

## ENTREVISTA COM O ESPECIALISTA EM MERCADOS FINANCEIROS, PROFESSOR CARLOS COVA

### LOJAS AMERICANAS: UM CASO CLÁSSICO DA TEORIA DOS JOGOS?

O imbróglio das Lojas Americanas possui um componente de apelo dramático, combinado com uma boa dose de culto ao espetáculo e aos enredos de conspiração. Porém, ao se verificar os dados e fatos, verifica-se que há muita espuma e pouco Chopp...

O Professor Cova, CEO do Grupo Agir Consultoria, nos empresta seus 30 anos de experiência nos mercados financeiros, para realizar uma interessante análise sobre as Lojas Americanas, que, antes de tudo, é uma empresa fundada na cidade de Niterói, nos anos 20.

Cova é economista, mas também é administrador, advogado e contador. Nesta última atividade, recebeu diversos prêmios por seus trabalhos no campo da governança corporativa. Atuou como docente em diversas disciplinas de finanças e mercados. Foi o criador e Coordenador de dois cursos de especialização na área de mercados financeiros na UFF, o MBA em Finanças e Mercados de Capitais e o MBA em Previdência Complementar. Publicou recentemente o livro ALEPH de Finanças e Riscos, onde sintetiza grande parte de seus ensinamentos. Atualmente, também é operador de opções na B3.

Na sua visão, o *affair* das Lojas Americanas deve ser tratado com mais serenidade, pois os fatos e os dados não correspondem com o drama que tem reverberado nas últimas semanas. Caso não seja conduzido com equilíbrio, todos os stakeholders perderão. A saída é apresentada na Teoria dos Jogos.

**- Professor Cova, por que afirma ser o caso das Lojas Americanas um caso clássico da Teoria dos Jogos?**

Cova: Integram os modelos apresentados na Teoria dos Jogos todas as situações que envolvam interações entre agentes racionais que se comportam estrategicamente. Este é o caso em questão. Temos neste caso, interagindo com suas estratégias próprias, os bancos credores, os fornecedores diversos, os controladores, os demais acionistas, os clientes, o governo, a CVM, a Justiça, e outros atores. Todos com suas expectativas, papéis, objetivos e estratégias distintas. Contudo, se cada um desses atores agir segundo os seus próprios interesses, todos perderão.

- Como assim?

Cova: Este tema foi desenvolvido por John Nash, criador do conceito de equilíbrio de Nash, mais tarde aperfeiçoado pela ideia de presença de informações assimétricas ou informações incompletas. De acordo com o modelo, quando cada jogador escolhe racionalmente aquela estratégia que seria a melhor resposta à estratégia dos demais, pode ocorrer um resultado insatisfatório, ou seja, nem sempre a busca de um agente pelo que entende ser o melhor para si resulta no melhor para todos. A solução para o caso está no chamado “equilíbrio de Nash”, conhecido pelo caso clássico do dilema do prisioneiro. Nestes casos uma combinação de estratégias constitui-se em um “equilíbrio de Nash” quando cada estratégia é a melhor resposta possível às estratégias dos demais atores, e isto é verdade para todos eles.

- Mas isto é exatamente o que não está acontecendo, pois todos estão buscando a justiça para antecipar o recebimento da sua parte. Como seria possível conciliar esta situação?

Cova: É verdade, mas a situação de recuperação judicial pode ser a grande saída para o problema. A construção de um jogo cooperativo pode deixar todos os envolvidos numa situação bastante favorável no futuro, desde que sejam capazes de firmar compromissos factíveis e cumprirem o estabelecido. Existem dificuldades? Sim. Mas os benefícios são muito mais relevantes para toda a sociedade. Afinal, trata-se de um negócio que gera 34 mil empregos diretos e cerca de 66 mil empregos indiretos, além de entregar para a sociedade R\$ 2 Bilhões em tributos. Por esta razão, salvar as Lojas Americanas deve ser um compromisso de todos os brasileiros.

- Por que os bancos estão enfatizando tanto a judicialização da questão?

Cova: os bancos estão levando à ferro e fogo um aspecto contratual das dívidas bancárias das Lojas Americanas, que são os covenants. Estes instrumentos constituem-se em garantias adicionais que os credores impõem aos devedores para que as operações dos últimos não prejudiquem os interesses dos primeiros.

Por exemplo, um credor pode exigir que o devedor não ultrapasse um determinado nível de endividamento bancário. Caso este nível seja ultrapassado, ele poderia exigir a liquidação imediata do empréstimo. No caso em questão, o problema ocorreu com as operações de “risco sacado”, que é um instrumento pelo qual a empresa toma empréstimos com os bancos para comprar produtos de fornecedores. Os bancos antecipam os valores aos fornecedores e a empresa mais tarde quita estas obrigações pagando juros. Ocorre que, segundo a informação geral, essas operações foram lançadas como despesas com fornecedores, no passivo circulante. Quando são reclassificadas como empréstimos bancários, seja no circulante ou no não circulante, elas rompem os limites estabelecidos pelos covenants, permitindo que todos os bancos possam exigir antecipadamente a quitação dos empréstimos. Este é o motivo do colapso. É óbvio que não há como pagar! Este é, na minha opinião, o principal aspecto a ser observado: se os covenants forem ignorados, as Lojas Americanas terão fôlego para pagar as dívidas. Contudo, às vezes o óbvio não é tão óbvio. Embora possamos afirmar que, se não houver acordo, todos vão perder, como num monumental abraço de afogados.

- E a questão das “inconsistências contábeis” de R\$ 20 bilhões nos balanços de 2022 e nos balanços anteriores?

Cova: A sua pergunta já embute um equívoco conceitual que pode gerar um erro de interpretação nas pessoas pouco afeitas às questões técnicas. Um balanço é equivalente a uma fotografia. Basta uma para caracterizar o objeto. Assim como várias fotografias não geram cópias do mesmo objeto, vários balanços não geram múltiplas distorções de dívidas, mas apenas uma, se for considerado o último balanço publicado, do terceiro trimestre de 2022. Os jornais informam que existem R\$ 43 Bilhões em dívidas. Isto é um problema? Depende?

- Depende do que?

Cova: Do perfil de cada uma dessas dívidas, ou seja, seu montante, prazo, fluxo de pagamentos, juros e rating (risco). Não se pode esquecer que a empresa gerou R\$ 28 Bilhões de receita nos últimos 12 meses. Além disso, se fizermos uma análise das informações do balanço da empresa relativo ao 3º Trimestre de 2022, podemos identificar que a empresa já reportava em seu Passivo Circulante (que vence em até 360 dias) dívidas com fornecedores no valor de R\$ 5 Bilhões, empréstimos de curto prazo com bancos no valor de R\$ 2,2 Bilhões, outros passivos de curto prazo no valor de R\$ 2,1 Bilhões. Registre-se que até aqui já temos R\$ 9,3 Bilhões. Quando buscamos o Passivo não Circulante (que vence depois de 360 dias) encontramos empréstimos com bancos no valor de R\$ 18,6 Bilhões e outros passivos no valor de R\$ 2,2 Bilhões. Se somarmos tudo isto já temos R\$ 30,1 Bilhões. Isto é a fotografia de setembro de 2022. Reparem que, em se tratando de dívidas de curto prazo, existem apenas cerca de R\$ 10 Bilhões.

- Haveria uma saída para o caso? Todos poderiam resolver suas pendências?

Cova: acredito firmemente que sim. Hoje, os únicos ganhadores possíveis são as grandes bancas de advogados, que devem estar salivando tais como feras diante da presa prestes a ser abatida. Caso seja realizado um grande processo de ajuste, separando com frieza o boato, o pânico e a ganância das reais possibilidades de composição, haverá êxito na empreitada. Como a maior parte da dívida é de longo prazo, se a Americanas continuar operando normalmente elas podem ser pagas tranquilamente.

Quem analisar o balanço da Americanas constata que o seu estoque possui valor zero, ou seja, o que vemos nas prateleiras pertence aos seus fornecedores e a maior parte das vendas depende de agilidade logística. Isto significa que uma injeção de Capital de Giro promovida por seus principais controladores pode sanear completamente a situação.

Em outra frente, sugiro que na proposta de Recuperação judicial sejam solicitadas linhas de financiamento de Capital de Giro ao BNDES, que, considerando o seu papel “social”, de fato produziria uma forte reversão nas expectativas deletérias de grande parte do mercado. Se assim fizesse, o BNDES poderia assumir participações minoritárias por meio de opções de compra a um valor na faixa de R\$ 10, digamos, em um momento futuro, incluindo-se estas opções de compra no pacote de garantias.

- E as hipóteses de fraude, de má fé? Isto não seria um obstáculo?

Cova: Depende de como esta questão será conduzida. Temos que observar que a cadeia de responsabilização pode atingir múltiplos atores. A CVM (Comissão de valores Mobiliários) falhou na fiscalização? Se sim, entraria no rol dos responsáveis. Eu acredito que o processo de fiscalização tradicional do Órgão Regulador não seria capaz de se ater a este tipo de detalhe, ou seja, é fácil agora imputar responsabilidades à CVM, contudo a metodologia usual de fiscalização não funcionaria neste caso e nem seria incorreta, apenas por não captar a falha.

Por sua vez, a empresa de Auditoria Externa que deveria emitir o parecer sobre as Demonstrações Financeiras talvez possa ser responsabilizada em um grau maior, visto que, por dever de ofício, deveria ter empregado indicadores de avaliação mais consistentes e assim, ter encontrado achados relevantes.

E os bancos? Eles possuem rigorosos critérios de avaliação de crédito, com poderosos sistemas de informação e cruzamento de bases de dados, com suporte de IA. Como não detectaram?

A B3, com as rigorosas regras de governança do Novo Mercado, teria falhado?

As agências de Rating, como na crise de 2008, falharam?

Este caso ainda necessita revelar muitas informações para que se possa formar um juízo de valor que não seja carregado de especulações e suposições novelescas.

Fica uma pergunta apenas, na minha opinião não respondida: Por que o CEO, que sabia das consequências de uma divulgação desta natureza, não buscou uma reunião com outros membros do Conselho de Administração, dentre eles os principais acionistas, para expor o caso e buscar uma solução doméstica? Até por dever de lealdade, uma vez que, aberta a caixa de Pandora, tudo poderia acontecer.

Acho que a CVM deve buscar operações atípicas envolvendo a venda de ações da Americanas, previamente alugadas. Talvez tenham surpresas. Afinal a ação estava cotada a R\$ 12 em 11 de janeiro e hoje custa R\$ 1,20.



Para o Professor Cova seria uma tragédia não resolver a situação das Lojas Americanas.

- Pelo que disse até agora, o Sr. Não vê problemas nas Lojas Americanas?

Cova: Vejo sim, mas não é a questão contábil a mais relevante. O problema das Lojas Americanas é a baixíssima rentabilidade de suas operações. De acordo com as Demonstrações Financeiras divulgadas, ela possui uma margem líquida de 0,2% o que requer um giro absurdo para gerar caixa disponível. Isto se reflete

na baixa rentabilidade do patrimônio líquido (*equity*), da ordem de 0,3% ao ano. Será preciso promover uma forte reestruturação das suas operações para que a empresa possa gerar resultado para os seus acionistas. Corrigindo estas falhas no modelo de negócios, estaremos mais uma vez diante de uma varejista pujante, capaz de entregar muito valor. Nunca é demais lembrar que, em agosto de 2020 uma ação da Americanas era cotada a R\$ 120. Se podia ser excessivamente alto á época, com certeza hoje também não pode valer apenas R\$1,2. O mercado é assim. Volátil, arriscado, mas continua sendo o melhor instrumento de alocação de recursos que se conhece.