UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

CÁSSIO FREIRE MARINHO COSTA

DA SOLIDEZ AO COLAPSO: um estudo do risco financeiro no caso de fraude da Lojas Americanas

Recife
2025

CÁSSIO FREIRE MARINHO COSTA

DA SOLIDEZ AO COLAPSO: um estudo do risco financeiro no caso de fraude da Lojas Americanas

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco, como requisito para obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis. Área de concentração: informação contábil.

Orientador: Charles Ulises de Montreuil Carmona

Recife
2025

.Catalogação de Publicação na Fonte. UFPE - Biblioteca Central

Costa, Cássio Freire Marinho.
Da solidez ao colapso: um estudo do risco financeiro no caso de fraude da Lojas Americanas / Cássio Freire Marinho Costa. - Recife, 2025.
72f.: il.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2025.
Orientação: Charles Ulises de Montreuil Carmona.
Inclui referências.

1. Lojas Americanas; 2. Fraudes contábeis; 3. Análise de risco; 4. Mercado Financeiro Brasileiro. I. Carmona, Charles Ulises de Montreuil. II. Título.

UFPE-Biblioteca Central

CÁSSIO FREIRE MARINHO COSTA

DA SOLIDEZ AO COLAPSO: UM ESTUDO DO RISCO FINANCEIRO NO CASO DE FRAUDE DAS LOJAS AMERICANAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco, Centro Acadêmico CCSA, como requisito para a obtenção do título de Mestra em Ciências Contábeis. Área de concentração: Informação Contábil.

Aprovado em: 13/02/2025

BANCA EXAMINADORA

Participação via videoconferência

_____

Prof. Dr. Charles Ulises de Montreuil Carmona (Orientador)
Universidade Federal de Pernambuco

Participação via videoconferência

_____

Prof.º Dr. Jeronymo José Libonati (Examinador Interno)
Universidade Federal de Pernambuco

Participação via videoconferência

_____

Prof.ª Dr.ª SHEILA SAYURI KATAOKA (Examinadora Externa)
Universidade Federal da Paraíba

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, meu Criador e Sustentador, por seu amor e graça na minha vida todos os dias. Que tudo em minha vida seja para louvar o nome de Jesus. “Porque dele, e por meio dele, e para ele são todas as coisas. A ele seja a glória, para sempre. Amém!” (Rm 11.36)

Agradeço ao meu pai, Aurivan, e minha mãe, Aparecida, pelo amor, ensino, encorajamento, incentivo, apoio, e por sempre estarem presentes em minha vida, formando a pessoa que sou hoje, pra glória de Deus.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Charles Carmona, pelas ideias, paciência no ensino, disponibilidade e por todo o suporte concedido ao longo do mestrado.

Agradeço à minha namorada, Rúbia, por sempre me incentivar, confortar e torcer por mim nessa jornada.

Agradeço aos meus amigos e irmãos em Cristo, Lucas Araújo e Brian Soares, que tem sido inspirações e referências para mim.

Agradeço ao meu amigo, Lucas André, que desde a graduação tem caminhado comigo, e compartilhado de alegrias e dificuldades.

Agradeço a todos os meus familiares, amigos, aos colegas de turma do mestrado, pelas orações, companhia e apoio. Meu muito obrigado a todos que fizeram parte disso!

RESUMO

O presente estudo analisou de que forma os riscos operacional, risco legal, risco de crédito, risco de mercado e risco de informação se manifestam no caso da Lojas Americanas, em razão da crise decorrente das fraudes contábeis da empresa, descobertas em 2023. Para o alcance dos objetivos propostos, a pesquisa combinou métodos quantitativos e qualitativos, sendo uma pesquisa de métodos mistos, exploratória e descritiva, utilizando-se de pesquisa bibliográfica e documental para a coleta de dados. Tais dados, por sua vez, foram obtidos por meio de demonstrações financeiras e fatos relevantes emitidos pela Lojas Americanas, dados financeiros extraídos do Yahoo! Finanças, relatórios de agências internacionais de crédito, além de relatórios de processos administrativos da CVM e investigações da Polícia Federal. Os resultados apontam que os riscos observados, efetivamente, manifestam-se no caso Americanas, e compreendem fatores como a perda substancial do valor de mercado das ações da empresa, os processos legais e investigações em torno da atividade da companhia e de seus ex-diretores, a queda e posterior retirada de *ratings* da Americanas por parte de agências de classificação de crédito, além de mudanças estruturais na operação da companhia como resultado da crise. Tais fatores ressaltam a gravidade da crise e seus desdobramentos, e trazem à reflexão a crescente demanda por controles eficazes no mercado financeiro, contando com a colaboração desde os órgãos reguladores, até as empresas que compõem tal mercado, e ainda auditores e agências de crédito.

Palavras-chave: Lojas Americanas, Fraudes Contábeis, Análise de Risco, Mercado Financeiro Brasileiro.

ABSTRACT

The present study analyzed how operational risk, legal risk, credit risk, market risk, and information risk manifested in the case of Lojas Americanas due to the crisis resulting from the company's accounting fraud, discovered in 2023. To achieve the proposed objectives, the research combined quantitative and qualitative methods, adopting a mixed-methods, exploratory, and descriptive approach. Data collection was conducted through bibliographic and documentary research. These data were obtained from financial statements and material facts disclosed by Lojas Americanas, financial data extracted from Yahoo! Finance, reports from international credit rating agencies, as well as reports from administrative proceedings of the CVM (Brazilian Securities and Exchange Commission) and investigations by the Federal Police. The results indicate that the observed risks effectively manifested in the Americanas case, encompassing factors such as the substantial loss in the company's stock market value, legal proceedings and investigations surrounding the company's activities and its former executives, the downgrade and subsequent withdrawal of Americanas' ratings by credit rating agencies, as well as structural changes in the company's operations as a result of the crisis. These factors highlight the severity of the crisis and its consequences, bringing attention to the growing demand for effective controls in the financial market, requiring collaboration from regulatory bodies, companies operating in the market, auditors, and credit agencies.

Keywords: Lojas Americanas, Accounting Fraud, Risk Analysis, Brazilian Financial Market.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 -	Cotação de AMER3 na B3 nos últimos 5 anos (2019-2023).	33
Figura 2 -	Negociação de ações da Americanas por diretores em 2022.	58

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Evolução da definição de *stakeholder*.	14
Tabela 2 -	Tabela-resumo das fraudes contábeis na Americanas S.A.	36
Tabela 3 -	Resultados obtidos pela aplicação do Teste de Kupiec.	42
Tabela 4 -	Classificação dos ratings de crédito da S&P, Fitch e Moody's.	47
Tabela 5 -	*Ratings* de crédito da Lojas Americanas pela S&P.	47
Tabela 6 -	*Ratings* de crédito da Lojas Americanas pela Fitch.	48
Tabela 7 -	*Ratings* de crédito da Lojas Americanas pela Moody's.	49
Tabela 8 -	Inquéritos administrativos CVM x Lojas Americanas.	50
Tabela 9 -	Processos administrativos sancionadores CVM x Lojas Americanas.	51
Tabela 10 -	Processos administrativos da CVM encerrados x Lojas Americanas.	51
Tabela 11 -	Processos administrativos da CVM em análise x Lojas Americanas.	55
Tabela 12 -	Investigados na Operação *Disclosure* pela venda milionária de ações.	59

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP	Balanço Patrimonial
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
SEP	Superintendência de Relações com Empresas
SNC	Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria
SOI	Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores
SPS	Superintendência de Processos Sancionadores
SRE	Superintendência de Registro de Valores Mobiliários
SSE	Superintendência de Supervisão de Securitização
VAR	*Value at Risk*
VPC	Verba de Propaganda Cooperada

SUMÁRIO

1	**INTRODUÇÃO**	**11**
2	**FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**	**13**
2.1	Teoria dos *stakeholders*	13
2.2	Risco	16
2.3	Tipos de risco	18
2.3.1	**Risco de mercado**	**18**
2.3.2	**Risco operacional**	**20**
2.3.3	**Risco de crédito**	**22**
2.3.4	**Risco legal**	**25**
2.3.5	**Risco de informação**	**26**
2.4	Gerenciamento de risco	28
2.5	Caso da Lojas Americanas	32
2.5.1	**Fraudes na DRE**	**33**
2.5.2	**Fraudes no BP**	**34**
2.5.3	**Impactos gerais das fraudes contábeis na Americanas S.A.**	**35**
2.6	Estudos anteriores	36
3	**METODOLOGIA**	**37**
4	**RESULTADOS**	**40**
4.1	Risco de mercado	40
4.2	Risco operacional	43
4.3	Risco de crédito	46
4.4	Risco legal	49
4.5	Risco de informação	57
5	**CONSIDERAÇÕES FINAIS**	**60**
6	**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**	**63**

1 INTRODUÇÃO

Como descreve Bernstein (1997), o conceito de risco está atrelado a uma incerteza sobre o futuro e, adicionalmente, as decisões que envolvem a análise e avaliação de tal incerteza. Historicamente, conforme disserta o autor, a humanidade tem adotado recursos e ferramentas no objetivo de gerenciar o risco e diminuir a imprevisibilidade em torno do mesmo.

Diante disso, Bernstein (1997) ainda aponta o risco para além de um fator de incerteza, mas também um meio de oportunidade para tomada de decisões estratégicas. O risco, portanto, não é um fruto do acaso, mas um fator passível de mensuração e gerenciamento, um campo no qual é possível atuar de forma estratégica, visando inovação e crescimento.

Nas finanças, o risco costuma compor um custo presente nos negócios, o qual exige quantificação e gerenciamento adequados, para que essa medida de insegurança quanto ao retorno de uma decisão ou futuro de um negócio seja controlada de maneira eficiente e positiva ao empreendimento, tornando possível que o risco, para além de um custo, seja tratado como um ganho em potencial para a organização (ASSAF NETO, 2014).

Conforme Dacorso (2000), é possível identificar dois componentes básicos de risco. O primeiro deles abrange a possibilidade de um resultado tomar diferentes formas, sendo que algumas delas poderão ser desfavoráveis; o segundo deles, por sua vez, é o componente de que existe uma chance diferente de zero com relação à possível ocorrência de um resultado menos favorável. Diante dessa possibilidade, os riscos precisam ser devidamente assinalados, classificados e monitorados, para que os cenários desfavoráveis sejam controlados.

A gestão de riscos, nesse sentido, surge como uma forma de auxiliar as empresas na minimização dos riscos relacionados às suas atividades, utilizando-se de diversas ferramentas, técnicas e processos para tal, com vistas a agregar valor ao negócio e proporcionar ganhos aos resultados da empresa (DAROT; FEIL, 2016). Uma vez que seu foco está associado à identificação, avaliação e mensuração de riscos, visando uma estrutura adequada de *compliance* e *performance*, a gestão de riscos tem por propósito “antecipar os efeitos das alterações das variáveis e entidades do ambiente empresarial” (PADOZEVE, 2010).

Ao adotar procedimentos de monitoramento e gerenciamento de riscos, as empresas garantem maior controle diante de procedimentos inadequados decorrentes de erros humanos, falhas de planejamento e procedimentos, bem como defeitos tecnológicos, mas também de práticas fraudulentas que podem ocorrer internamente. Sendo assim, a gestão de riscos é fundamental na detecção de fraudes e comportamentos oportunistas. Portanto, a análise de riscos na operação é um procedimento de relevância no meio corporativo (FAÇANHA *et al.*, 2020).

A presente pesquisa se justifica pela necessidade de uma aprofundada discussão do caso Americanas, sendo este um tema atual e relevante no âmbito do risco corporativo. Observou-se uma escassez de artigos acadêmicos que estejam abordando o ocorrido com a Americanas na perspectiva do estudo de risco. Identificou-se que o episódio recebeu abordagens em trabalhos acadêmicos no que tange aos impactos da crise e seus desdobramentos, a exemplo da recuperação judicial na qual entrou a empresa (GIRÃO; BARRETO, 2023; OLIVEIRA, 2023; ROCHA; BRESSAN, 2023).

Além disso, autores também tem desenvolvido pesquisas em torno da demanda pela ação de auditores e utilização de indicadores na detecção de fraudes contábeis, buscando aprender lições em torno do caso para mitigar a ocorrência de episódios semelhantes a este (ALBUQUERQUE, 2023; CARVALHO; SILVA, 2023). Assim, sobretudo quando se considera a sua importância no cenário econômico nacional, em especial no setor varejista, torna-se imperativo observar e investigar os impactos e desdobramentos causados pelo caso Americanas, com a descoberta de fraudes na organização.

O objetivo do estudo é analisar de que forma os riscos operacional, legal, de crédito, de mercado e de informação se manifestam no caso Americanas, no que diz respeito às fraudes contábeis identificadas na organização em 2023 e os desdobramentos em torno do ocorrido, por meio da combinação de métodos quantitativos e qualitativos de análise.

Espera-se, através disso, contribuir para a literatura acadêmica na área de riscos e gerenciamento de riscos, por meio da aplicação dos conceitos de forma prática ao caso Americanas. Ao observar a forma como diferentes tipos de riscos se manifestam no episódio, o intuito é expandir o escopo teórico, bem como trazer contribuições de âmbito prático à gestão de risco corporativo.

Procura-se, ainda, alertar empresas para a importância de mapear riscos e monitorá-los adequadamente. Sobretudo no caso analisado, observou-se falha na gestão de riscos em razão da ocorrência de fraudes. Contudo, para além desse fator, buscou-se analisar quais os riscos que se desdobram com as consequências de tais práticas fraudulentas, e a importância de inspecioná-los.

O presente trabalho, dessa feita, procura responder a seguinte pergunta de pesquisa: **de que forma os riscos de mercado, operacional, de crédito, legal e de informação se manifestam no caso Americanas?**

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Teoria dos *stakeholders*

O presente trabalho se enquadra na teoria dos *stakeholders*, proposta por Freeman (1984). O autor define *stakeholders* como os indivíduos ou grupos que, de alguma maneira, podem exercer influência, isto é, impactar na consecução e alcance dos objetivos de uma organização, ou ainda que são afetados por estes objetivos. Corroboram com essa definição Silveira, Yoshinaga e Borba (2005), ao afirmar que os *stakeholders* abrangem qualquer ator que tenha relação ou interesse, de maneira direta ou indireta, com ou na organização.

Há duas definições que são abordadas pelo conceito de *stakeholder*, sendo estas a ampla e restrita. Tais definições se fazem cruciais, pois o uso do termo, em dadas ocasiões, tem ocorrido de maneira ambígua e vulgarizada, considerando única e exclusivamente a vaga noção de que *stakeholders* são aqueles que afetam ou são afetados pela empresa. Contudo, isso ocorre em diferentes extensões, sendo preciso estabelecer diferenciação (NETO, 2019).

Conforme Silveira e Borba (2005) e Menezes, Vieira e Santos (2020), que abordam as definições mencionadas no parágrafo anterior, compreende-se que, pela definição ampla, o *stakeholder* seria “qualquer grupo ou pessoa que pode afetar e ser afetado pelo desenvolvimento das atividades da organização”. De acordo com a definição restrita, por sua vez, o *stakeholder* abrange grupos que tem impacto direto na sobrevivência da organização. Sem a atuação desses grupos, portanto, a organização não seria viável.

Mitchell, Agle e Wood (1997), por sua vez, propõem que os *stakeholders* devem ser classificados de acordo com os seus atributos junto à organização em questão, sendo estes: o poder de influência do *stakeholder* na empresa; a legitimidade de seu relacionamento com a instituição; e, por fim, a urgência no que tange à satisfação da solicitação ou exigência do *stakeholder*. Somado a estes, há ainda o atributo da saliência, que diz respeito à prioridade do *stakeholder* para a gestão. Através disso, os autores dissertam que os gestores poderão identificar, em suas entidades, a quem dar maior atenção.

Nota-se, dessa feita, que há diversos debates em torno da definição do termo, e o mesmo tem apresentado evolução com o passar dos anos. Diante disso, Menezes, Vieira e Santos (2020) expõem a respeito da temática, trazendo grande contribuição e esclarecimento para as discussões, conforme a Tabela 1.

Tabela 1 – Evolução da definição de *stakeholder*.

Definição de *stakeholder*	
Década de 1960	Ator sem o suporte do qual a organização não poderia existir (Stanford Research Institute, 1963 como citado em Freeman, 1984, p. 31)
Década de 1980	Ator que pode afetar e ser afetado pelas atividades da organização (Freeman, 1984), seja mediante ações, comportamentos ou políticas, que tem interesse no problema e na sua solução (Mason & Mitroff, 1981), e pode reivindicar a atenção, os recursos ou os *outputs* da organização (Bryson, 1988).
Década de 1990	Ator com o qual a organização se relaciona que reivindica ou dispõe de propriedade e direitos sobre as atividades da organização (Clarkson, 1995), cujo interesse é urgente e a quem importa dar satisfação (Carroll, 1991), tende a ter um tratamento diferenciado (Philips, 1997), e que possui interesse legítimo de participar da organização (Donaldson & Preston, 1995).
Década de 2000	Ator que possui poder e influência (Bourne & Walker, 2005), pois usa o poder para influenciar o comportamento e o desempenho da organização (Gomes & Gomes, 2007). Esse ator cria e captura valor econômico em suas interações com a organização (Garcia-Castro & Aguilera, 2015).

Fonte: Menezes, Vieira e Santos (2020).

A teoria dos *stakeholders*, nesse sentido, busca levar gestores a atentarem para a importância de gerenciar interesses dos mais diversos grupos e indivíduos que,

de alguma maneira, são afetados ou apresentam potencial para tal, em razão das decisões tomadas por uma instituição (Menezes, Vieira e Santos, 2020).

Conforme dissertam Menezes, Vieira e Santos (2020), a gestão de *stakeholders*, nesse sentido, tem um elevado grau de importância, levando em consideração que “a sobrevivência das organizações depende da capacidade de gerenciar os relacionamentos com ampla rede de atores”, sendo que tais atores variam desde empregados, fornecedores e clientes, até aos próprios acionistas e gerentes de uma instituição (Silveira, Yoshinaga e Borba, 2005).

A teoria dos *stakeholders*, nesse sentido, é voltada para a identificação de quem são os *stakeholders*, quais são os interesses desses atores, a forma como atuam e, assim, torna possível classificar os stakeholders de maior importância para a sobrevivência da empresa, a fim de garantir a estes maior atenção. É desse modo que a teoria conecta a percepção dos gestores organizacionais quanto à importância de cada *stakeholder* com a distribuição dos recursos da instituição entre eles, de acordo com a sua relevância para a empresa (Bazanini *et al.*, 2020).

A teoria tem ganhado cada vez mais notoriedade diante dos desafios enfrentados pela gestão de empresas, uma vez que as ações tomadas pelos administradores de uma organização, como aponta Neto (2019), “podem ser dramáticas para os financiadores, trabalhadores e mesmo para os cidadãos de países inteiros, ao pôr em causa sustentabilidade econômica de países e mesmo do sistema financeiro global”. Para reforçar a sua tese, o autor cita como exemplo o caso da Lehman Brothers e da Enron, nos Estados Unidos.

Dessa feita, levando em consideração a proposta do presente trabalho de analisar a temática da gestão de riscos empresarial, pautando-se na forma como gestores e administradores tem lidado com os riscos inerentes às atividades organizacionais, e os impactos de tais riscos para os atores que, de alguma forma, estão envolvidos com a instituição, enquadramos a pesquisa em questão na teoria dos *stakeholders*.

A gestão de riscos tem relevância não apenas para proteger o valor da empresa e seu bom funcionamento, mas também para preservar o interesse dos *stakeholders* que, conforme observado, compreendem não apenas os acionistas, mas também clientes, fornecedores, funcionários, e a sociedade como um todo.

No caso Americanas e os riscos aplicados para o estudo em questão, é possível notar que apresentam impacto, direta ou indiretamente, a todos os *stakeholders*

envolvidos. Seja o caso de fornecedores que dependem de pagamento, funcionários vieram a perder seus empregos, acionistas que viram as ações da empresa perder massivamente o seu valor de mercado, dentre outros, observa-se que as fraudes praticadas no caso Americanas acarretaram em instabilidades aos mais diversos *stakeholders*, enfatizando a necessidade da gestão de riscos corporativa e, assim, justificando o enquadramento do presente estudo em tal teoria.

2.2 Risco

Popularmente, conforme descreve Peres (2010), o risco envolve uma “ideia negativa, de algo ruim ou indesejável que deve receber tratamento com o objetivo de eliminá-lo”. Brüseke (2007), por sua vez, define o risco como um termo relacionado às consequências negativas decorrentes de fenômenos e processos dos mais diversos. Como apontam Pinho *et al.* (2011), “estamos perante uma situação de risco quando existe a possibilidade de uma determinada situação ter um resultado que não é o desejado”. Dessa forma, nota-se que a definição de risco, regularmente, está atrelada a algo desfavorável.

Padozeve (2010), ao definir risco, expõe que se trata da “possibilidade de que o retorno real se desvie do retorno esperado [...], a probabilidade de perder ou não ganhar”. Zeno (2007), por sua vez, disserta que, apesar da tendência humana de uma forte aversão a perdas, o risco não necessariamente precisa ser percebido como ruim ou negativo. O autor afirma que “todo risco está associado a um retorno, portanto riscos maiores permitem em troca retornos maiores”. Assim, apesar de ser enxergado como algo essencialmente negativo, o risco é necessário para a obtenção de retornos e geração de valor.

A tomada de decisões no meio empresarial, especialmente por parte dos administradores, encarregados de conduzir as organizações em busca do alcance de seus objetivos, implica em riscos, os quais abrangem, nesse sentido, as incertezas e falta de informação concreta a respeito de acontecimentos futuros (SCHNEIDER, 2014). O risco de uma decisão, portanto, envolve a consciência e responsabilidade de que há possibilidade da ocorrência de fracassos, perdas e danos (BRÜSEKE, 2007).

Nesse contexto, o risco diz respeito à volatilidade do mundo dos negócios e incertezas intrínsecas a ele (CARMO, 2009), conforme descreve também Jorion (1998), o qual define o risco como sendo “a volatilidade de resultados inesperados”.

Nota-se, dessa feita, que o risco é diretamente ligado à ideia de volatilidade e inconstância.

Risco, portanto, envolve exposição a uma situação cuja consequência pode ser incerta ou indesejada e, logo, compreende a sua probabilidade de concretização (CARMO, 2009). Pode-se afirmar, ainda, que risco está diretamente ligado às variações que um resultado antecipadamente planejado pode sofrer. Assaf Neto (2014), nesse sentido, entende o risco nas finanças como sendo “uma medida de incerteza associada aos retornos esperados de uma decisão de investimento”.

É importante ressaltar, contudo, que o risco deve ser diferenciado de incerteza. Embora ambos apresentem semelhanças e apontem para possíveis eventos que podem acontecer no futuro, o risco se refere a fatos recorrentes ou repetitivos e, por isso, pode ser medido e estimado com certo grau de precisão. A incerteza, por outro lado, trata-se de uma incidência aleatória, envolvendo fatos não recorrentes e que não são passíveis de mensuração precisa de probabilidade em torno de sua ocorrência (BORGES; BERGAMINI JR, 2001).

Como aponta Padozeve (2010), “a incerteza caracteriza-se pelo total desconhecimento do futuro”. Quando há informações que tornam possível a obtenção de alguma perspectiva e vislumbre a respeito do futuro, contudo, o que se observa é a incidência do risco, e não a incerteza (PADOZEVE, 2010).

Assim, de acordo com o que é exposto pelo COSO (2004) em sua Estrutura Integrada, riscos compreendem a possibilidade do surgimento de ocorrências que, de alguma maneira, venham a representar adversidades à consecução dos objetivos da empresa. Ainda, como descrevem Albuquerque, Couto e Oliva (2019), um risco corporativo é determinado justamente pela oportunidade e ocorrência de um evento, em comparação ao impacto do mesmo. Sendo assim, é essencial que haja uma análise eficiente e efetiva de tais fatores para a administração segura dos riscos.

Dessa forma, quando não gerenciados corretamente, os riscos poderão ser extremamente prejudiciais e adversos para a organização. De acordo com Jorion (1998), os riscos “devem ser monitorados cuidadosamente, visto que podem acarretar grandes perdas”. Uma vez tipificados e administrados, porém, podem ser transformados em oportunidades. Conforme expõe Ávila (2014), “a inovação e o risco coexistem com frequência”, de modo que a exposição ao risco, apesar de carregar conotação negativa, pode ser uma oportunidade, quando gerenciado corretamente, através das técnicas adequadas de gestão.

Entende-se, dessa forma, que o risco é passível de ser administrado. Apesar de potencialmente desvantajoso, o risco também pode ser utilizado para a maximização da receita de uma organização, quando considerada adequadamente a sua relação com o retorno e, assim, o risco que anteriormente era negativo, encontra potencial de agregação de valor àquele que o administra (IFAC, 1999).

2.3 Tipos de risco

Para a tipificação dos riscos na presente pesquisa, utiliza-se a classificação de Lemgruber *et al.* (2001), que, ao tratarem do risco financeiro, dividem o risco em quatro grupos principais: risco de mercado, risco operacional, risco de crédito e risco legal/institucional. Tal classificação já fora proposta por Jorion (1998). Mais recentemente, Zeno (2007) também expõe que, dentre os riscos mais comumente enfrentado pelas empresas, estão os mencionados anteriormente. Além dos quatro riscos propostos acima, acrescentou-se o risco de informação ao estudo, abordado por Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002).

2.3.1 Risco de mercado

Jorion (1998) descreve o risco de mercado como sendo aquele decorrente de mudanças e volatilidades nos preços dos ativos e passivos financeiros. Conforme Zonatto e Beuren (2010) “os riscos de mercado estão relacionados aos investimentos financeiros realizados pela organização”, ligados assim ao comportamento de preços de um ativo, de acordo com as condições do mercado. Tal oscilação de preços, portanto, não estaria sob controle da empresa, sendo regida por fatores de mercado, inerentes à atividade empresarial (ASSAF NETO, 2014).

É válido ainda ressaltar, conforme exposto por Pinho *et al*. (2011), que o risco de mercado, de maneira geral, afeta todas as empresas, ainda que não o faça com igual magnitude para cada uma delas. Contudo, o fato é que o risco de mercado tem efeitos abrangentes, uma vez que trata com variáveis que não se limitam a um setor ou ramo específico da economia. Em razão disso, define-se o risco de mercado como a medida das perdas potenciais que decorrem de mudanças inesperadas nos fatores de mercado (ZENO, 2007).

De semelhante modo, Fraletti e Famá (2003) definem risco de mercado como sendo decorrente de oscilações e volatilidades nos preços de ativos e passivos financeiros. Sendo assim, esse risco seria mensurado pelas mudanças nos resultados do mercado financeiro, causadas por instabilidades no mercado acionário, de *commodities*, ou nas taxas de juros e câmbio, e que estão fora do controle das organizações.

O risco de mercado, portanto, está relacionado aos efeitos de variáveis macroeconômicas sobre as organizações e envolvem, além dos já citados anteriormente, variações e impactos resultantes da taxa de inflação e da taxa do crescimento do PIB, por exemplo (PINHO *et al.*, 2011).

Em conformidade com o exposto acima, Hull (2012) exemplifica a respeito do risco de mercado ao tratar da exposição de bancos a taxas de juros, taxas de câmbio, preços de ações, preços de *commodities*, dentre outras variáveis de mercados que, em primeira instância, não são geridos por essas instituições, mas por *traders*, de modo que os bancos devem procurar a diversificação de seus investimentos, a fim de que sua exposição aos movimentos de mercado seja gerenciada de maneira eficiente. Amaral (2015) ainda acrescenta o risco imobiliário como sendo um risco de mercado a ser gerido.

Assim, conforme Amaral, (2015) o risco de mercado “deriva de potenciais perdas nas carteiras de negócios ou investimentos, decorrentes das alterações às condições econômicas e financeiras do mercado”. O mercado financeiro é constantemente afetado por instabilidade e insegurança, decorrentes de notícias que surgem a todo instante. Por esse motivo, é cercado também de incertezas quanto ao seu futuro, e daí surge o risco de mercado, diretamente relacionado às indefinições e inquietações em torno do mesmo (OLIVEIRA; PINHEIRO, 2018).

Para medir o risco de mercado na presente pesquisa, utiliza-se como instrumento de medida o *Value at Risk*, ou *VaR*. Conforme descreve Jorion (1998), o *VaR* “sintetiza a maior (ou pior) perda esperada dentro de determinados períodos de tempo e intervalo de confiança”. Complementarmente, como descrevem Hull e Basu (2016), o *VaR*, em sua essência, traz o questionamento de “até que ponto as coisas podem ficar ruins?”, justamente pelo fato de mensurar o limite de perda esperada em determinado contexto.

Dessa feita, o *VaR* é um instrumento de relevância em termos de mensuração de risco no meio corporativo. É como afirma Dowd (2007), ao expor que o *VaR*

“fornece um critério de risco comum, e esse critério permite às instituições gerir os seus riscos de novas maneiras que não eram possíveis antes”.

Por meio do *VaR*, administradores podem determinar limites de risco sob os quais decidirão conduzir a operação, e assim monitorar de perto o nível de risco que a empresa está exposta. Através do *VaR* se torna possível avaliar de forma mais aprofundada os riscos em tornos de investimentos, oportunidades e decisões, sendo essencial para a análise do risco de mercado (DOWD, 2007). Assim, o *VaR* possibilita a adoção de uma metodologia estruturada para se tratar o risco de forma crítica, sendo essa a abordagem adotada no presente estudo.

À medida que é utilizado o *VaR* para analisar os riscos de mercado na presente pesquisa, adicionalmente, emprega-se o método estatístico do Teste de Kupiec (1995). Tal metodologia foi proposta por Chris Kupiec para validar e testar a eficácia de modelos de risco. O teste consiste em validar se as perdas reais de um determinado portfólio excedem o *VaR* estimado, ou se tais perdas são aceitáveis.

Com relação às limitações do método, por sua vez, é possível mencionar, sobretudo, o fato de que o teste não considera a proporção das perdas identificadas, mas apenas se elas superam ou não o *VaR* estimado, isto é, o teste seria limitado no que tange a capturar o impacto e severidade das perdas, apenas quantificando o número de violações (CHRISTOFFERSEN, 1998; DANIELSSON; DE VRIES, 2000).

Em suma, porém, o Teste de Kupiec é amplamente útil na validação de modelos de *VaR*, apresentando simplicidade combinada à eficácia na detecção de falhas em modelagens. Sendo assim, está diretamente associado à proposta da presente pesquisa, no que diz respeito à análise do risco de mercado, uma vez que o *VaR* é utilizado como indicador principal.

2.3.2 Risco operacional

O risco operacional está ligado aos processos internos de uma empresa, sendo justamente o risco decorrente de possíveis falhas nesses processos, que resultariam em impactos negativos para a organização. Tais inadequações internas podem acabar envolvendo tanto sistemas operacionais e de controle, como falhas humanas e de gerenciamento, potencialmente capazes de acarretar em perdas para a entidade (FERNANDES *et al.*, 2010).

Zeno (2007) corrobora com tal definição, ao afirmar que o risco operacional é resultante das perdas potenciais de uma empresa em caso de falhas humanas e de equipamentos, quando estas não são previstas ou efetivamente controladas por sistemas, práticas e controles internos de uma empresa.

Sendo assim, em contraste ao risco de mercado, que está conectado a fatores externos à empresa, o risco operacional diz respeito ao ambiente interno dela, compreendendo o nível de adequação de seus controles internos, sistemas, e também colaboradores. Conforme Jorion (1998), os riscos operacionais “referem-se às perdas potenciais resultantes de sistemas inadequados, de má administração, controles defeituosos ou falha humana”. O risco operacional, contudo, abrange não apenas as já mencionadas falhas humanas e de controle, mas ainda o risco de fraudes corporativas, por exemplo (ZONATTO; BEUREN, 2010).

Dessa feita, estão inclusos nesse tipo de risco todas as perdas decorrentes de falhas internas de um empreendimento, quando este não estabelece um planejamento adequado ao desenvolvimento de suas atividades operacionais e de monitoramento de sua execução, ou falha no treinamento e preparação de sua equipe de colaboradores, ou ainda peca em estabelecer políticas adequadas de fiscalização e combate a fraudes e comportamentos oportunistas (ZONATTO; BEUREN, 2010).

Hull (2012) aborda o risco operacional de maneira ampla, e expõe sobre riscos associados a entrada em novos mercados, desenvolvimento de novos produtos, dentre outros fatores econômicos. Além disso, o autor também cita o risco de erros no processamento de transações, de controles inadequados, e comportamentos desonestos por parte de comerciantes ou colaboradores.

Assim, fica claro que o risco operacional vai muito além do que aquele decorrente apenas do âmbito funcional da empresa, mas abrange as possíveis falhas associadas à inadequação nos processos, pessoas e sistemas de informação que fazem parte das operações de uma entidade (AMARAL, 2015).

Pinho *et al*. (2011), ao tratarem do risco operacional, estabelecem ainda associação do mesmo ao mercado de atuação da empresa e os riscos que envolvem as inovações tecnológicas necessárias, o desenvolvimento dos produtos a serem ofertados, comportamento de consumidores e até as estratégias de marketing adotadas. Os autores afirmam ainda que “a exposição a este risco faz parte da própria natureza de qualquer atividade empresarial”, de modo que o entendem como necessário para que a empresa alcance sucesso em seus negócios.

O risco operacional, portanto, abrange desde o risco de perda decorrente de falta de segurança na guarda de um ativo, até a insuficiência de controles e sistemas, além de fraudes que acabam por tornar impróprio o exercício das atividades da instituição. Tais fatores, por sua vez, podem resultar em perdas inesperadas para a empresa, e impactam diretamente a sua posição no mercado, seu desempenho econômico-financeiro e até mesmo a relação que a organização possui com stakeholders, pois revelam inconsistências e inadequações na operação da instituição (OLIVEIRA; PINHEIRO, 2018; FOGO *et al.*, 2019).

2.3.3 Risco de crédito

O risco de crédito diz respeito às perdas quando há a possibilidade de um contratante ou tomador não honrar com os compromissos assumidos junto a um credor. Trata-se, portanto, de obrigações com condições pré-estabelecidas para o seu cumprimento por meio de um acordo, mas, por alguma circunstância, tais obrigações podem não ser cumpridas em conformidade ao que foi definido previamente, sendo essa incerteza o que definimos como risco de crédito (BRITO; ASSAF NETO; CORRAR, 2009).

Brito e Assaf Neto (2008) definem que “o crédito geralmente envolve a expectativa do recebimento de um valor em um certo período de tempo”, estando diretamente ligado, assim, ao retorno que uma empresa pode obter em razão de um compromisso assumido anteriormente. Diante dessa visão, Brito e Assaf Neto (2008) afirmam que “o risco de crédito é a chance de que essa expectativa (em torno do recebimento) não se cumpra”, surgindo quando as contrapartes de um acordo não cumprem suas obrigações contratuais junto a um credor por incapacidade para tal, ou até mesmo por não desejar fazê-lo (JORION, 1998).

Em resumo, conforme apontado por Zeno (2007), é possível definir o risco de crédito como sendo aquele que resulta de potenciais perdas referentes a “obrigação não honrada, ou da capacidade modificada de uma contraparte em honrar seus compromissos, resultando em perda financeira”.

Ao tratar do caso de instituições bancárias, por exemplo, Hull (2012) menciona que, caso haja o empréstimo de todos os seus fundos, por parte de um banco, a um único tomador, os riscos serão enormes, uma vez que não há diversificação. Acontecendo da entidade mutuária passar por dificuldades no âmbito financeiro, não

conseguindo arcar com os pagamentos das dívidas, isso terá impacto direto no banco que efetuou o empréstimo, sendo gerado risco de crédito.

O risco de crédito pode ainda gerar perdas no resultado das organizações, em decorrência das classificações de agências creditícias. Estas determinam o rating de empresas e, com isso, a depender do tomador, surge a necessidade de o credor realizar provisões a respeito de possíveis perdas em seu resultado, o que impacta nos números financeiros da companhia e, consequentemente, em seu valor de mercado (OLIVEIRA; PINHEIRO, 2018).

Em suma, portanto, o risco de crédito é definido pela possibilidade de um ativo se tornar irrecuperável, total ou parcialmente (AMARAL, 2015). O autor ainda desenvolve três componentes referentes ao risco de crédito, sendo eles o risco de incumprimento, quando há risco de o credor não cumprir com a sua obrigação no tempo devido, gerando perda total ou parcial do crédito; o risco de concentração, quando há risco de perda em decorrência do crédito envolver um pequeno grupo concentrado de mutuários; o risco colateral, quando o risco de perda decorre da queda de qualidade na garantia oferecida pelo credor (AMARAL, 2015).

Assim, se a definição de risco está atrelada a uma incerteza, o risco de crédito envolve justamente o nível de incerteza existente em uma operação de crédito (ZONATTO; BEUREN, 2010). Havendo possibilidade de perdas ao credor pelo fato de um tomador não cumprir com suas obrigações, há risco de crédito (BRITO; ASSAF NETO, 2008).

Diante do exposto e considerando as diversas mudanças no panorama econômico, é fato que a administração de risco de crédito tem ganhado importância cada vez mais significativa (BRUNI; MURRAY; FAMÁ, 1998).

O processo de mensuração e gestão do risco de crédito, que consiste na quantificação da possibilidade de uma instituição incorrer em perdas dessa natureza, tem se tornado uma crescente demanda no meio empresarial, e os gestores devem se atentar a tal necessidade, visando a manutenção da saúde financeira da empresa e dos seus fluxos de caixa (BRITO; ASSAF NETO, 2005). Conforme disserta Altman (1968), “um dispositivo rápido e eficiente para detectar riscos de crédito desfavoráveis pode permitir que o agente de crédito evite decisões potencialmente desastrosas”.

Para a presente pesquisa, a análise do risco de crédito se deu através da observação de *ratings* de crédito em torno da empresa Americanas, como resultado da crise na empresa. Altman (1968), um dos pioneiros no estudo do risco de crédito,

aponta a análise de *ratings* como significante técnica, por exemplo, na previsão de falências. O *rating* como índice poderia, nesse caso, detectar sinais de deterioração de crédito em uma empresa, levando administradores a tomar decisões mais qualificadas de investimento.

Blume, Lim e MacKinlay (1998) abordam a temática das classificações de crédito demonstrando que o objetivo de tais *ratings* é "medir a credibilidade de uma corporação". Para esse objetivo, as agências de classificação se utilizam de ferramentas como demonstrações contábeis, informações não públicas, dentre outros dados importantes que assegurem uma classificação coerente com a qualidade de crédito em determinada instituição, e assim avaliam a capacidade dos tomadores de pagar suas dívidas (KAMINSKY; SCHMUKLER, 2002).

O *rating* de crédito, conforme ainda expõe a KPMG (2020), indica “uma classificação que mostra a capacidade financeira da companhia”, isto é, “se ela tem possibilidades reais de arcar com as obrigações financeiras dentro de um prazo pré-estabelecido”. De maneira geral, portanto, esse indicador aponta para a saúde financeira da organização, avaliada através da capacidade e vontade apresentada por uma entidade quanto ao potencial de honrar seus compromissos financeiros (SOARES; COUTINHO; CAMARGOS, 2012).

Os *ratings* de crédito, dessa feita, auxiliam na promoção de desenvolvimento e bom funcionamento do mercado de capitais, contribuindo com informações relevantes para a tomada de decisão de investidores, e são de grande valia para empresas no processo de captação de recursos, bem como a órgãos governamentais, no que diz respeito ao financiamento de projetos públicos (STANDART & POOR’S, 2012).

Sylla (2002) também destaca a importância dos *ratings* de crédito, apontando, por exemplo, para a mitigação de comportamentos oportunistas. Em razão do monitoramento contínuo da qualidade de crédito, há a restrição de gestores que poderiam adotar comportamentos visando tão somente seus próprios interesses. Assim, apesar de não ser um sistema isento de falhas, o autor destaca o impacto positivo dos *ratings* no que tange à resolução de conflitos de interesse, visando o bom funcionamento da organização.

Kaminsky e Schmukler (2002), desenvolvendo um estudo com a proposta de investigar a relevância dos ratings de crédito observam, dentre outros aspectos, que mudanças em classificações de crédito afetam significativamente títulos e ações.

Além disso, as alterações de *rating* tendem a afetar significativamente economias menos transparentes, revelando informações antes desconhecidas pelo setor.

No propósito de classificar empresas de acordo com sua capacidade financeira, surgem as agências de crédito. Tais agências, por meio de “dados históricos e expectativas de desempenho”, classificam organizações de acordo com o de risco de crédito que apresentam, de acordo com os padrões de métricas estabelecidos pelas agências (SOARES; COUTINHO; CAMARGOS, 2012). Assim, fica claro que os *ratings* de crédito fornecidos pelas agências de classificação de crédito são um importante índice, sendo esta a medida utilizada para análise na presente pesquisa.

2.3.4 Risco legal

De acordo com Chaves (2018), o risco legal no âmbito corporativo “consiste na incerteza relativa aos retornos inesperados pela falta de gestão de suas atividades perante o embasamento legal”. Abrange, dessa feita, situações referentes ao descumprimento de leis, normas e padrões éticos. Podem envolver tanto casos em que há direta violação de regulamentações e normas governamentais, como ainda cenários de *insider trading*, em que pessoas com informações privilegiadas se aproveitam dessa possibilidade para realização de transações para benefício próprio, por exemplo (JORION, 1998).

O risco legal é definido, então, pelas possíveis perdas resultantes de fatores como violações e transgressões da legislação, contratos ineficientes ou insuficientes no que diz respeito à sua documentação, contratos com deficiência na clareza de suas informações, alterações no ambiente legislativo, dentre outros fatores que podem impactar o amparo legal de um contrato (DUARTE JR, 2014).

Esta definição se encontra em concordância com o exposto por Zeno (2007), que define o risco legal como sendo aquele que relacionado às potenciais perdas que resultam de fatores como a violação da legislação, a elaboração de contratos pouco claros ou mal documentados, qualidade de aplicação da lei e criação de novos tributos ou reinterpretação dos já existentes.

Tal conceituação é validada também por Oliveira e Pinheiro (2018), os quais afirmam que o risco legal surge como resultado da incapacidade de cumprimento de um compromisso assumido legalmente, ou ainda da inexistência de fiscalizações claras e eficientes para assegurar a observância de uma obrigação. Jorion (1998)

afirma que os riscos legais podem surgir ainda “quando uma contraparte não possui autoridade legal ou regulatória para se envolver em uma transação”.

Dessa maneira, há diversos aspectos que se apresentam como risco legal para uma empresa. É possível citar, por exemplo, regulamentações em um mercado que, apesar de trazerem maior conforto a determinado segmento, podem elevar o risco de certas empresas não conseguirem se adequar e, consequentemente, cumprir tais regulamentações (ZENO, 2007).

Além disso, observa-se também a necessidade de atenção com relação aos contratos firmados no meio corporativo. Como aponta Zeno (2007), quando há contratos omissos, mal redigidos ou sem o devido amparo legal, as empresas ficam desprotegidas, ou ao menos não protegidas de forma adequada, o que eleva o risco legal enfrentado pelas organizações.

Por fim, cabe ser mencionado ainda o risco legal em torno da qualidade de aplicação das leis por determinado sistema legal. Zeno (2007) expõe que, a depender da estrutura legal e institucional responsável pelo cumprimento das leis, há impactos no risco legal enfrentado pelas empresas. Quando há maior cumprimento de leis e contratos, o risco legal é reduzido, ao passo que em situações de baixa qualidade na aplicação de leis, os riscos legais são elevados.

Em suma, o risco legal, conforme apontam Fogo *et al.* (2019), associa-se diretamente ao cumprimento da legislação em vigência e submissão às regras determinadas por essa política, além da elaboração de contratos legais que se mostrem eficientes e com cláusulas claras, a fim de que garantam o cumprimento dos compromissos em questão. Uma vez que a empresa se mostra apta à realização de tais tarefas, são minimizados e controlados os riscos legais em torno de sua atividade.

Apesar de, em comparação às outras categorias de risco apresentadas, o risco legal tenha a menor probabilidade de ocorrência, por outro lado, apresenta um grande potencial de impacto, uma vez que é mais amplo do que o decorrente de insuficiências de âmbito operacional, por exemplo (SANTOS, 2007). Diante disso, é necessário que o risco legal seja controlado, em vistas à atuação racional das empresas, evitando riscos desnecessários e gerando valor para a organização (ZENO, 2007).

2.3.5 Risco de informação

Conforme Aslan *et al.* (2011), “o risco de informação surge quando alguns investidores têm melhores informações do que outros sobre as perspectivas de uma empresa”. O nível de impacto desse risco, por sua vez, dependerá de diversos fatores que vão desde a natureza da informação até a qualidade da mesma, bem como o quanto de informações públicas há a respeito da empresa em questão, até a frequência com a qual determinados usuários da informação têm acesso a tais informações privadas, e a fração delas em relação às demais (Aslan *et al*., 2011).

Corroboram com tal definição Lambert, Leuz e Verrecchia (2012), ao dissertar que o risco de informação surge no mercado financeiro quando há a existência de informação privada entre os seus usuários. A origem do risco de informação, portanto, está diretamente e intimamente associada à assimetria de informação. Diante disso, os autores ainda afirmam que “em um mercado de concorrência perfeita, não há um fator de risco de informação”, uma vez que todos os usuários estão igualmente informados.

Todavia, em um mundo com informação assimétrica, como apontam Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002), é fato que “um investidor desinformado está sempre em desvantagem em relação aos *traders* com melhor informação”, uma vez que os investidores que operam sem informações privilegiadas terão investimentos, preços e liquidez menores para seus ativos (SIQUEIRA; AMARAL; CORREIA, 2017).

Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002) ainda apresentam um exemplo de um investidor que se encontra numa posição de escolha de investimentos em duas ações, idênticas em todos os aspectos. Porém, uma delas possui a totalidade de seus eventos de informação como públicos, ao passo que na outra opção de investimento, todos os eventos de informação são privados. A conclusão dos autores é de que o investimento com informação privada apresenta maior risco ao investidor do que o investimento cujas informações são públicas.

De forma prática, Siqueira, Amaral e Correia (2017), ao discorrer a respeito do efeito do risco de informação assimétrica no retorno de ações negociadas no Ibovespa identificaram, em sua pesquisa, que o risco informacional “aparenta ter um papel significativo” no que tange ao retorno dos portfólios utilizados no estudo. Desse modo, fica exposto que o risco de informação é relevante no retorno de ativos, devendo ser levada em consideração na gestão de riscos empresarial.

No cenário brasileiro, a Lei nº 6.404/1976, popularmente conhecida como Lei das Sociedades por Ações, ou ainda Lei das S.A., estabelece que companhias cujas

ações são negociadas em bolsa deverão prestar contas aos acionistas e usuários da informação em geral, isto é, fornecendo informações a respeito da situação econômico-financeira da empresa. Adicionalmente, a Resolução da Comissão de Valores Mobiliários nº 80/2022 dispõe a respeito de quais informações e declarações devem ser fornecidas por tais empresas, a fim de que os usuários de informação recebam o necessário para a tomada de decisão.

Contudo, apesar de apresentarem relevantes, os instrumentos acima citados ainda não aparentam ser suficientes para mitigar por completo a assimetria informacional e, consequentemente, o risco de informação. Como apontam Cardoso, Mendonça e Riccio (2004), há casos em que as empresas cumprem básica e essencialmente o proposto na lei, e divulgam o mínimo necessário para não sofrer punições pelo seu descumprimento.

Cardoso, Mendonça e Riccio (2004) ainda afirmam que, ao agirem dessa forma, os gestores das organizações “deixam aos investidores a incumbência de prognosticar, quantificar e mensurar as consequências à exposição aos riscos” e, em razão dos diferentes níveis de conhecimento técnico entre os investidores, essa divulgação de informações simplificada, sem maiores esclarecimentos, e meramente para cumprimento da lei, acaba por provocar assimetria informacional.

Além disso, Cardoso, Mendonça e Riccio (2004) descrevem que há casos em que ocorre a não-divulgação deliberada de informações, uma vez que não há obrigatoriedade de divulgação das mesmas - ainda que relevantes, como é o caso de “informações ligadas à política estratégica das empresas”.

Assim, apesar das leis e regulamentos que abordam e impõem a divulgação de informações por parte das empresas, estas por si só não mitigam por completo os riscos de informação, seja por motivos de *insider trading*, divulgação simplificada de informações, ou mesmo não-divulgação deliberada, de modo que a assimetria informacional existe e, consequentemente, o risco.

2.4 Gerenciamento de risco

Jorion (1998) define gerenciamento de riscos como sendo “o processo através do qual várias exposições (ao risco) são identificadas, mensuradas e controladas”. Corroboram com essa definição os autores Spósito *et al.* (2017), ao descrever que “gerenciamento de riscos envolve implantar medidas e procedimentos para

identificação, análise e elaboração do plano de prevenção, redução e controle dos mesmos".

Gerenciamento de riscos envolve, portanto, exercer controle sobre os riscos que permeiam a atividade da organização, criando estratégias e planos para identificá-los e mitiga-los de maneira precisa. Através de um sistema de gestão eficiente, torna-se mais propício identificar fontes de risco e perigo para a atividade operacional (SOARES, 2013).

Fraletti e Famá (2003), por meio de pesquisas realizadas em países desenvolvidos, dissertam que a gestão de riscos tem se tornado, para os gestores financeiros e administradores, uma responsabilidade tão ou até mesmo mais importante do que os objetivos tradicionais da empresa, a exemplo da minimização de custos e a melhora de crédito. Tal realidade aponta para a crescente demanda por parte das instituições de exercer controle sobre os riscos em torno de seus negócios.

Conforme Fogo *et al.* (2019), a empresa que possui, em sua estratégia, ferramentas de gestão de risco, consegue "antecipar-se aos fatores de riscos, não eliminando, mas visando oferecer melhor qualidade na tomada de decisão", de modo a gerar valor por meio de decisões mais acertadas e que minimizam efeitos adversos para a instituição.

Zeno (2007) define a gestão de risco como "a cultura, processos e estruturas direcionadas ao efetivo gerenciamento de potenciais oportunidades e efeitos adversos". Para o autor, nesse sentido, a gestão do risco é uma ferramenta fundamental para a saúde e sobrevivência das empresas, elevando a probabilidade de sucesso e reduzindo a probabilidade de falhas e as incertezas quanto ao alcance dos objetivos propostos por uma organização.

Considerando que toda empresa precisa investir, e que todo investimento apresenta riscos, é impossível que algum negócio alcance crescimento sem que enfrente tais riscos, em grau menor ou maior (ZENO, 2007). Assim, em um cenário econômico permeado por riscos, mensurá-los é crucial.

Riscos estão relacionados, justamente, com a ideia de incerteza, sendo que esta última passa a ser quantificada e qualificada. Dessa feita, não é possível estabelecer controle algum sob a incerteza, ao passo que, em se tratando de riscos, pode-se fazer deles oportunidades (ROCQUE, 2007). Tais oportunidades só serão bem aproveitadas, contudo, se houver um gerenciamento qualificado dos riscos.

Conforme aponta Rocque (2007), “assumir riscos diferencia empresas líderes, mas também pode levá-las a estrondosos fracassos”. Portanto, um bom gerenciamento de riscos precisa estar apto a apresentar respostas que reduzam as ameaças, bem como potencializem de forma consistente as oportunidades que podem produzir (SPÓSITO *et al*., 2017).

A gestão do risco, portanto, “permite que as empresas atuem de maneira racional, evitando riscos desnecessários e aproveitando oportunidades”, como aponta Zeno (2007). Dessa maneira, as empresas se tornam aptas a controlar de forma cada vez mais eficiente as possibilidades de perdas e, por consequência, criar valor para seus acionistas por meio de melhores resultados.

Gerenciar riscos, dessa feita, implica também na otimização da tomada de decisões em uma organização, e isso tem sido percebido pelo mercado, uma vez que crescem as incertezas em torno desse ambiente. Diante disso, faz-se necessária a implementação de medidas de gestão cada vez mais amplas (ALBUQUERQUE *et al.*, 2019).

Tal demanda por sistemas de controles internos, de governança corporativa e gestão tem se tornado pauta frequente nas organizações, no intuito de identificar, prevenir e/ou combater eventos de risco (ZACARI, 2018). Administrar riscos, dessa feita, é uma necessidade de toda e qualquer empresa, visto que estão expostas a riscos, em maior ou menor grau. Cabe a empresa e seus administradores, diante disso, definir o nível de risco que estão dispostos a aceitar em troca de determinada recompensa ou retorno em assumi-lo (ZENO, 2007).

É muito provável que a administração da firma tenha de lidar com riscos e incertezas durante a execução de suas atividades e tomada de decisões. Uma vez que os riscos podem acabar comprometendo o alcance e planejamento dos objetivos de uma empresa, gerenciá-los adequadamente é fundamental (ALBUQUERQUE *et al.*, 2019).

Dessa maneira, como apontam Fogo *et al.* (2019), deve haver na empresa o desenvolvimento de um modelo de gestão de riscos eficiente e amplo, envolvendo a estratégia da organização, seus custos e metas. Através disso, a empresa terá parâmetros para acompanhar em que nível o planejamento elaborado está sendo seguido, poderá avaliar os resultados de forma mais apropriada, fazendo-o de forma constante e rápida, com medidas bem definidas e estabelecidas em convergência aos objetivos almejados pela instituição.

Esse gerenciamento, portanto, deve abranger o trabalho de análise, avaliação e monitoramento dos fatores que, de alguma maneira, apresentam potencial de provocar adversidades ao que foi ou está sendo planejado pela empresa (ALBUQUERQUE *et al.*, 2019). É válido destacar, conforme pontuado por Seabra (2013), que no processo de gestão de riscos, a tomada de decisões precisa sempre se basear em uma análise custo-benefício eficiente de todas as alternativas possíveis, atentando para diferentes cenários e perspectivas.

O desenvolvimento das atividades de análise e controle de risco tendem a trazer melhorias aos processos decisórios de uma organização, impactando positivamente em seus resultados. Para isso, é imprescindível que a avaliação dos riscos inclua, como já dito, perspectivas diversas, a fim de trazer um escopo mais amplo dos imprevistos em potencial. Há ainda a necessidade constante de comunicação durante as fases do processo, visando assegurar o sucesso daquilo que está sendo realizado (ÁVILA, 2014).

De maneira sistemática, Ávila (2014) apresenta um modelo de estágios para a gestão dos riscos, compreendendo as etapas de: identificação do risco; medição do impacto do risco anteriormente identificado; tomada de decisão quanto à minimização do risco; e, por fim, resposta ao risco, que compreende a implementação daquilo que foi traçado.

De semelhante modo, Seabra (2013) propõe que, no processo de gerenciamento de riscos, há etapas imprescindíveis, sendo elas: a identificação dos riscos enfrentados pela empresa em questão; a medição dos potenciais efeitos gerados por cada risco observado; a decisão de como os riscos serão tratados. Além disso, outro ponto a ser destacado é a análise do quanto vale a pena gerir determinado risco, isto é, a definição do seu grau de relevância para a saúde financeira e as atividades organizacionais.

As atividades a serem adotadas e os planos traçados, por sua vez, estão diretamente ligados a características da empresa em questão. O porte da empresa e o nível de complexidade das atividades realizadas por ela definirão se será necessária, por exemplo, uma abordagem mais simplificada e informal dos riscos, ou se é preciso que tais riscos sejam precisamente sistematizados, estruturados e monitorados (VIEIRA; BARRETO, 2019).

Em suma, os riscos podem representar empecilhos para o alcance de objetivos, e até mesmo provocar problemas financeiros e de desempenho, caso não sejam

manejados corretamente e venham a se concretizar. Todavia, uma gestão de riscos qualificada, desenvolvida através de estratégias, políticas e tratamento adequado, forçam gestores a exercer criatividade, habilidade e, com isso, nascem as oportunidades (SPÓSITO *et al.*, 2017).

Em meio a análises de riscos, os gestores podem se utilizar de sua percepção, desenvolver uma visão sistêmica e perspectivas críticas, as quais tendem a colaborar grandemente com o controle de riscos. Portanto, o gerenciamento de riscos apresenta rico potencial de agregação de valor para a empresa (SPÓSITO *et al.*, 2017). Conforme expõe também Seabra (2013), o processo de gestão de riscos tende a trazer efeitos positivos no valor da empresa, e isso pode ser refletido em fatores como políticas de investimentos, de dividendos, redução do endividamento, além de ganhos em diversas outras áreas.

Assim, conforme descreve Zeno (2007), em meio a um contexto de escândalos corporativos, globalização, inovações e regulamentações, que impactam diretamente no risco enfrentado pelas organizações, “a gestão eficiente do risco torna-se ferramenta fundamental para a sobrevivência e crescimento das empresas”.

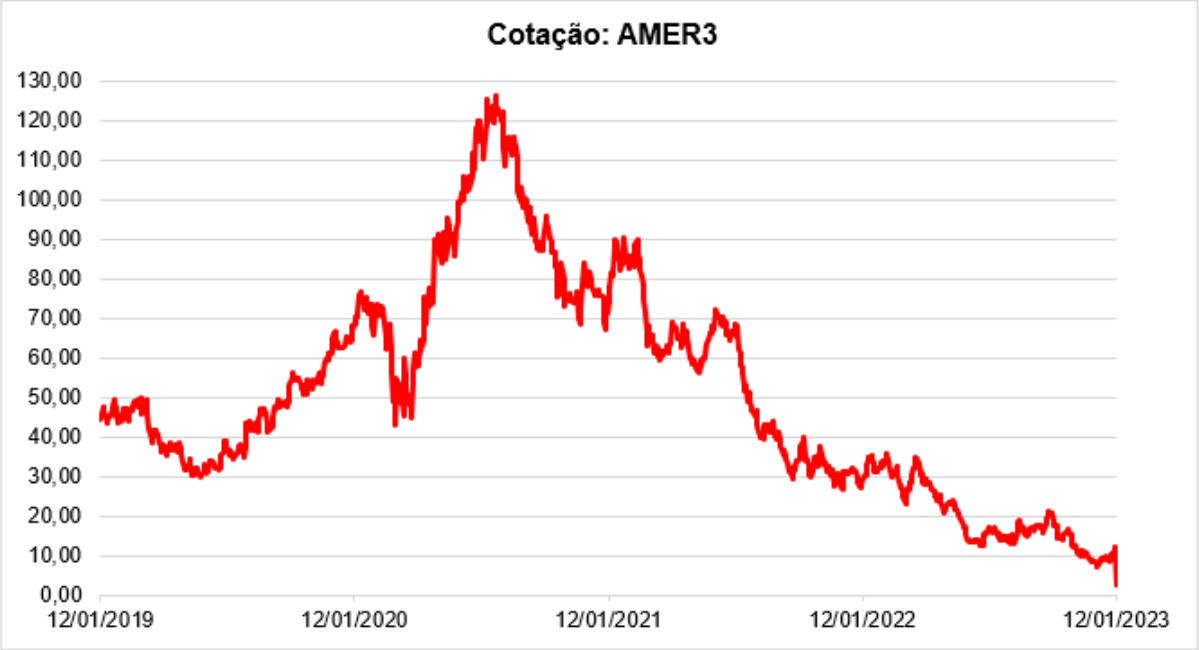
2.5 Caso da Lojas Americanas

Em 11 de janeiro de 2023, a recém-empossada nova diretoria da companhia Lojas Americanas publicou fato relevante ao mercado financeiro, sendo este a descoberta de inconsistências contábeis que acarretaram, inicialmente, num prejuízo financeiro na dimensão de R$ 20 bilhões, com data-base em 30 de setembro de 2022.

Os impactos desse fato foram extremamente negativos para a empresa, que viu seu valor de mercado despencar em quase 80% no dia seguinte à divulgação, apresentando uma queda no valor da empresa que ultrapassou os 9 bilhões de reais, registrando a maior queda diária de uma empresa brasileira desde 2008 (G1, 2023).

Na Bolsa de Valores, as ações da empresa chegaram a atingir o pico de R$ 122,90 durante o ano de 2020. No dia 11 de janeiro de 2023, que antecedeu a divulgação das inconsistências contábeis, as ações da organização valiam R$ 12,00. No dia seguinte, a cotação caiu drasticamente, conforme já relatado, fechando em R$ 2,72, como resultado das incertezas a respeito do futuro da organização. A Figura 1, que pode ser visualizada a seguir, apresenta o comportamento da cotação da Americanas S.A. na Bolsa dos últimos 5 anos.

Figura 1 – Cotação de AMER3 na B3 nos últimos 5 anos (2019-2023)



Fonte: elaboração própria com dados de 2019 a 2023 extraídos do Yahoo! Finanças.

Com o início de investigações e maior aprofundamento no ocorrido, tomou-se conhecimento de que aquilo que, inicialmente, era tratado como “inconsistências contábeis”, na realidade, referia-se a práticas fraudulentas nos números contábeis da Lojas Americanas, fato esse divulgado ao mercado em 14 de junho de 2023, inclusive apontando a participação dos membros da diretoria nestas fraudes.

A esse ponto, tomou-se conhecimento ainda que o prejuízo financeiro provocado pelas fraudes contábeis, na realidade, já ultrapassava o patamar de 40 bilhões de reais, demonstrando a proporção gerada pela manipulação nas demonstrações. O valor das fraudes identificadas na Lojas Americanas é superior, por exemplo, a duas vezes o valor de mercado atual de uma de suas concorrentes, Magazine Luiza (ABRAHÃO, 2023).

2.5.1 Fraudes na DRE

As fraudes contábeis ocorreram, sobretudo, por meio de contratos de Verba de Propaganda Cooperada (VPC) criados de maneira artificial, visando a melhora dos resultados da companhia, sendo que estes contratos chegaram a atingir o saldo de 21,7 bilhões de reais em 2022, inflando sinteticamente os resultados apurados.

Os contratos de VPC são realizados entre indústria e varejo para cobrir custos com publicidade, e impulsionar vendas de produtos. Os varejistas, nesse caso, estipulam um preço para apresentar produtos de um fabricante nas lojas, ou colocá-los em posições privilegiadas de venda. Sendo assim, a varejista recebe um montante por parte dos fabricantes de produtos para intensificar a divulgação dessas mercadorias. No ocorrido das Americanas, contudo, esses contratos eram criados artificialmente, sem contratação da parte de fornecedores da indústria. Assim, havia aumento do faturamento sem que houvesse efetivo auferimento de receita (BOLZANI, 2023; RIBEIRO, 2023).

A contrapartida desses lançamentos, por sua vez, era efetuada em conta redutora da conta de fornecedores no Balanço Patrimonial (BP), visando a diminuição do custo de mercadorias vendidas, e acarretando no corrente aumento dos resultados contábeis, além de gerar uma melhor situação patrimonial para a empresa.

Além disso, foi descoberto que os lançamentos de juros sobre operações financeiras, os quais obrigatoriamente deveriam transitar pelo resultado da empresa, estavam sendo negligenciados. Desse modo, identificou-se a ausência de 3,6 bilhões de reais na Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), referente a tais lançamentos.

Tais valores foram contabilizados também como redutores da conta de fornecedores no BP da companhia em 2022. Como consequência disso, há impacto no BP, porém, principalmente na DRE da Americanas S.A., que tem suas despesas reduzidas e receitas incrementadas de maneira artificial.

2.5.2 Fraudes no BP

Foi revelado ainda que houve operações de risco sacado que totalizaram 18,4 bilhões de reais, contabilizados na conta de fornecedores incorretamente. Essas operações de risco sacado se referem a contratações nas quais a Americanas solicitava a bancos que realizassem o pagamento de uma compra a fornecedores da companhia. O banco então quitaria a dívida da Americanas com seus fornecedores, e esta passaria a dever ao banco, com cobrança de juros (G1, 2023; TORRES, 2023).

Outra inconsistência diz respeito ao montante de 2,2 bilhões de reais referentes a operações de capital de giro, também classificados como lançamentos na conta de

fornecedores e, assim, distorcendo a qualidade das informações fornecidas pela companhia durante o período observado, em 2022.

Além da contabilização não estar sendo feita da forma devida, os juros decorrentes dessas operações também não o estavam, como já visto no tópico anterior. Desse modo, estava sendo camuflado em fraudes contábeis o elevado grau de alavancagem e endividamento em que a empresa se encontrava, que havia contratado uma série de financiamentos, mas optou por classificá-los de maneira inadequada, a fim de camuflar a sua real situação econômico-financeira (BOLZANI, 2023).

2.5.3 Impactos gerais das fraudes contábeis na Americanas S.A.

Observou-se um incremento de mais de 25,3 bilhões de reais no resultado das Americanas S.A., demonstrando a gravidade do ocorrido e o elevado grau de distorção que sucedeu nas demonstrações contábeis apresentadas pela empresa. Tratava-se de números artificialmente elaborados para inflar o valor de mercado da companhia por meio do crescimento de receitas que, na realidade, não existiam de forma efetiva.

Quanto ao BP, a incorreta classificação de lançamentos contábeis ocasionou a redução da dívida da companhia em cerca de 20,6 bilhões de reais, dificultando a mensuração do grau de endividamento correto da companhia (BOLZANI, 2023). Com isso, os administradores visavam expor aos stakeholders uma saúde econômico-financeira que não era realidade na empresa.

O impacto das fraudes contábeis nos números da companhia, de maneira geral, já ultrapassa os 45 bilhões de reais. O caso é tratado como a maior fraude corporativa da história do Brasil (BRANDÃO, 2023). A Tabela 2, apresentada a seguir, traz um resumo das operações fraudulentas na contabilidade da empresa, o valor estimado de cada uma delas – conforme divulgado pela Americanas ao mercado, e seu respectivo impacto, tanto particular como conjunto, na situação econômico-financeira da organização.

Tabela 2 – Tabela-resumo das fraudes contábeis na Americanas S.A.

Descrição da Fraude	Valor da Fraude	Impacto da Fraude
Criação de contratos de VPC artificiais	R$ 21,7 bilhões	Aumento sintético nas receitas.
Operações de risco sacado contabilizados como Fornecedores	R$ 18,4 bilhões	Redução do endividamento da companhia.
Ausência de contabilização dos juros sobre operações financeiras	R$ 3,6 bilhões	Redução das despesas.
Operações de capital de giro contabilizados como Fornecedores	R$ 2,2 bilhões	Redução do grau de alavancagem da empresa.
TOTAL	**R$ 45,9 bilhões**	**Melhora nos números contábeis da empresa.**

Fonte: Dados de pesquisa (2024).

2.6 Estudos anteriores

No que diz respeito aos estudos anteriores, foi feito um trabalho de pesquisa para o levantamento de artigos que tenham abordado e desenvolvido o caso de fraude analisado no presente estudo, isto é, da Lojas Americanas.

É válido destacar que, por se tratar de um fato recente, visto que todo o ocorrido foi divulgado durante o ano de 2023, ainda não há vasta literatura no meio científico. Outro ponto a ser considerado é que esse caso ainda não se encontra finalizado, mas debaixo de investigações, de modo que poderão surgir novas pesquisas e informações a respeito da temática.

Girão e Barreto (2023) desenvolveram pesquisa sobre o caso, discorrendo de maneira detalhada a respeito da crise na Lojas Americanas. A pesquisa abrange desde a história da companhia e sua evolução, até o momento de descoberta das fraudes contábeis. A partir disso, trata dos desdobramentos do fato. Tal pesquisa foi elaborada com o intuito de ser aplicada como estudo em sala de aula, trazendo uma perspectiva mais educacional.

Albuquerque (2023), por sua vez, buscou analisar o caso da Lojas Americanas sob outra perspectiva, isto é, o papel do auditor em meio a situações como esta. A autora desenvolve, portanto, uma pesquisa sobre a forma como o auditor pode agir na mitigação dos riscos de fraudes contábeis no meio empresarial, utilizando o caso Americanas como base, juntamente com as normas contábeis que tratam a respeito do papel do auditor.

Foi possível identificar também Rocha e Bressan (2023), desenvolvendo pesquisa a respeito da temática de recuperação judicial aplicada ao caso Americanas. O artigo dissertou sobre a Lei de Falência e Recuperação Judicial e, uma vez que a Americanas passou por esse processo em decorrência da crise, foi utilizada como caso na produção do trabalho.

Oliveira (2023), dissertou a respeito do caso Americanas sob outra perspectiva, analisando a reputação da empresa junto a investidores e clientes e o impacto causado pelos escândalos de fraudes nessa relação. Dessa feita, o foco do trabalho está na reputação corporativa e como esta pode ter sido comprometida pelas fraudes descobertas.

Ferreira (2023), apresenta um estudo de caso das Americanas abordando o elemento da comunicação, isto é, de que maneira a empresa lidou com a crise e os escândalos no que diz respeito às estratégias de comunicação, respostas a usuários da informação, e maiores detalhes sobre os fatos ocorridos. O artigo se volta, assim, à repercussão dos escândalos de fraude e como a Americanas lidou com isso no que tange à sua gestão de comunicação.

Carvalho e Silva (2023), por outro lado, buscaram analisar, através do caso de fraude descoberto na Lojas Americanas, se indicadores econômico-financeiros usualmente utilizados como *Red Flags* para detecção de fraudes contábeis poderiam, de algum modo, contribuir para a detecção das fraudes no caso em questão. Os autores chegaram à conclusão que, apesar dos indicadores apresentarem dados expressivos, não foi possível concluir que os mesmos seriam eficazes para a detecção de fraudes contábeis, mesmo sendo contributivos na análise.

Nesse contexto, enfatiza-se a momentânea escassez de estudos a respeito do caso Americanas com foco na gestão de riscos, que é o foco do presente estudo. Espera-se que surjam novas pesquisas abrangendo os casos em questão, a fim de que sejam amplamente explorados, e assim haja novas contribuições para a formação de conhecimento.

3 METODOLOGIA

A presente pesquisa tem por objetivo analisar de que forma os riscos de mercado, operacional, de crédito, legal e de informação se manifestam no episódio. Para a consecução de tal objetivo, o estudo trata-se de uma pesquisa de métodos

mistos, que integra técnicas de coleta de dados quantitativos e procedimentos qualitativos de pesquisa dentro de um mesmo projeto (SAUNDERS; LEWIS; THORNHILL, 2019).

O estudo do risco de mercado foi efetuado através de técnicas quantitativas, que consistem na coleta e análise de dados para testar a teoria (SAUNDERS; LEWIS; THORNHILL, 2019). Nesse caso, a pesquisa se utilizou de dados extraídos da cotação da Americanas na B3 durante o período de 30, 60, 120 e 180 dias, tendo como mediana o dia do "*crash*" da empresa no mercado, isto é, da divulgação da descoberta de fraudes contábeis, em 11/01/2023.

A análise desses dados, por sua vez, foi realizada através do cálculo do *VaR*, e em seguida da aplicação do Teste de Kupiec (1997), para validação do modelo, a fim de verificar se há evidências empíricas de concretização do risco de mercado no caso Americanas. Observou-se, dessa feita, o quantitativo de violações do *VaR* ocorrido nas janelas de tempo utilizadas no presente estudo.

O estudo dos riscos de crédito, operacional, legal e de informação, por sua vez, foi realizado por meio de técnicas qualitativas, que buscam trazer significados a um determinado fenômeno em observação, isto é, o caso Americanas. Os significados, nesse contexto, "são derivados de palavras de imagens, não de números", conforme dissertam Saunders, Lewis e Thornhill (2019). A técnica qualitativa adotada na pesquisa, por sua vez, foi da Análise Temática, a fim de identificar e relacionar os dados coletados nos documentos com os riscos em questão.

Para observação do risco de crédito, o estudo se utilizou dos *ratings* emitidos por agências de crédito internacionais (S&P, Fitch e Moody's) no que diz respeito à Lojas Americanas, a fim de observar, historicamente (2023 e 2024), o nível de confiança atribuída por tais agências à empresa em questão antes e após a crise, validando seus impactos na classificação de crédito da companhia.

No que tange ao risco operacional, o estudo analisou as demonstrações financeiras publicadas pela Americanas, juntamente aos fatos relevantes divulgados pela companhia ao mercado, no período compreendido entre 2021 e 2024, a fim de observar quais ações foram adotadas pela administração da empresa, após a crise, para mitigação do risco operacional. Com isso, busca-se analisar de que forma, no âmbito operacional, a empresa tem se posicionado em resposta à crise.

Para análise do risco legal, foi elaborado um levantamento dos processos administrativos conduzidos pela CVM, tanto aqueles em andamento quanto os já

finalizados, como resultantes das fraudes contábeis na Americanas. Além disso, abordou-se a investigação da Polícia Federal (PF) em torno da empresa, na Operação *Disclosure*, a fim de evidenciar o risco legal em torno da Americanas, que resulta diretamente das fraudes contábeis e da crise que se instaurou na companhia. Os processos foram iniciados a partir de 2023, e foi feita a análise até dezembro/2024.

Por fim, no que diz respeito ao risco de informação, a pesquisa se utilizou de dados fornecidos pela PF na Operação *Disclosure*, iniciada em junho de 2024, que apontaram para o envolvimento de diretores da Lojas Americanas nas fraudes contábeis da empresa. Isso se deve ao fato de que a investigação identificou a venda milionária de ações da Americanas por parte de tais diretores no período que antecedeu a mudança da diretoria, no segundo semestre de 2022, inclusive expondo os diretores e o montante vendido por cada um deles, de modo a evidenciar o *insider trading* praticado pelos mesmos e, assim, provocando o risco de informação.

No que diz respeito ao propósito da pesquisa, trata-se de um estudo exploratório, uma vez que busca obter evidências sobre um fato, e assim esclarecer a compreensão sobre determinado problema de pesquisa. Também é um estudo descritivo, pois se busca obter um perfil preciso de um evento, sendo essa uma característica primordial desse tipo de pesquisa, a qual também está diretamente associada às pesquisas exploratórias (SAUNDERS; LEWIS; THORNHILL, 2019).

Quanto aos procedimentos técnicos, a presente pesquisa trata-se de uma pesquisa bibliográfica e documental. Bibliográfica, por considerar em sua elaboração materiais publicados em livros, artigos científicos e periódicos, os quais já forneceram escopo teórico para as temáticas abordadas.

Em especial, houve a consulta de literaturas que desenvolvem o corpo teórico a respeito da tipificação e análise de riscos. Conforme já mencionado, o presente estudo aborda as classificações propostas por Lemgruber *et al*. (2001) e Jorion (1998), que dividem os riscos em: operacional, legal, de mercado e de crédito, além do risco de informação, sendo este último proposto por Easley, Hvidkjaer e O'Hara (2002).

A pesquisa também adota procedimentos documentais, conforme já citado, por abordar outros tipos de documento, sendo estes as demonstrações financeiras e fatos relevantes emitidos pela empresa ao mercado, os quais foram extraídos diretamente do portal de relação com os investidores que a companhia possui (GIL, 2002; ALMEIDA, 2021).

Além das bibliografias já mencionadas, a elaboração das informações contidas no presente estudo utilizou-se como fonte os dados extraídos do Yahoo! Finanças no que diz respeito ao desempenho financeiro da Americanas no mercado da B3 durante o período de análise, para observar a variação ocorrida no valor de mercado da organização.

Dessa forma, o presente estudo, ao combinar dados quantitativos e técnicas qualitativas, por meio de uma pesquisa de métodos mistos, procurou observar de que forma os riscos de mercado, de crédito, operacional e legal se manifestam no caso Americanas, o impacto causado pelas fraudes contábeis e seus desdobramentos.

4 RESULTADOS

4.1 Risco de mercado

Para análise do risco de mercado, a presente pesquisa se utilizou do instrumento de medida do *VaR*, aplicando-o às cotações da Lojas Americanas ao longo de 4 períodos distintos: 180 dias, 120 dias, 60 dias e 30 dias, aos níveis de confiança de 95% e 99%. Em todos os casos, a mediana foi a data do "*crash*" da Americanas, isto é, o dia em que foi divulgada ao mercado financeiro a descoberta de inconsistências contábeis na empresa, o que deu início à sua crise.

O objetivo, dessa feita, foi estimar a perda máxima esperada para cada dia, e assim observar em quais momentos houve violação dessa estimativa. Buscou-se, então, analisar o impacto da crise da Americanas em seu valor de mercado, e se as violações apresentadas em torno da crise na empresa comprovariam a concretização de risco de mercado.

Para o cálculo do *VaR*, conforme Jorion (1995), Dowd (2007), bem como Hull e Basu (2016), utilizamos a seguinte fórmula:

$$VaR = \sigma \times V \times z$$

Onde:

- σ é o desvio-padrão dos retornos da carteira, sendo este calculado sempre com base nos últimos 10 retornos;
- V é o valor da carteira;

- Z é o fator relacionado ao nível de confiança. Conforme mencionado, foi utilizado nível de confiança de 95% (Z = 1,65) e 99% (Z = 2,33), assumindo distribuição normal.

Adicionalmente, foi adotado o Teste de Kupiec (1995), que tem por função avaliar a precisão de modelos de *VaR* na gestão de risco. O autor desenvolveu um modelo que verifica o número de vezes em que as perdas efetivas, isto é, as violações do *VaR*, podem ocorrer, de modo que o modelo ainda seja considerado aceitável. O teste, portanto, baseia-se na frequência de extrapolação do *VaR* em determinada amostra. Dessa feita, o método estatístico do Teste de Kupiec foi utilizado para validar o modelo aplicado na pesquisa, testando sua eficácia.

Para o cálculo do Teste de Kupiec (LRuc), utilizamos a seguinte fórmula:

$$LRuc = -2\ln(\frac{(1-p)^{n-x}\,p^{x}}{\left(1-\frac{x}{n}\right)^{n-x}\left(\frac{x}{n}\right)^{x}}$$

Onde:

- p é o nível de confiança do *VaR*;
- n é o total de observações analisadas, nesse caso, dias;
- x é o total de observações em que as perdas superam o *VaR*;
- $\ln$ é o logaritmo natural.

Após aplicado o modelo, testam-se as hipóteses do Teste de Kupiec, que são:

- **Hipótese Nula (H_0):** A taxa de excedência, isto é, as ocorrências em que as perdas superam o *VaR*, está dentro do esperado. O modelo do *VaR* é preciso.
- **Hipótese Alternativa (H_1):** A taxa de excedência está além do esperado. O modelo do *VaR* não é preciso.

Para se chegar ao resultado do teste, compara-se o LRuc do Teste de Kupiec com o valor crítico x^2 para 1 grau de liberdade, que seria, aproximadamente, 3,84 para um nível de confiança de 95%, e 6,63 para um nível de confiança de 99%. A tabela 3, a seguir, apresenta os resultados do teste aplicado.

Tabela 3 – Resultados obtidos pela aplicação do Teste de Kupiec.

Total de Observações (N)	Número de Violações (X)	Nível de Confiança (1−α)	Proporção de Violações Observadas	Proporção de Violações Esperadas	Valor Crítico da Distribuição	Teste de Kupiec (LRuc)	Conclusão
30	3	95%	0,10	0,05	3,84	1,24	Não rejeita Ho
30	2	99%	0,07	0,01	6,63	4,29	Não rejeita Ho
60	5	95%	0,08	0,05	3,84	1,18	Não rejeita Ho
60	3	99%	0,05	0,01	6,63	4,95	Não rejeita Ho
120	11	95%	0,09	0,05	3,84	3,56	Não rejeita Ho
120	4	99%	0,03	0,01	6,63	4,10	Não rejeita Ho
180	15	95%	0,08	0,05	3,84	3,54	Não rejeita Ho
180	6	99%	0,03	0,01	6,63	6,15	Não rejeita Ho

Fonte: elaboração própria (2024).

Por meio do teste, observou-se que a hipótese nula não é rejeitada, o que indica que o modelo de *VaR* adotado na pesquisa é adequado e preciso para os dados analisados, isto é, o número de violações observadas não é significativamente maior do que o número esperado. A taxa de excedência indicou, portanto, precisão do modelo. Mesmo havendo casos em que o LRuc foi elevado, como 6,15 e 4,95, ainda estes estão dentro dos limites aceitáveis do modelo, dado o valor crítico da distribuição qui-quadrado.

Por outro lado, uma vez que o número de violações observadas não supera o número esperado, isto indicaria que não foram encontradas evidências significativas de risco de mercado no estudo. Conforme descreve Jorion (1998), o risco de mercado está associado a volatilidades nos preços de ativos e passivos financeiros. Contudo, apesar de se identificar volatilidade nas ações da Americanas durante os períodos observados, bem como perdas evidentes no valor de mercado da empresa, não foram identificadas violações suficientes para evidenciar o risco em termos das cotações da Americanas no mercado financeiro.

Em suma, portanto, o risco de mercado existe, porém não se identificaram evidências significativas do mesmo através da metodologia utilizada na pesquisa, isto é, cálculo do *VaR* e Teste de Kupiec. Dentre os principais motivos que podem justificar os resultados obtidos, é possível mencionar as limitações do modelo, a volatilidade do mercado brasileiro, dentre outros fatores, a respeito dos quais é dissertado a seguir.

Em razão do impacto da crise na Americanas ter sido em um período muito curto de tempo, pode ter ocorrido a diluição do impacto do evento, impedindo o *VaR* de capturar a volatilidade no episódio. Tanto antes quanto após o evento, a empresa apresentava muitos dias de baixa volatilidade, e isso pode ter colaborado para diluir de maneira rápida o *crash*.

Outro fator, como já mencionado, são as limitações do modelo. O Teste de Kupiec tem por foco validar a quantidade de violações do *VaR*, em termos comparativos à quantidade esperada de violações. Uma vez que o teste quantifica as ocorrências, mas não a magnitude delas, portanto, há um fator limitador. Apesar de o *crash* da Americanas ter extrapolado o *VaR* em uma magnitude superior a 8x a um intervalo de confiança de 95% para o período de tempo de 30 dias, por exemplo, o Teste de Kupiec o apresenta como apenas mais uma violação a ser considerada. Contudo, em nenhum dos outros casos de violação, a magnitude da perda sequer se aproxima da observada no episódio do *crash*, o que aponta para a limitação do modelo.

Dessa feita, apesar do Teste de Kupiec validar o modelo do *VaR*, não rejeitando a hipótese nula em nenhum dos cenários apresentados, ainda assim, o *VaR* se mostrou limitado a capturar precisamente o risco de mercado em torno do caso Americanas, por se tratar de um caso de evento extremo, isto é, fraude corporativa.

É possível até mesmo classificar o caso Americanas como um *Black Swan*, conceito elaborado por Taleb (2007), para descrever eventos de mercado que são significativamente impactantes, raros e imprevisíveis, a exemplo da crise financeira de 2008, que atingiu o mercado financeiro em escala global, os atentados em 11 de setembro de 2001 e a pandemia do coronavírus, em 2020.

Taleb (2007) ainda aponta que muitos dos modelos de risco falham em considerar adequadamente os fenômenos de *Black Swan*, o que ajuda a justificar a limitação do modelo de risco utilizado na presente pesquisa em capturar a crise da Lojas Americanas. O fato é que, apesar de, em outros pontos da história, fraudes contábeis terem ocorrido, o caso Americanas trouxe consigo uma proporção bilionária nunca antes vista no mercado financeiro brasileiro, caracterizando um *Black Swan*.

Adicionalmente, é cabível afirmar que o mercado de ações brasileiro se caracteriza, historicamente, por um grau elevado de volatilidade, suscetível a crises e marcado por instabilidade econômica, conforme destacam Silva e Leal (2009). Em meio a contextos como o brasileiro, portanto, a eficácia do modelo do *VaR* é limitada, quando comparado a mercados desenvolvidos, a exemplo dos Estados Unidos.

4.2 Risco operacional

Para análise dos riscos operacionais, o presente estudo analisou as demonstrações financeiras publicadas pela Americanas S.A. entre os ano-calendários de 2021 e 2023, bem como os fatos relevantes divulgados pela companhia ao mercado durante o período de 2021 a 2024.

O objetivo foi analisar as ações administrativas por parte da empresa visando, sobretudo, a correção de procedimentos e controles que, de alguma forma, possibilitaram a ocorrência de fraudes na organização. O presente estudo compreende os demonstrativos divulgados pela empresa até dezembro/2024.

Destacamos que, nos períodos anteriores ao ano de 2023, quando a Americanas adentrou em crise interna, as demonstrações financeiras da companhia não apresentavam indícios de fraudes. Contudo, é alertado pela PwC Auditores nas demonstrações financeiras de 2021, que “o risco de não detecção de distorção relevante resultante de fraude é maior do que o proveniente de erro”.

Tal risco se deve ao fato, ainda segundo a auditoria, de que a fraude poderia ser marcada por manipulação de controles internos, falsificação e omissão de documentos, conluio, dentre outros fatores, o que tornaria complexa a detecção de fraudes por parte dos auditores. Já era ressaltado pela auditoria independente, nesse sentido, a possibilidade de fraude decorrente de manipulação dos controles internos, o que seria comprovado alguns anos mais tarde.

Dentre as principais medidas adotadas pela administração da Americanas S.A. após a instauração da crise decorrente das fraudes nos números contábeis, a partir de 2023, é possível mencionar:

1. Afastamento e posterior desligamento de diretores estatutários e executivos (cf. fato relevante divulgado ao mercado em 03 de fevereiro de 2023 e demonstrações financeiras publicadas em 14 de agosto de 2024);
2. Substituição da auditoria independente da empresa, com a rescisão junto à PwC Auditores Independentes, e imediata contratação da BDO RCS Auditores Independentes (cf. fato relevante divulgado ao mercado em 28 de junho de 2023);
3. Contratação de consultorias especializadas para avaliar a efetividade dos controles internos (cf. demonstrações financeiras publicadas em 14 de agosto de 2024);
4. Iniciativa de projeto multidisciplinar para implementação de controles mitigatórios a potenciais riscos de novas fraudes, em face às informações

obtidas decorrente da fraude materializada (cf. demonstrações financeiras publicadas em 14 de agosto de 2024);

5. Iniciativa de treinamento e comunicação dos times, incluindo a Alta Liderança da Companhia, com temas relacionados a riscos e controles internos, ética, integridade, dentre outros (cf. demonstrações financeiras publicadas em 14 de agosto de 2024);
6. Descontinuação das projeções (*guidance*) da empresa para 2025 (cf. fato relevante divulgado ao mercado em 14 de agosto de 2024, em continuidade ao divulgado em 16 de novembro de 2023).

O risco operacional se manifesta nas atividades da Americanas S.A. pois, como dissertam Jorion (1998) e Fernandes *et al*. (2010), esse risco decorre das potenciais perdas em torno de falhas ou inadequações nos processos internos de uma organização, bem como falhas humanas. É válido ressaltar, dado o ocorrido no caso Americanas, o fato de que as perdas operacionais podem ser causadas por todos os níveis de pessoal – incluindo o Conselho de Administração (DE JONGH *et al.*, 2013).

No caso Lojas Americanas, apesar da adoção de medidas preventivas e de correção como resultado das fraudes descobertas na empresa, é possível afirmar que ainda há riscos operacionais, uma vez que, no caso dos controles e sistemas, tratam-se processos ainda em fase de implantação e ajuste. Quanto aos colaboradores, por sua vez, a empresa está empenhada no trabalho de treinamento e qualificação, sendo também uma atividade em andamento.

As propostas, por sua vez, estão de acordo com o que dissertam De Jongh *et al*. (2013), que enfatizam a importância de se gerir eficazmente o risco operacional, através de estratégias de mitigação de risco que visam “reduzir a probabilidade de ocorrência de um evento, ou reduzir a magnitude das consequências associadas, ou ambos”.

Ainda segundo os De Jongh *et al*. (2013), a gestão do risco operacional precisa abranger fontes que detalhem as “fraquezas corporativas internas, perdas bem definidas e classificação clara desses montantes, e detalhes dos procedimentos de recuperação”, sendo tais questões contempladas nas medidas adotadas pela administração corrente da Americanas S.A., projetando a reestruturação e reorganização dos controles internos da companhia.

Como dissertam Pinho *et al*. (2011), a exposição ao risco operacional faz parte da natureza de toda atividade empresarial. Dessa feita, diante das diversas medidas adotadas pela Americanas, desde a substituição de diretores e auditores, até as iniciativas de controle mais acuradas e estratégias de treinamento para colaboradores, pode-se afirmar que a companhia tem buscado mitigar os riscos operacionais em torno da sua atividade.

Tal conclusão é atestada ainda pela auditoria independente das demonstrações financeiras da Americanas, isto é, BDO RCS Auditores, que atestou no relatório de 2023 que a organização “vem empreendendo esforços, [...] em todas as jurisdições nas quais tais medidas sejam necessárias”, com o intuito de “repactuação de dívidas, em especial as financeiras, fortalecimento da sua estrutura de capital e otimização de sua liquidez e perfil de endividamento”.

Além disso, a BDO RCS Auditores atestou, no relatório de 2024, que a Americanas tem demonstrado “capacidade de continuidade operacional em um futuro previsível conforme requerido pelas práticas contábeis”, o que aponta para a adoção de medidas adequadas de operação. A BDO RCS Auditores também atestou haver adequação das divulgações das práticas contábeis na Americanas.

A Americanas, portanto, deve continuar a observar a fraude materializada para seguir aprimorando controles internos, visando a crescente adequação dos mesmos, e a mitigação de riscos operacionais em torno de suas atividades, quer seja em razão de possíveis falhas e inadequações, ou decorrentes de ação fraudulenta.

4.3 Risco de crédito

Para análise dos riscos de crédito envolvidos na operação da Lojas Americanas, foi feito um levantamento histórico do *rating* de crédito em três das maiores agências internacionais de avaliação de crédito: Fitch Ratings, Standard & Poor’s Global Ratings, e Moody’s Ratings, todas sediadas nos Estados Unidos.

O objetivo, nesse caso, foi apresentar o comportamento do *rating* de crédito da Americanas S.A. ao longo do ano de 2023, em que se instaurou a crise na empresa em decorrência das fraudes divulgadas, e assim verificar a credibilidade e saúde financeira da empresa, de acordo com os estudos das agências de crédito.

Para todas as agências de crédito consideradas na pesquisa, o *rating* de crédito é determinado através de letras, que servem para classificar o nível de risco de crédito

associado à organização, sendo “AAA” o menor risco apresentado, enquanto “D” é atribuído a empresas que apresentam o grau mais elevado de risco. A tabela 4 apresenta os ratings considerados pelas agências, consideradas como referência para a presente pesquisa.

Tabela 4 - Classificação dos *ratings* de crédito da S&P, Fitch e Moody’s.

	***Ratings* de crédito**		
	S&P	**Fitch**	**Moody's**
Grau de investimento	AAA	AAA	Aaa
	AA	AA	Aaa
	A	A	A
	BBB	BBB	Baa
Grau especulativo	BB	BB	Ba
	B	B	B
	CCC	CCC	Caa
	CC	CC	Ca
	C	C	C
	D	D	D

Risco de crédito ↓

Fonte: dados de pesquisa (2024).

No que tange ao *rating* de crédito da Lojas Americanas, este passou por algumas alterações desde a divulgação, em 13/01/2023, da descoberta de inconsistências contábeis na empresa. A começar pela S&P, a Lojas Americanas iniciou o ano de 2023 classificada como “BB”. No período de 3 dias após o escândalo, a classificação foi rebaixada para “D”, apontando para o grau mais elevado de risco. No ano de 2024, a Lojas Americanas ainda viria a cancelar o rating emitido pela agência (“WD”), conforme tabela 5, de modo que este veio a ser retirado, isto é, a S&P passou a não mais ter envolvido na classificação de crédito da Lojas Americanas.

Tabela 5 – *Ratings* de crédito da Lojas Americanas pela S&P.

S&P Global Ratings				
Data	< 2023	13/01/2023	16/01/2023	27/02/2024
Rating	BB	B	D	WD
Ação	-	Rebaixado	Rebaixado	Retirado

Fonte: dados coletados da S&P Global Ratings (2024).

Quanto à classificação da Fitch, o cenário é bastante semelhante, visto que a empresa iniciou o ano de 2023 com a mesma classificação, “BB”. Dentro de 6 dias após o escândalo, transitando pelos ratings “CC” e “C”, a empresa terminaria classificada como “D”, de maneira definitiva. Por fim, em 2024, a agência retirou os ratings da empresa (“WD”), após reafirmar o rating “D”, como exposto na tabela 6 a seguir. Com isso, a Fitch passou a também não ter mais envolvimento no que diz respeito à classificação de crédito da Americanas.

Tabela 6 – *Ratings* de crédito da Lojas Americanas pela Fitch.

Fitch Ratings						
Data	< 2023	13/01/2023	17/01/2023	19/01/2023	19/10/2023	25/04/2024
Rating	BB	CC	C	D	D	WD
Ação	-	Rebaixado	Rebaixado	Rebaixado	Mantido	Retirado

Fonte: dados coletados da Fitch Ratings (2024).

No que diz respeito à classificação da Moody’s, o cenário é um pouco diferente quando comparado às demais agências observadas na presente pesquisa, ainda que tenha iniciado o ano de 2023 com o mesmo *rating* proposto pela S&P e Fitch para classificar a Americanas, isto é, “Ba”. Cinco dias após o início da crise na varejista, a Moody’s rebaixou o *rating* da empresa para “Caa” e, posteriormente, para “Ca”, sendo que, nesse período, as demais agências já haviam posto a Americanas no nível de classificação mais baixo, “D”.

Por outro lado, a Moody’s foi a primeira das três agências observadas na presente pesquisa a retirar o *rating* da Americanas, fazendo-o ainda em 2023, ao passo que as outras agências analisadas só vieram a fazê-lo no ano seguinte, em 2024. No dia 23 de janeiro de 2023, portanto, a Moody’s divulgou que estava retirando sua classificação de crédito da Americanas, sobretudo em razão do processo de recuperação judicial iniciado na empresa no período. A tabela 7, a seguir, expõe as alterações nas classificações da Americanas por parte da Moody’s.

Tabela 7 – *Ratings* de crédito da Lojas Americanas pela Moody’s.

Moody's Ratings				
Data	< 2023	16/01/2023	20/01/2023	23/01/2023
Rating	Ba	Caa	Ca	WD
Ação	-	Rebaixado	Rebaixado	Retirado

Fonte: dados coletados da Moody's Ratings (2024).

A título de comparação, ao analisarmos a classificação de crédito de outras empresas do setor, como a Amazon e o Mercado Livre, observamos que o setor manteve a estabilidade durante o período observado (2023-2024). A Fitch Ratings, em sua classificação global, classificou a Amazon como "AA" e o MercadoLivre como "BB", conforme dados extraídos na agência. Já no caso Americanas, como observado, o rating passou por sucessivos rebaixamentos por parte da Fitch, até a retirada da classificação.

No que tange à classificação por parte da Moody's, as empresas acima citadas também apresentaram estabilidade no período, sendo a Amazon classificada como "A" e o MercadoLivre como "Ba", o que reforça o cenário de estabilidade do setor, ao passo que se agravava a crise na Americanas.

Outra empresa do varejo, a Magazine Luiza, passou por um rebaixamento no *rating* nacional emitido pela S&P em 2023, alterado de brAA+ para brAA-. Comparativamente, a Americanas teve seu rating rebaixado de brAA+ para brCC, indicando risco elevado de inadimplência, conforme dados extraídos da agência, que também viria a retirar sua classificação de crédito junto à Americanas.

Portanto, fica exposto o risco de crédito no que diz respeito ao caso Americanas, dada a esfera de incerteza em torno da saúde financeira da organização, que se encontra em recuperação judicial, e a falta de confiança do mercado quanto à capacidade da empresa honrar seus compromissos financeiros, sobretudo quando comparado a outras empresas do setor, as quais têm apresentado estabilidade.

Em razão da crise após a descoberta das fraudes contábeis na empresa, portanto, o risco de crédito passou a se manifestar no caso Americanas, uma vez que, conforme dissertado por Jorion (1998), é justamente de situações como estas que surge o risco de crédito, atestando-se a incapacidade de um credor cumprir com suas obrigações.

4.4 Risco legal

Para análise dos riscos legais, foi feito um levantamento dos processos administrativos conduzidos pela CVM, reguladora do mercado de capitais do Brasil, a

fim de “investigar, apurar e identificar potenciais irregularidades envolvendo a Americanas S.A.” (CVM, 2024).

Dentre os processos administrativos em torno da Lojas Americanas, há três tipos: inquéritos administrativos, processos administrativos sancionadores (acusação formulada), e processos administrativos em procedimento de análise. Para a presente pesquisa, foram elaboradas tabelas com as informações referentes a cada grupo de processos mencionados acima. Foram consideradas as situações de cada processo até a conclusão do presente estudo, em dezembro/2024.

Conforme expõe a CVM, os inquéritos administrativos tem por objetivo “apurar os indícios de infração às normas de valores mobiliários” (CVM, 2021). Com relação ao caso Americanas, há dois inquéritos administrativos em instrução, como detalhado na tabela 8.

Tabela 8 – Inquéritos administrativos da CVM x Lojas Americanas.

Inquéritos Administrativos		
Número	**Descrição**	**Status**
19957.000952/2023-57	Apuração de eventuais irregularidades relacionadas às inconsistências contábeis divulgadas por Americanas S.A., no Fato Relevante do dia 11/01/2023.	Em instrução junto à Superintendência de Processos Sancionadores (SPS).
19957.000946/2023-08	Investigação de possível uso de informação privilegiada (*insider trading*).	

Fonte: CVM (2024).

No que diz respeito aos Processos Administrativos Sancionadores (PAS), como disserta o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF, 2020), objetivam “apurar responsabilidades e, se for o caso, aplicar penalidades por infrações administrativas”. No caso da CVM, portanto, os processos são julgados pelo Colegiado, e assim observadas as eventuais infrações em questão. No caso

Americanas, há dois processos administrativos sancionadores em aberto, como detalhado na tabela 9.

Tabela 9 – Processos Administrativos Sancionadores da CVM x Lojas Americanas.

Processos Administrativos Sancionadores (acusação formulada)		
Número	**Descrição**	**Status**
19957.003980/2023-26	Acusação de infrações ao ex-CEO da Americanas S.A., Sérgio Agapito Lipes Rial, bem como João Guerra Duarte Neto, ex-Diretor de Relações com Investidores.	O Colegiado da CVM acompanhou o parecer do CTC e rejeitou a proposta para celebração de Termo de Compromisso com Sergio Agapito Lires Rial e João Guerra Duarte Neto.
19957.004318/2023-93	Acusação de infrações à ex-Diretora de Relações com Investidores da Americanas S.A., Camille Loyo Faria.	O Colegiado da CVM acompanhou o parecer do CTC e aceitou a proposta para celebração de Termo de Compromisso com Camille Loyo Faria.

Fonte: CVM (2024).

Por fim, há ainda os casos de processos administrativos os quais se encontram em aberto junto à CVM, isto é, passando por procedimento de análise, sendo 21 ao todo. Dentre estes, todavia, há 13 processos encerrados, isto é, cuja análise já foi concluída. A tabela 10 detalha os casos.

Tabela 10 – Processos Administrativos da CVM encerrados x Lojas Americanas.

Processos Administrativos (procedimento de análise já encerrado)		
Número	**Descrição**	**Status**
	Aberto, em 13/01/2023, pela Superintendência de Proteção	Encerrado, visto que o tema nele informado já

19957.000452/2023-15	e Orientação aos Investidores (SOI), para apurar denúncia recebida pelos canais de atendimento da Autarquia.	estava sendo tratado no âmbito do processo 19957.000413/2023-18.
19957.000491/2023-12	Aberto, em 16/01/2023, pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), para analisar a conduta da companhia, acionistas de referência e administradores no tocante à observância de resoluções.	Encerrado sem que tenha restado comprovada a ocorrência de infração à regulamentação em vigor.
19957.000546/2023-94	Aberto, em 17/01/2023, pela Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE), para avaliar a atuação das agências de classificação de risco de crédito no âmbito das emissões que contem com a Americanas S.A. como devedora ou coobrigada.	Encerrado, visto a questão ter sido analisada pela área técnica competente, que concluiu pela não identificação de irregularidades.
19957.000759/2023-16	Aberto, em 22/01/2023, pela SOI, para apurar reclamação recebida pelos canais de atendimento da Autarquia.	Encerrado, visto a questão apresentada já ser de conhecimento da área técnica e ter sido tratada em procedimento administrativo próprio.
19957.001119/2023-23	Aberto, em 31/01/2023, pela SOI, para apurar denúncia recebida pelos canais de atendimento da Autarquia.	Encerrado, visto a questão ter sido analisada pela área técnica competente, que concluiu pela não

		identificação de irregularidades.
19957.001120/2023-58	Aberto, em 31/01/2023, pela SOI, para apurar denúncia recebida pelos canais de atendimento da Autarquia.	Encerrado após as análises cabíveis, não havendo elementos para avaliação sobre a pertinência da propositura de ação civil pública.
19957.001555/2023-01	Aberto, em 15/02/2023, pela SEP da CVM, para analisar eventuais irregularidades a respeito de recebimentos por Sergio Rial de remuneração paga pela Companhia.	Encerrado após ciência das áreas técnicas.
19957.002235/2023-60	Aberto, em 14/03/2023, pela SOI, tendo em vista ofício do Administrador Judicial da AMERICANAS S.A. com questionamentos e solicitação de cópia de processos.	Encerrado após o fornecimento dos esclarecimentos solicitados.
19957.006543/2023-64	Aberto, em 11/06/2023, pela SOI, para apurar reclamação do Instituto Ibero-Americano da Empresa sobre eventual impedimento, por parte das Americanas S.A., do direito dos acionistas se reunirem com o intuito de buscar ressarcimento aos danos causados pela Companhia.	Encerrado, após análises cabíveis, ausência de comprovação sobre as alegações e, ainda, pelo fato de a temática estar fora da competência da CVM.

19957.006544/2023-17	Aberto, em 11/06/2023, pela SOI pra apurar reclamação acerca de negativa da Americanas S.A. ao pedido de acesso à lista de acionistas promovido pelo Instituto Ibero-Americano da Empresa.	Encerrado após análise do Colegiado da CVM em que foi deferido o recurso do Instituto Ibero-Americano da Empresa.
19957.007178/2023-13	Aberto, em 14/06/2023, pela SEP, em virtude da divulgação das conclusões preliminares do relatório elaborado por assessores jurídicos da Americanas S.A., em torno das "inconsistências contábeis" mencionadas no Fato Relevante de 11/01/2023.	Encerrado sem que tenha restado comprovada a ocorrência de infração à regulamentação em vigor.
19957.007192/2023-17	Aberto, em 14/06/2023, pela SOI, para apurar denúncia recebida pelos canais de atendimento da Autarquia.	Encerrado, após as análises realizadas pela área técnica competente, que entendeu cabível emitir um Ofício de Alerta em face da Americanas S.A.
19957.007537/2023-24	Aberto pela SOI, para apurar reclamação acerca de suposto vazamento da informação divulgada por meio do fato relevante de 13.06.2023.	Encerrado sem que fosse possível identificar elementos que justificassem a atuação da área de supervisão.

Fonte: CVM (2024).

Além dos processos administrativos cuja análise foi concluída, com o veredito final indicado na tabela acima, há 8 processos em aberto, a despeito dos quais ainda

não houve desfecho - até o momento de elaboração da presente pesquisa. Estes se encontram em análise por parte dos órgãos responsáveis, conforme a tabela 11 demonstra. É válido ainda destacar que, além destes processos, outros poderão surgir em futuras investigações.

Tabela 11 – Processos Administrativos da CVM em análise x Lojas Americanas.

Processos Administrativos (procedimento de análise em andamento)		
Número	**Descrição**	**Status**
19957.000530/2023-81	Aberto, em 16/01/2023 pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), para tratar da atuação de intermediários enquanto coordenadores líderes em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão da companhia.	Em análise junto à SRE.
19957.000608/2023-68	Aberto, em 18/01/2023, pela SOI, tendo em vista diversas denúncias de público em geral, envolvendo AMERICANAS S.A., formalizadas por meio do SAC.	Em análise junto à SPS.
19957.000714/2023-41	Aberto, em 19/01/2023, pela SOI, tendo em vista denúncias anônimas sobre má gestão da Companhia e impacto nos resultados financeiros.	Em análise junto à SPS e à SNC.
19957.001194/2023-94	Aberto, em 02/02/2023, pela Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria (SNC), para apurar eventuais irregularidades na atuação da PwC, como auditor da Americanas S.A., em relação aos exercícios de 2019, 2020, 2021.	Em análise junto à SNC.
19957.001192/2023-03	Aberto, em 02/02/2023, pela SNC, para apurar eventuais irregularidades na atuação da	Em análise

	KPMG, como auditor da Americanas S.A., em relação aos exercícios de 2017 e 2018.	junto à SPS.
19957.000558/2023-19	Aberto, em 07/03/2023, pela SNC. Fiscalização de rotina conforme cronograma do Plano de Supervisão Baseado em Risco CVM 2023-2024, tendo como um dos escopos de verificação a atuação da PwC como auditor da Americanas S.A.	Em análise junto à SNC.
19957.006617/2023-62	Aberto, em 12/06/2023, pela SEP, em virtude de notícia do jornal Valor Econômico que informava que o trio de acionistas de referência da Americanas teria aceitado um *lock-up* de três anos como parte do acordo com os credores para reestruturação da companhia.	Em análise junto à SEP.
19957.014394/2023-15	Aberto pela SEP, para analisar as condutas de ex-administradores acerca do dever de fiscalizar a gestão dos diretores por parte do então membro do Conselho de Administração, e da suposta prestação de informações que poderiam ser consideradas inverídicas, incompletas e/ou inconsistentes por parte do então membros da Diretoria Estatutária.	Em análise junto à SEP.

Fonte: CVM (2024).

Adicionalmente, em 27 junho de 2024, foi deflagrada pela PF, juntamente ao Ministério Público Federal, a Operação *Disclosure*, com apoio da CVM. O objetivo é “elucidar a participação dos ex-diretores da empresa Americanas em fraudes contábeis”. A ação conta ainda com apoio da atual diretoria da Americanas, e se encontra em andamento. Na primeira ação, foram emitidos “dois mandados de prisão preventiva e 15 mandados de busca e apreensão nas residências dos ex-diretores

das Americanas, localizadas no Rio de Janeiro” (COMUNICAÇÃO SOCIAL DA POLÍCIA FEDERAL NO RIO DE JANEIRO, 2024).

Em suma, foi possível observar o risco legal na Lojas Americanas através dos processos e inquéritos em torno das violações e transgressões da legislação praticadas por seus antigos gestores, o que veio a resultar em penalidades e sanções por parte da CVM junto à empresa e demais envolvidos, bem como da PF, por meio da Operação *Disclosure*, além de casos que ainda se encontram em análise, e poderão também acarretar punições.

Concretiza-se, assim, a definição de risco legal, resultante da direta violação de regulamentações e normas governamentais (JORION, 1998). A abertura de inquéritos e investigações, nesse caso, auxilia a mitigar riscos de que as práticas fraudulentas venham a ser perpetuadas, em especial no caso da Americanas, ou mesmo em outras companhias.

Conforme Zeno (2007), a estrutura legal e a qualidade de aplicação de leis em um contexto são fatores importantes para mitigação do risco legal. Nesse sentido, medidas punitivas contra a Americanas e ex-diretores são de ampla contribuição, assegurando que, conforme dissertam Oliveira e Pinheiro (2018), haja “fiscalizações claras e eficientes para assegurar a observância de uma obrigação”.

4.5 Risco de informação

Para análise do risco de informação, foram utilizados os resultados até então obtidos por meio da Operação *Disclosure*, já mencionada na seção de risco de crédito da presente pesquisa. A PF atesta ter havido envolvimento direto por parte de executivos nas fraudes contábeis da Americanas, apontando para “crime de uso de informações privilegiadas, além de outros delitos” (INFOMONEY, 2024).

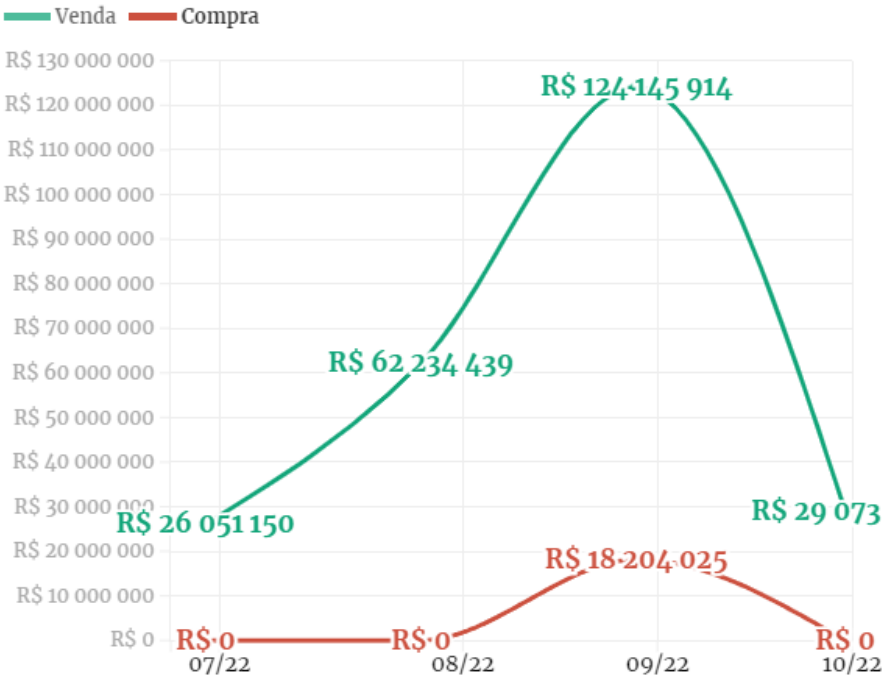
A informação privilegiada, nesse contexto, diz respeito ao conhecimento e envolvimento nas fraudes contábeis praticadas na empresa. Em julho de 2022, cerca de seis meses antes da mudança na diretoria, e com a possível descoberta das fraudes contábeis pela nova diretoria, os executivos da Americanas passaram a efetuar vendas milionárias de ações que possuíam. De acordo com a PF, a motivação seria a “iminente descoberta pelo mercado do rombo nas finanças” (INFOMONEY, 2024; OLIVEIRA, 2024).

O exposto, portanto, evidencia a prática de *insider trading*, levando em consideração que, conforme apontado na Operação *Disclosure*, o movimento de venda executado pelos diretores se deve ao fato de serem participantes ativos nas fraudes contábeis que estavam ocorrendo, e o objetivo seria negociar as ações “por preço acima do que seria avaliado pelo mercado após a divulgação da fraude” (OLIVEIRA, 2024).

O movimento de venda de ações em larga escala por parte dos diretores estaria pautado, portanto, em informações privilegiadas: as fraudes contábeis que seriam reveladas ao mercado posteriormente, e que acarretariam na queda brusca no preço das ações da companhia. Diante disso, fica exposto o conhecimento e participação de tais diretores nas práticas fraudulentas que ocorriam na Americanas.

A Figura 2 evidencia os movimentos de venda por parte dos diretores da Americanas entre julho e outubro de 2022.

Figura 2 – Negociação de ações da Americanas por diretores em 2022.



Fonte: Alvarenga (2023), através de dados extraídos da CVM.

Os valores de venda teriam totalizado R$ 223 milhões em ações, conforme dados extraídos de documentos da CVM (ALVARENGA, 2023). Contudo, após o início da Operação *Disclosure*, a PF identificou que as vendas por parte de ex-diretores acumularam o montante de R$ 288 milhões. Dentre os investigados na Operação

Disclosure por *insider trading*, há 11 suspeitos, cujos nomes e valores negociados em ações se encontram na Tabela 12. As informações apresentadas foram coletadas até junho/2024, após primeira ação da Operação *Disclosure*.

Tabela 12 – Investigados na Operação *Disclosure* pela venda milionária de ações.

Nome do ex-diretor(a)	Valor vendido (R$ milhões)
Miguel Gutierrez	171,8
Anna Saicalli	59,6
José Thimóteo	20,7
Murilo Correa	7,8
Fábio Abrate	6,4
Márcio Cruz	6,3
Raoni Lapage	5,4
Carlos Eduardo Padilha	4,5
João Guerra Duarte	3,8
Jean Pierre Lessa	1,2
Maria Christina Ferreira	0,8
Total (R$ milhões)	**288,3**

Fonte: dados fornecidos pela PF (InfoMoney, 2024; Oliveira, 2024).

De acordo com a Operação *Disclosure*, fica exposto o *insider trading* por parte dos ex-executivos, e assim evidenciado o risco de informação no caso Americanas. Como dito pela PF, “sabendo que o fato relevante que seria publicado ao mercado acarretaria uma queda substancial no preço das ações, [os diretores] teriam se antecipado e vendido centenas de milhões de reais em ações” (INFOMONEY, 2024).

Compreendido o risco de informação como o que surge quando determinados investidores estão dotados de melhores informações que outros sobre as perspectivas de uma empresa (ASLAN *et al*., 2011), é possível associá-lo ao caso em questão.

O risco de informação é comprovado no caso Americanas pelo fato dos diretores citados na Tabela 12, envolvidos diretamente com as fraudes e cientes da real situação financeira em que se encontrava a organização, terem se utilizado de informações privilegiadas para negociar ações em montantes milionários, ao passo que o mercado, desprovido de tais informações, utilizava-se daquilo que era divulgado nas demonstrações financeiras da companhia, contendo números fraudados por diretores.

Como dissertam Cardoso, Mendonça e Riccio (2004), há casos em que empresas, de forma deliberada, optam por não divulgar informações sobre políticas e procedimentos internos. No caso Americanas, diretores adulteraram a situação econômico-financeira da empresa dos usuários da informação, gerando assimetria informacional e se aproveitando da mesma para prática do *insider trading*, concretizando o risco de informação.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve por objetivo observar de que forma os riscos de mercado, operacional, de crédito, legal e de informação se manifestam no caso da Lojas Americanas, dado o *crash* ocorrido na empresa em 2023, resultado da descoberta de que fraudes contábeis estavam sendo praticadas por diretores na operação da empresa. O estudo combinou métodos quantitativos e qualitativos de análise para o alcance dos objetivos propostos, e os resultados apontaram para a confirmação da manifestação dos riscos acima mencionados.

Com relação ao risco de mercado, houve a análise do *VaR* e aplicação do Teste de Kupiec, a fim de observar se o quantitativo de violações ocorridas no *VaR* durante os períodos analisados (30, 60, 120 e 180 dias, tendo por mediana o dia em que ocorreu o *crash* da Americanas, em 11/01/2023), evidenciaria o risco de mercado.

O número de violações observadas, por sua vez, não fornece evidência significativas do risco de mercado no estudo, o que pode ser justificado por limitações no uso do *VaR* e fatores como a volatilidade do mercado financeiro do Brasil. Além disso, o caso Americanas pode ser considerado como um fenômeno de *Black Swan*, isto é, um evento de mercado impactante, raro e imprevisível, o que dificultaria a captação adequada do evento por parte dos modelos de risco.

Por outro lado, apesar de não se identificar evidências significativas por meio do estudo do *VaR* no caso Americanas, é possível atestar que a evidente e massiva perda no valor de mercado da Americanas em razão da crise, apontam para indícios de que há risco de mercado no caso observado.

No que diz respeito ao risco operacional, analisou-se as demonstrações financeiras publicadas pela Americanas, juntamente aos fatos relevantes emitidos ao mercado entre 2023 e 2024. Por meio disso, foi possível atestar que a empresa tem adotado medidas para mitigação do risco operacional, que vão desde a substituição

de diretores e auditores, até a implementação de iniciativas de controle, treinamento e outras estratégias que não estavam sendo observadas anteriormente, e visam gerir o risco operacional existente na operação da entidade.

Para análise do risco de crédito, a pesquisa observou a emissão de *ratings* sobre a Americanas por parte das três maiores agências de crédito internacionais (Moody's, S&P e Fitch). O objetivo foi atestar se há risco de crédito pela análise do nível de confiança atribuído por tais agências à Americanas, informação refletida na classificação de crédito.

Como resultado, há evidências de risco de crédito, uma vez que as três agências classificaram a Americanas com *ratings* que apontam para elevado grau de inadimplência e incapacidade financeira. Adicionalmente, a pesquisa comparou os *ratings* da Americanas com o de outras empresas do setor varejista (Amazon, Magazine Luiza e MercadoLivre). Ao passo que os *ratings* de suas concorrentes permaneceram estáveis durante o período observado, a Americanas passou por sucessivos rebaixamentos, atestando o risco de crédito.

No que diz respeito ao risco legal, a pesquisa compilou os processos administrativos conduzidos pela CVM contra a Americanas, identificando a existência de 21 processos administrativos, bem como de 2 inquéritos. Além de tais processos, foi abordada na pesquisa a Operação *Disclosure*, conduzida pela PF no objetivo de clarificar a participação dos ex-diretores da Americanas nas fraudes praticadas. O risco legal, nesse sentido, é evidenciado pelas possíveis penalidades e sanções a serem aplicadas contra a Americanas, em virtude das violações de regulamentações e normas que ocorreram na operação da companhia.

Quanto ao risco de informação, sua análise se deu também pelos dados fornecidos na Operação *Disclosure*, dessa feita as vendas milionárias de ações da Americanas por parte de 11 ex-diretores da empresa, identificados nas investigações, e que acumularam o montante de R$ 288 milhões. A investigação aponta para *insider trading*, isto é, informações privilegiadas por parte de tais diretores, quais sejam, a ciência e participação nas fraudes contábeis da Americanas. A negociação em ações da Americanas em montantes milionários meses antes da mudança de diretoria e da crise na empresa, portanto, evidenciam o risco de informação.

Dessa forma, a conclusão da pesquisa é que há evidências que manifestam os riscos de mercado, operacional, de crédito, legal e de informação no caso Americanas, ainda que algumas apresentem maior grau de significância, comparativamente. O

risco de mercado é manifestado como desdobramento à evidente e substancial perda de valor de mercado por parte da Lojas Americanas.

O risco operacional, por sua vez, é observado em razão das potenciais perdas resultantes de falhas, inadequações e fraudes nos processos internos da Americanas. Apesar da adoção de medidas preventivas e de correção a tais fatores, ainda há riscos operacionais em torno da atividade da Americanas.

Quanto ao risco de crédito, manifesta-se pela a incerteza em torno da saúde financeira e do processo de recuperação da Americanas, evidenciadas pelos *ratings* emitidos pelas agências de crédito, evidenciam que a empresa tem enfrentado falta de confiança do mercado e incapacidade de cumprir plenamente com suas obrigações, inclusive em razão da recuperação judicial na qual se encontra.

No que tange ao risco legal, foi observado que os inquéritos, processos e investigações em torno da Americanas como resultado das fraudes contábeis, resultando em penalidades e sanções, manifestam a existência desse risco. Por fim, o risco de informação é justificado pelas evidências de *insider trading* obtidas pela Polícia Federal em suas investigações, considerando que ex-diretores negociaram ações da Americanas em montantes milionários, de forma estratégica, após o anúncio da mudança da diretoria da empresa.

Em suma, o caso Americanas aponta ainda para a necessidade da gestão e monitoramento de riscos, além do combate a práticas fraudulentas, de modo que o ocorrido com a Lojas Americanas sirva de lição às demais empresas do mercado financeiro no que tange à importância de uma análise eficaz de riscos e seus desdobramentos.

É cabível ainda trazer à reflexão, diante do exposto, a essencialidade de controles eficazes no mercado financeiro, quer seja por parte dos órgãos reguladores, caso da CVM, bem como das próprias empresas que compõem o mercado, uma vez que ficou comprovada a ineficiência nos controles da Lojas Americanas, o que possibilitou as ações de fraude. A reflexão pode e deve ainda ser expandida para as agências de crédito e auditores independentes, que somente captaram as fraudes contábeis quando a crise já havia sido divulgada ao mercado financeiro.

A pesquisa, por sua vez, possui algumas limitações relevantes. Primeiramente, é válido destacar que o ocorrido com a Americanas ainda é um caso em aberto, levando em consideração que as investigações poderão levantar novos dados e

informações a serem observados, de modo que o presente estudo não se propôs a esgotar todo o conhecimento a respeito desse evento.

Outro fator a ser mencionado é que o modelo utilizado para análise do risco de mercado se mostrou limitado para capturar a volatilidade do caso Americanas. Além disso, há dados na pesquisa que foram analisados por meio de métodos qualitativos e sem a utilização de métricas e softwares específicos, de modo que, aplicado esse estudo em outro contexto, pode haver divergências em razão da subjetividade do pesquisador.

Para pesquisas futuras, outros tipos de metodologia podem ser aplicados para a consecução dos objetivos propostos. Em especial, no que diz respeito à análise do risco de mercado, sugere-se a aplicação da Teoria do Valor Extremo (EVT) para o cálculo do *VaR*, uma vez que a referida teoria modela eventos raros e extremos, que podem acarretar em grandes perdas para uma empresa, sendo esse o caso estudado no que tange à Lojas Americanas.

Além disso, podem ser incluídos e abordados outros tipos de riscos na análise de novos estudos sobre este caso, não contemplados na presente pesquisa, tais como o risco estratégico, risco de liquidez, e risco de conduta. Ademais, o caso Americanas pode apresentar amplas contribuições não apenas para o estudo de risco aplicado, mas ainda sobre temas como ética e responsabilidade social, *compliance* e governança corporativa, dentre outros tópicos que podem ser objeto de estudo em pesquisas futuras.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAHÃO, D. **A maior fraude da história corporativa do Brasil: O caso Americanas** (AMER3). Money Times, 2023. Disponível em: https://exame.com/invest/mercados/caso-americanas-temos-a-maior-fraude-da-historica-corporativa-do-brasil-diz-verde/. Acesso em: 20 jun. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS (ABNT). **NBR ISO/IEC 31000: Gestão de Riscos-Diretrizes.** 2018.

ALBUQUERQUE, Luiza Freire. **Caso real da fraude das" Lojas Americanas": uma proposta de caso de ensino.** 2023. Trabalho de Conclusão de Curso.

ALBUQUERQUE, Marcelo; COUTO, Marcelo Henrique Gomes; OLIVA, Fábio Lotti. Identificação e análise dos riscos corporativos associados ao ambiente de valor do negócio de cacau da Cargill. **Cadernos Ebape. Br,** v. 17, n. 1, p. 156-172, 2019.

ALMEIDA, Ítalo D.'Artagnan. **Metodologia do trabalho científico.** 2021.

ALTMAN, Edward I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The journal of finance,** v. 23, n. 4, p. 589-609, 1968.

ALVARENGA, B. **Exclusivo: diretores da Americanas venderam ações antes de rombo vir a público.** Metrópoles, 2023. Disponível em: https://www.metropoles.com/negocios/exclusivo-diretores-da-americanas-venderam-acoes-antes-de-rombo-vir-a-publico. Acesso em: 08 nov. 2024.

AMARAL, Marcos. Tipos de riscos na atividade bancária. **Revisores**, v. 3, n. 36-41, p. 12, 2015.

ASLAN, Hadiye et al. The characteristics of informed trading: Implications for asset pricing. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, n. 5, p. 782-801, 2011.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** 2003.

ÁVILA, Marta Dulcélia Gurgel. Gestão de riscos no setor público. **Revista Controle: doutrinas e artigos**, v. 12, n. 2, p. 179-198, 2014.

BAZANINI, Roberto *et al*. A teoria dos stakeholders nas diferentes perspectivas: controvérsias, conveniências e críticas. **Pensamento & Realidade,** v. 35, n. 2, p. 43-58, 2020.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco.** Gulf Professional Publishing, 1997.

BLUME, Marshall E.; LIM, Felix; MACKINLAY, A. Craig. The declining credit quality of US corporate debt: Myth or reality?. **The journal of finance,** v. 53, n. 4, p. 1389-1413, 1998.

BOLZANI, I. **Americanas: relatório aponta mais de R$ 40 bilhões entre fraudes e lançamentos indevidos; entenda o caso.** G1, 2023. Disponível em: https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/06/13/americanas-relatorio-mostra-que-fraudes-somam-mais-de-r-40-bilhoes-entenda-o-caso.ghtml. Acesso em: 20 jun. 2023.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; BERGAMINI JR, Sebastião. **O risco legal na análise de crédito.** 2001.

BRANDÃO, R. **Caso Americanas: Temos a maior fraude da história corporativa do Brasil, diz Verde.** Exame Invest, 2023. Disponível em: https://exame.com/invest/mercados/caso-americanas-temos-a-maior-fraude-da-historica-corporativa-do-brasil-diz-verde/. Acesso em: 20 jun. 2023.

BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre; CORRAR, Luiz João. Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. **Revista contabilidade & finanças,** v. 20, p. 28-43, 2009.

BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre. Modelo de classificação de risco de crédito de grandes empresas. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.** 2005.

BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre. Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. **Revista Contabilidade & Finanças,** v. 19, p. 18-29, 2008.

BRUNI, Adriano Leal; MURRAY, A. D.; FAMÁ, R. Modelos brasileiros preditivos de risco de crédito: um estudo exploratório atual sobre as suas eficácias. **Periódico Tema,** v. 32, p. 148-167, 1998.

BRÜSEKE, Franz Josef. Risco e contingência. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 22, p. 69-80, 2007.

CARDOSO, L. **Diretores da Americanas venderam ações meses antes da revelação do rombo de R$ 20 bilhões.** O Globo, 2023. Disponível em: https://oglobo.globo.com/economia/negocios/noticia/2023/01/diretores-da-americanas-venderam-acoes-meses-antes-da-revelacao-do-rombo-de-r-20-bi-que-derreteu-cotacao.ghtml. Acesso em: 20 jun. 2023.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MENDONÇA, OCTAVIO RIBEIRO DE; RICCIO, Edson Luiz. A evolução recente da transparência dos fatores de risco nas informações contábeis: uma análise de empresas brasileiras de telecomunicações. **RAM. Revista de Administração Mackenzie,** v. 5, n. 2, p. 13-35, 2004.

CARMO, Claifton Bongiovani do et al. **Gestão de riscos: uma avaliação do risco de fraude em empresas do comércio varejista de Aracaju.** 2009.

CARVALHO, Ricardo Pereira de *et al*. A Irrelevância dos Indicadores Econômico-Financeiros como Red Flags para Detecção de Fraudes em Demonstrações Financeiras: O Caso Americanas SA. **Pensar Contábil**, 2024.

CHAVES, Bruna. **Gestão de riscos legais: uma abordagem para as operadoras de autogestão em saúde.** 2018.

CHRISTOFFERSEN, Peter F. Evaluating interval forecasts. **International economic review**, p. 841-862, 1998.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021, com as alterações introduzidas pelas Resoluções CVM nºs 65/22, 162/22 e 179/23.** CVM, 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Atualização de informações relativas a fatos no âmbito da companhia aberta Americanas S.A. – Em Recuperação Judicial. CVM,** 2024.

COMUNICAÇÃO SOCIAL DA POLÍCIA FEDERAL NO RIO DE JANEIRO. **PF deflagra operação para elucidar fraudes contábeis da empresa Americanas.** Polícia Federal, 2024.

CONSELHO DE CONTROLE DE ATIVIDADES FINANCEIRAS. **Processo Administrativo Sancionador (PAS).** COAF, 2020.

COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION et al. Enterprise risk management-integrated framework. **(No Title)**, 2004.

DACORSO, Antônio Luiz Rocha. **Tomada de decisão e risco: a administração da inovação em pequenas indústrias químicas.** 2000.

DANIELSSON, Jon; DE VRIES, Casper G. Value-at-risk and extreme returns. **Annales d'Economie et de Statistique,** p. 239-270, 2000.

DAROIT, Dariele Jocasta; FEIL, Alexandre André. Modelo de gestão de riscos em uma prestadora de serviços. **Revista Ciências Administrativas,** v. 22, n. 2, p. 637-668, 2016.

DE JONGH, Erika *et al*. A review of operational risk in banks and its role in the financial crisis. **South African Journal of Economic and Management Sciences,** v. 16, n. 4, p. 364-382, 2013.

DIAS, Otávio Oliveira; NEPOMUCENO, Valério. Análise de indicadores financeiros pré e pós-fraude contábil na empresa IRB Brasil Resseguros SA no ano de 2019. **Anais do COMINE,** v. 2, p. 42-42, 2022.

DOWD, Kevin. **Measuring market risk.** John Wiley & Sons, 2007.

EASLEY, David; HVIDKJAER, Soeren; O'HARA, Maureen. Is information risk a determinant of asset returns?. **The journal of finance,** v. 57, n. 5, p. 2185-2221, 2002.

FAÇANHA, Magali Carvalho et al. Gerenciamento de riscos e gestão de controles internos em empresas brasileiras envolvidas em crimes de corrupção e lavagem de dinheiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade,** v. 17, n. 43, p. 34-50, 2020.

FERNANDES, Francisco Carlos *et al*. Gestão de riscos operacionais nas instituições financeiras do Brasil e do Reino Unido. **XIII SEMEAD,** p. 1-15, 2010.

FRALETTI, Paulo Beltrão; FAMÁ, Rubens. Gestão de Riscos de Mercado: elemento diferenciador na administração de empresas não financeiras. **SEMINÁRIO DE ADMINISTRAÇÃO**, v. 6, 2003.

FREEMAN, R. Edward. **Strategic management: A stakeholder approach.** Cambridge university press, 2010.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** Editora Atlas SA, 2002.

GIRÃO, Mel; BARRETO, Lilian Melo. Americanas: nem tudo o que reluz é ouro. **Cadernos EBAPE. BR,** v. 21, n. 6, p. e2023-0040, 2023.

G1. **Americanas apresenta plano de recuperação judicial, com aporte de R$ 10 bilhões de Lemann, Telles e Sicupira.** G1, 2023. Disponível em: https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/03/21/americanas-apresenta-plano-de-recuperacao-judicial.ghtml. Acesso em: 20 jun. 2023.

G1. **Americanas tem a maior queda de uma empresa na bolsa brasileira desde 2008.** G1, 2023. Disponível em: https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/12/americanas-tem-a-maior-queda-de-uma-empresa-de-capital-aberto-desde-2008.ghtml. Acesso em: 20 jun. 2023.

G1. **Americanas: veja o glossário do caso e entenda termos como 'forfait', 'covenants' e 'debêntures'.** G1, 2023. Disponível em: https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/13/americanas-veja-o-glossario-do-caso-e-entenda-termos-como-forfait-covenants-e-debentures.ghtml. Acesso em: 20 jun. 2023.

FERREIRA, Lucia Vitoria Guedes. **Gerenciamento de crise e análise das mídias sociais no Twitter: o caso da Americanas.** 2023.

FOGO, Angeliane *et al*. Risco e Fluxo de Caixa. **PROJETO INTEGRADO,** 2019.

HULL, John. **Risk management and financial institutions.** John Wiley & Sons, 2012.

HULL, John C.; BASU, Sankarshan. **Options, futures, and other derivatives.** Pearson Education India, 2016.

INFOMONEY. **Americanas: ex-executivos venderam R$ 287 mi em ações antes do anúncio de rombo.** InfoMoney, 2024. Disponível em:

https://www.infomoney.com.br/mercados/americanas-ex-executivos-venderam-r-287-mi-em-acoes-antes-do-anuncio-de-rombo/. Acesso em: 08 nov. 2024.

INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS. Financial & Management Accounting Committee. **Enhancing Shareholder Wealth by Better Managing Business Risk. International Federation of Accountants,** 1999.

JORION, Philippe. **Value at Risk: The new benchmark for managing financial risk.** 2007.

KAMINSKY, Graciela; SCHMUKLER, Sergio L. Emerging market instability: do sovereign ratings affect country risk and stock returns? **The World Bank Economic Review,** v. 16, n. 2, p. 171-195, 2002.

KPMG. **Entenda por que o rating é tão importante na hora de conseguir crédito.** 2020. Disponível em: https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2020/08/rating-para-conseguir-credito.html#:~:text=As%20ag%C3%AAncias%20de%20rating%20mais,%2C%20Moody's%20e%20Standard%20%26%20Poor's. Acesso em: 06 ago. 2024.

KUPIEC, Paul H. et al. **Techniques for verifying the accuracy of risk measurement models.** Washington, DC: Division of Research and Statistics, Division of Monetary Affairs, Federal Reserve Board, 1995.

LAMBERT, Richard A.; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. **Review of finance,** v. 16, n. 1, p. 1-29, 2012.

LEMGRUBER, Eduardo Facó et al. Gestão de risco e derivativos: aplicações no Brasil. **São Paulo: Atlas,** p. 99-112, 2001.

MENEZES, David Curtinaz; VIEIRA, Diego Mota; DOS SANTOS, Andersson Pereira. A teoria dos stakeholders no Brasil: produção acadêmica no período de 2014 a 2019. **Revista Ibero-Americana de Estratégia,** v. 19, n. 4, p. 119-150, 2020.

MITCHELL, Ronald K.; AGLE, Bradley R.; WOOD, Donna J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. **Academy of management review,** v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997.

NETO, José Maria Franco Teixeira. Uma revisão da Teoria dos Stakeholders e principais pontos de controvérsias. **Revista Brasileira de Administração Científica,** v. 10, n. 2, p. 1-16, 2019.

OLIVEIRA, P. S. **Americanas: diretores venderam suas ações antes de fraude ser revelada.** Portal iG, 2024. Disponível em: https://economia.ig.com.br/2024-06-27/diretores-da-americanas-venderam-suas-acoes-antes-de-fraude-vir-a-tona.html. Acesso em: 08 nov. 2024.

OLIVEIRA, Talyta Eduardo. **Evidências financeiras e mercadológicas na construção da reputação corporativa: uma análise a partir das expectativas dos Stakeholders.** 2023.

OLIVEIRA, Virginia Izabel de; PINHEIRO, Juliano Lima. **Gestão de riscos no mercado financeiro.** Saraiva Educação SA, 2018.

PADOZEVE, Clóvis Luís. **Contabilidade gerencial.** Editora Atlas SA, 2010.

PERES, Dulcidio Lavoisier de Oliveira *et al*. **A importância da gestão de riscos e controles internos como respostas a riscos empresariais.** 2010.

PINHO, Carlos et al. Risco Financeiro-Medida e Gestão. **Lisboa: Edições Sílabo,** p. 16-17, 2011.

ROCHA, Ezequiel Vailante da; BRESSAN, Paulo Roberto Meloni Monteiro. **Lei n°. 11.101 de 2005 e suas alterações: a aplicabilidade da lei de falências e recuperação judicial na crise das lojas americanas.** 2023.

ROCQUE, Eduarda La. Guia de orientação para o gerenciamento de riscos corporativos/Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **São Paulo: IBGC**, 2007.

SANTOS, Sérgio Cipriano dos. **Risco Legal nas Instituições Financeiras: o impacto da jurisprudência sobre o crédito bancário.** 2007. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SAUNDERS, Mark. **Research methods for business students.** Person Education Limited, 2009.

SCHNEIDER, Aline Lessa da Silva. **A importância do gerenciamento de risco em projetos.** 2014.

SEABRA, Jorge Miguel Zenha. **Gestão do risco financeiro.** 2013. Dissertação de Mestrado. FEUC.

SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. International market linkages and common volatility in emerging markets of Latin America. **Relatórios COPPEAD,** 2009.

SILVA, Ritchely Lorrani da; VRECCHI, Daniela Cristina; FERREIRA, Janaína da Silva. **A Divulgação de Fatos Relevantes: Riscos e Procedimentos Comunicados Pós-Eventos de Fraudes e Desastres Ambientais.** 2022.

SILVA, Vivian Mansano Andre Teodosio da. Fraudes praticadas pelo topo e o modelo das três linhas do IIA. **Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio de Janeiro,** Rio de Janeiro, 2022.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; YOSHINAGA, Claudia Emiko; BORBA, Paulo da Rocha Ferreira. Crítica à teoria dos stakeholders como função-objetivo corporativa. **REGE Revista de Gestão**, v. 12, n. 1, p. 33-42, 2005.

SIQUEIRA, Leonardo Souza; AMARAL, Hudson Fernandes; CORREIA, Laíse Ferraz. O efeito do risco de informação assimétrica sobre o retorno de ações negociadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças,** v. 28, p. 425-444, 2017.

SOARES, Gustavo de Oliveira Godoy; COUTINHO, Eduardo Senra; DE CAMARGOS, Marcos Antônio. Determinantes do rating de crédito de companhias brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista,** v. 23, n. 3, p. 109-143, 2012.

SOARES, Gustavo Fernandes. **Gestão de riscos operacionais e controles internos: o caso de uma instituição bancária.** 2013.

SPÓSITO, Edson Alcebíades *et al*. **GESTÃO DE RISCOS.** 2017.

STANDARD &. POOR'S. **Guide to credit rating essentials: what are credit ratings and haw do they work.** 2010. Disponível em: https://www.spglobal.com/ratings/_division-assets/pdfs/guide_to_credit_rating_essentials_digital.pdf. Acesso em: 06 ago. 2024.

TALEB, Nassim Nicholas. Black swans and the domains of statistics. **The american statistician,** v. 61, n. 3, p. 198-200, 2007.

TORRES, Fernando. **O que são e como contabilizar as operações de forfait ou risco sacado que abalaram a Americanas?** 2023. Valor Investe. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2023/01/12/como-contabilizar-as-operacoes-de-forfait-ou-risco-sacado-professor-responde.ghtml. Acesso em: 20 set. 2023.

VIEIRA, James Batista; BARRETO, Rodrigo Tavares de Souza. **Governança, gestão de riscos e integridade.** 2019.

ZACARI, Rodrigo Xastre. **Gerenciamento de riscos no varejo omnichannel.** 2018.

ZENO, Jose Miguel da Cunha. **Risco legal: uma introdução ao seu gerenciamento no atual cenário corporativo.** 2007.

ZONATTO, Vinícius Costa da Silva; BEUREN, Ilse Maria. Categorias de riscos evidenciadas nos relatórios da administração de empresas brasileiras com ADRs. **RBGN: Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, n. 35, p. 141-155, 2010.