
Arena Investimentos

“Inconsistências Contábeis”

O pedido de recuperação judicial de uma empresa quase centenária, fundada em 1929, é um evento incomum que merece algumas considerações. Evitamos nos manifestar sobre teses específicas de investimento a menos que os fatos tenham relevância para o mercado e boa dose de excepcionalidade. É o caso das Lojas Americanas.

Para nós, o modelo de negócio do varejo no Brasil apresenta uma fragilidade estrutural que os eventos recentes ajudaram a evidenciar e aumentar nosso nível de convicção.

Ao longo dos anos, as mercadorias se transformaram em lastro para uma operação financeira onde o descasamento de prazos entre obrigações e recebíveis, aliado às altas taxas de juros praticadas no país, respondem por parcela relevante da eficiência de algumas companhias. A gestão dos ciclos comerciais e financeiros tornou-se crítica para a obtenção de melhores retornos da operação. E, agora estamos sabendo, na sua maior fonte de risco.

O financiamento de capital de giro e estoque através de negociação agressiva com fornecedores não nos pareceu ser uma vantagem competitiva duradoura ao olhar o setor. As margens do negócio ficaram mais dependentes do alongamento do prazo de pagamento das compras e ficaram sujeitas às restrições impostas pelo fluxo de caixa dos fornecedores. Além do natural embate comercial de preços e prazos de pagamento, o financiamento do estoque adquirido contou de forma crescente com crédito junto a bancos.

Este último, o crédito tomado no sistema financeiro, apesar das ainda elevadas incertezas, é o maior candidato para a origem das inconsistências contábeis. Seu lançamento numa conta comercial estaria em desacordo com a natureza da operação, agora um financiamento bancário. Esta mudança de geografia dentro do balanço, em tese, poderia alterar várias métricas críticas para a avaliação do risco de crédito da companhia, omitindo a verdadeira alavancagem do negócio.

Na década de 80 a alta inflação era sócia de várias companhias onde a venda “pronta” e compra “futura” era fonte de *fundings* para recursos a serem aplicados no mercado. Muitas empresas podiam operar com preços de aquisição e venda de mercadorias muito próximos porque o retorno do caixa gerado até a maturação das obrigações era a principal fonte de obtenção de margem do negócio.

Admiramos as empresas onde a operação gera caixa antes do vencimento do passivo operacional. Negócios assim fornecem ganhos de “float” para os recursos gerados no “receber antes, pagar depois”. Seguradoras são um conhecido exemplo de uma operação cujo diferimento natural das obrigações ao longo do tempo, em caso de sinistro, são cotejadas com o retorno da aplicação das reservas constituídas pelos prêmios recebidos para a avaliação da eficiência do negócio.

No caso do varejo, e em especial da companhia agora em RJ, o expediente de financiar estoques também com crédito bancário parece ter alcançado o seu limite de contribuição para a eficiência da companhia. O aluguel de dinheiro no Brasil é caro. A

despesa com os juros pode ter comprometido as margens da transação comercial e não estar devidamente reportada no balanço, tanto na discrepância em relação ao montante declarado pelo sistema credor, espelho do passivo da companhia, como pelo inadequado lançamento, em linha divergente de uma conta de passivo financeiro.

Nosso entendimento sobre o problema que levou a empresa a pedir proteção a credores é mais estrutural. Está associado ao modelo de negócio cuja viabilidade hoje consideramos improvável no ambiente em que a companhia atua.

Também não consideramos uma capitalização um evento transformador de nossa convicção em relação à Lojas Americanas. Acesso a mais capital não deverá alterar os fundamentos de um modelo com os desafios a serem enfrentados nos próximos anos, por ela e outras empresas do setor de varejo.

“O verdadeiro mecanismo de governança corporativa é o envolvimento ativo dos proprietários.”

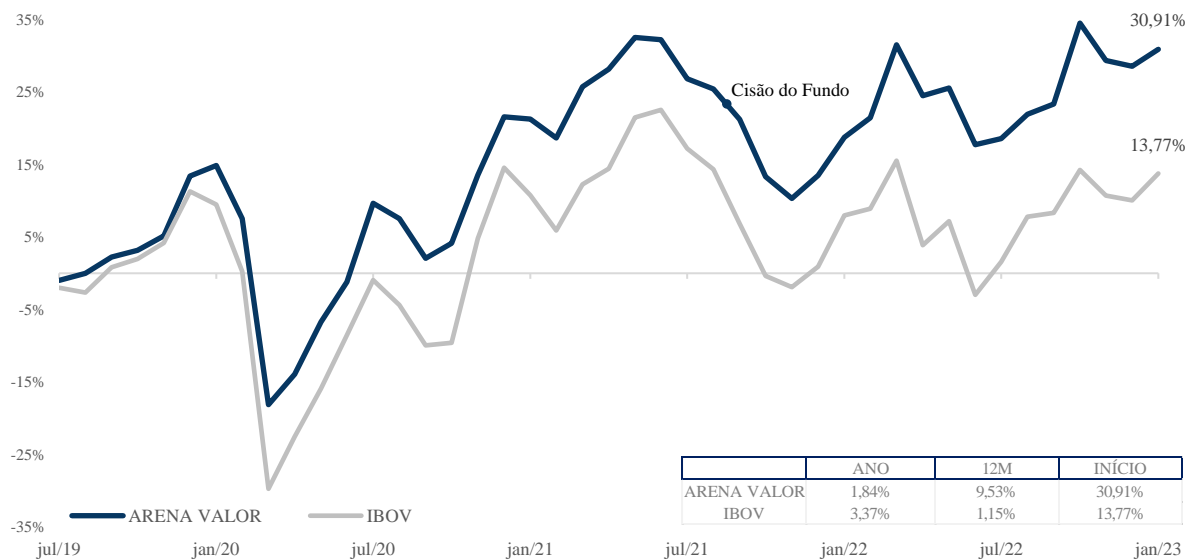
GERSTNER, Louis.

O fundo Arena Valor FIA não é investidor em Lojas Americanas. Os eventos recentes na empresa são importantes para o nosso melhor entendimento dos desafios que o setor de varejo enfrenta e o que podemos aprender com a evolução do seu pedido de recuperação judicial, trazendo melhor visibilidade da real dimensão de algumas contas do seu balanço. Esperamos que as diversas entidades envolvidas no caso aprimorem os controles, melhorando a segurança de investidores e de nós gestores. Não estamos imunes a perdas decorrentes de demonstrações contábeis em desacordo com a real situação do negócio.

O alinhamento de interesses entre acionistas controladores e nossa posição como minoritários será sempre fonte de atenção. Ao final de 2021 registramos, com algum interesse, a reestruturação societária das Lojas Americanas em que acionistas com mais de quarenta anos tocando o negócio e um histórico de atuações arrojadas em fusões e aquisições foram diluídos e ações de controladores foram trocadas sem prêmio, um sinal para nós de menor admiração e confiança no negócio.

Mauricio Pedrosa

ARENA VALOR FIA – RENTABILIDADE ACUMULADA



Disclaimer: O Fundo é oriundo da cisão do Áfira Valor FIA, gerido pela Áfira Investimentos, aprovado em AGC de 09/06/2021, e em respeito a regra do artigo 30 do Código de Administração de Recurso de Terceiro da Anbima, a Arena está divulgando os últimos 24 meses. Essa situação ocorreu, pois, o atual Gestor pessoa física da Arena Capital era o Gestor da Áfira Investimentos no período.

Fontes: 1- Investing. 2- Financial Times