using Network Analysis. **Sustainability**, v. 13, n. 10, p. 5579, 2021. DOI: <http://dx.doi.org/10.3390/su13105579>. Acesso em: 20 dez. 2023.