

# Case Americanas

Janeiro/2023



## Os fatos até a data da divulgação desta carta

Como é conhecimento de todos no dia 11 de janeiro, a Americanas publicou fato relevante no qual anunciou a divergência contábil em seu balanço, estimada em aproximadamente BRL 20 bilhões, seguida de renúncia de seu CEO.

O já ex-CEO, no dia seguinte, explicou manobra contábil, na qual os encargos financeiros das operações de risco sacado que a Americanas faz contra os bancos eram debitados da conta fornecedor com contrapartida na conta de estoque, fazendo com que essa despesa financeira não transitasse pelo resultado. Conforme noticiado, apesar da Cia ter passado por ao menos duas auditorias e celebrado operações com os bancos que precisam reportá-las no Sistema de Informações de Crédito do Bacen – SCR, essa manobra contábil teria ocorrido durante 7 anos.

Tudo leva a crer que essas despesas financeiras capitalizadas ao longo dos anos a uma taxa aproximada de CDI+3% a.a., teriam crescido no montante reportado (BRL 20 bi) e só se tornaram públicas após o fato relevante noticiado na última semana.

Imediatamente após as explicações do ex-CEO da Americanas, as debêntures da Cia começaram a ser ofertadas com desconto e vimos aproximadamente BRL 70-100mm de negócios saindo entre 25% a 50% do valor par do papel enquanto os bonds da Cia foram negociados a 35% do par.

Ainda que nossa posição não fosse uma debênture, nosso administrador, em 12/01, marcou o papel a 50% do valor de face também (decisão que entendemos ser correta), gerando, aproximadamente, BRL 35mm de pnl negativo nos nossos fundos.

No dia 13/01 a Cia obteve uma decisão proferida pelo MM Juízo da 4ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro, nos autos do pedido de tutela cautelar em caráter antecedente, tendo obtido uma proteção de 30 dias contra ação de credores. Caso (i) a liminar não seja cassada dentro do período de 30 dias ou (ii) após esses 30 dias, caso a Cia não ajuíze um pedido de Recuperação Judicial ou Extrajudicial, os efeitos da medida cautelar cessam.

Entendemos esta medida cautelar como um tempo necessário que a Cia precisa para ter uma interlocução razoável com os credores e tentar obter algum consenso que viabilize o curso normal dos seus negócios.

No dia 14/01, o BTG interpôs agravo de instrumento com efeito suspensivo contra a decisão que deferiu a tutela antecipada durante o plantão do judiciário, não tendo sido o mesmo conhecido. No entanto, em 16/01 BTG redistribuiu o agravo de instrumento com efeito suspensivo durante o expediente forense e apesar do recurso ter sido recebido, foi indeferido o pedido de efeito suspensivo.

Ainda no dia 16/01 nosso administrador decidiu marcar nossa posição em linha com os negócios realizados no final do dia e preços divulgados pela Anbima, @30% do par, gerando, em adição a marcação anterior, pnl negativo de BRL 14mm. Valor que como mostraremos adiante, consideramos conservador, exceto no cenário 3 abaixo, no qual a Cia pede RJ.

## E quais são os cenários possíveis?

Com o objetivo de antever o desfecho deste processo, construímos alguns cenários. O exercício é baseado em uma série de premissas que o time de gestão da Augme teve que assumir e não devem ser tratados, de forma alguma, como recomendação de investimento, desinvestimento ou manutenção do ativo.

**Cenário 1** – acionistas da Cia realizam capitalização e conseguem negociar com os bancos a manutenção de todas as linhas de crédito.

Este cenário demandaria uma capitalização de BRL 15 a 17 bi, o que consideramos altamente improvável.

Porém, neste caso, os papéis teriam que ser apenas reperfilados e não haveria necessidade de qualquer haircut ou conversão da dívida.

**Cenário 2** – Acionistas capitalizam a Cia e renegociam as dívidas (alongamento + conversão das dívidas em equity).

Assumindo que as dívidas sejam repactuadas @CDI com 2 anos de carência: caso o aporte de equity seja de BRL 6bi (valor noticiado como aporte proposto pelos acionistas de referência), a conversão de dívida [necessária para enquadrar os covenants] em equity seria de aproximadamente 35%. E para BRL 10 bi de aporte (valor noticiado como demandado pelos bancos), aproximadamente 20% da dívida precisaria ser convertida em ações da Cia.

Entendemos este cenário como possível e mais alinhado com o que temos acompanhado de notícias do mercado, porém demandaria anuência da totalidade dos credores, pois em um cenário de haircut ou conversão, nos parece provável que credores prejudicados não aceitariam que nenhum outro credor saísse incólume.

Um **cenário 2 alternativo**, e talvez mais provável, seria o pedido de uma Recuperação Extrajudicial, dado que esta pode ser homologada com anuência de 50% + 1 dos credores de cada classe o que tornaria um acordo final mais factível.

A desvantagem deste cenário é que os credores que não tenham votado favoravelmente à homologação do plano de recuperação extrajudicial teriam menos boa vontade em manter as linhas de financiamento para Cia.

**Cenário 3** – Cia pede RJ

Uma RJ demandaria que a Cia suspendesse o pagamento de todos os compromissos, incluindo os fornecedores. Como consequência, a Cia poderia enfrentar dificuldades em conseguir linha de crédito no mercado, podendo agravar ainda mais o problema de liquidez.

Nesse cenário, não havendo aporte de capital na companhia, há a possibilidade de a marcação de 30% do PU Par (representando 70% de haircut na dívida) ser insuficiente para reestruturação frente a potencial necessidade da empresa.

Por estes motivos, entendemos ser potencialmente inviável uma RJ em uma empresa de varejo do porte da Americanas.

Independente do cenário que se concretize, é possível que seja instaurada investigação para apurar eventual responsabilidade, inclusive criminal, dos acionistas da Cia.

Na data em estávamos finalizando esta carta, a Folha Online divulgou que a Cia estaria preparando a entrada em Recuperação Judicial, o que, como acabamos de mencionar, vai tornar o case substancialmente mais complexo.

## Finalmente: Por que fizemos esta alocação nos fundos?

Durante o segundo semestre os fundos de crédito experimentaram captação forte, ao passo que as emissões no mercado começaram a alongar duration sem que isso fosse refletido nos prêmios de crédito.

Além disso, a incerteza das eleições e das medidas que seriam tomadas pelo novo governo recomendavam alguma cautela. O que queríamos eram alternativas de curto prazo com algum spread.

Eis que em conversas com o mercado vimos a oportunidade de comprar recebíveis devidos pelas Lojas Americanas. Já não tínhamos mais exposição nas debêntures, pois as debêntures mais curtas tinham pouco prêmio e as mais longas, além de não terem covenants financeiros, também não tinham, na nossa opinião, spreads atrativos.

A estrutura da operação viria via um CDB vinculado, ou seja, o banco faria a operação e nos repassaria o risco através deste instrumento. A remuneração da operação de aproximadamente 16% a.a. [equivalente a CDI + 2,0%] e o vencimento em 03/04/2023, nos permitiria capturar um spread bem melhor que as debêntures mais curtas emitidas pela Cia (em torno de CDI+1%).

No momento do investimento percebemos que a Cia vinha sofrendo piora em seus indicadores de alavancagem e geração de caixa, mas o prazo bem curto da operação – inferior a 6 meses – e o caixa da Cia frente ao passivo de curtíssimo prazo nos deram conforto de fazer a alocação no tamanho que fizemos.

O risco de crédito era muito baixo para o prazo contratado e uma fraude contábil nos moldes das reportadas pela Cia nem sequer havia sido cogitada.

Da nossa parte fechamos os fundos para aplicação, decisão que reputamos como a mais correta e alinhada com os cotistas e prosseguiremos atentos para identificar os próximos movimentos do mercado e da Cia, e como sempre, manteremos nossos investidores bem informados.

## Augme Capital

*Este material foi produzido pela Augme Capital com fins meramente informativos, não se caracterizando como oferta, recomendação, sugestão de alocação, adoção de estratégia, solicitação de investimento ou desinvestimento de ativos. Este material não configura um relatório de análise, conforme definição da Resolução CVM nº 20, tampouco uma consultoria de valores mobiliários, conforme a definição da Resolução CVM nº 19. As informações e estimativas aqui contidas são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas consideradas confiáveis na data da publicação e configuram apenas exposições de opiniões até a presente data. Este material não possui caráter promocional e não deve ser considerado como única fonte de informação para embasar qualquer decisão de investimento ou desinvestimento. Ao investidor, é recomendado a leitura cuidadosa das informações disponíveis na carta, para que tome sua própria decisão de investimento e desinvestimento, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado que deverá ajudá-lo na análise minuciosa do produto e dos seus respectivos riscos face aos seus objetivos e sua tolerância ao risco. As estimativas, conclusões, opiniões, projeções e hipóteses apresentadas neste material não constituem garantia de que os cenários projetados ocorrerão. Apesar do cuidado utilizado no manuseio das informações apresentadas, a Augme Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, portanto não será responsável por perdas diretas, indiretas ou lucros cessantes decorrentes da utilização deste material para quaisquer finalidades. Este conteúdo não pode ser copiado, divulgado, resumido, extraído, reproduzido, distribuído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem a prévia e expressa concordância da Augme Capital.*

## CONTATO

[ri@augme.com.br](mailto:ri@augme.com.br)

11 4550 3295

Rua Campos Bicudo, 98 – 3º Andar – cj. 31

CEP: 04536-010

[www.augme.com.br](http://www.augme.com.br)

Linkedin: **Augme Capital**