



University of
Texas Libraries



e-revist@s



Centro Universitário Santo Agostinho

revista fsa

www4.fsnet.com.br/revista

Rev. FSA, Teresina, v. 20, n. 8, art. 4, p. 64-83, ago. 2023

ISSN Impresso: 1806-6356 ISSN Eletrônico: 2317-2983

<http://dx.doi.org/10.12819/2023.20.8.4>

DOAJ DIRECTORY OF
OPEN ACCESS
JOURNALS

WZB
Wissenschaftszentrum Berlin
für Sozialforschung



Zeitschriftendatenbank



MIAR



Americanas, um Caso de Comunicação Corporativa

Americanas, a Case of Corporative Communication

Raphael Moses Roquete

Doutor em Administração pela Universidade Federal do Rio de Janeiro

Professor da FACC pela Universidade Federal do Rio de Janeiro

E-mail: raphael@facc.ufrj.br

Cláudio Oliveira de Moraes

Doutor em Economia pela Universidade Federal Fluminense

Professor da COPPEAD/ UFRJ

E-mail: claudio.moraes@coppead.ufrj.br

Renan Ferreira do Nascimento

Doutorado em Economia pela Universidade Estadual do Rio de Janeiro

Mestre Em Economia Empresarial pela Universidade Candido Mendes

E-mail: ferreira.renan01@gmail.com

Endereço: Raphael Moses Roquete

Av. Pasteur, 250 - Urca, Rio de Janeiro - RJ, 22290-240, Brasil.

Endereço: Cláudio Oliveira de Moraes

Rua Pascoal Lemme, 355 - Cidade Universitária da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 21941-918 Brasil.

Endereço: Renan Ferreira do Nascimento

R. São Francisco Xavier, 524 - Maracanã, Rio de Janeiro - RJ, 20550-013

Editor-Chefe: Dr. Tonny Kerley de Alencar Rodrigues

Artigo recebido em 01/05/2023. Última versão recebida em 17/05/2023. Aprovado em 18/05/2023.

Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review pelo Editor-Chefe; e b) Double Blind Review (avaliação cega por dois avaliadores da área).

Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação



RESUMO

O objetivo deste estudo é identificar de que forma um comunicado corporativo pode afetar o ambiente de negócios de uma empresa, levando-a a uma posição de extrema fragilidade. Para alcançar esse objetivo, foram utilizadas três metodologias distintas: pesquisa bibliográfica, levantamento documental e análise de dados. Os resultados obtidos sugerem que a falta de padronização no tratamento das operações mencionadas no comunicado das Americanas causou ruído informacional. Além disso, o fato de o próprio comunicado ter sido pouco preciso ampliou o ruído, com severo impacto no mercado. Em particular, após o fato relevante, foi observada uma forte reação no mercado bancário e varejista, produzindo perdas para acionistas minoritários e credores, não apenas para a Americanas, mas também para outras empresas do setor. Assim, ficou evidente que a forma como os problemas corporativos são comunicados em setores suscetíveis a crises, corridas e contágio pode fazer uma diferença significativa.

Palavras-chave: Crédito Bancário. Comunicação Corporativa. Operações Comerciais. Vácuo Regulatório.

ABSTRACT

The objective of this study is to identify how a corporate communication can affect a company's business environment, leading it to a position of extreme fragility. To achieve this goal, three different methodologies were used: bibliographic research, documentary research, and data analysis. The results obtained suggest that the lack of standardization in the treatment of the operations mentioned in the Americanas communication caused informational noise. In addition, the fact that the communication itself was imprecise amplified the noise, with severe impact on the market. In particular, after the relevant fact, a strong reaction was observed in the banking and retail market, producing losses for minority shareholders and creditors, not only for Americanas, but also for other companies in the sector. Thus, it became evident that the way corporate problems are communicated in sectors susceptible to crises, runs, and contagion can make a significant difference.

Keywords: Bank Credit. Corporate Communication. Commercial Operations. Regulatory Vacuum.

1 INTRODUÇÃO

O grupo Americanas passou por inúmeras reorganizações societárias até chegar à configuração atual. A última culminou na fusão entre as Lojas Americanas e a B2W e com nova denominação de Americanas SA. O objetivo da empresa é a comercialização varejista de mercadorias em geral e ocorre através de meio digital e lojas físicas (mais de 3.600 estabelecimentos no país). A holding conta hoje com as seguintes operações: Submarino, Shoptime, AME Digital, Americanas Entrega e a Mais Aqui. Estima-se que a base de clientes atinja por volta de 50 milhões de clientes e cerca de 45 mil funcionários, além de comercializar mais de 60.000 produtos de 2.000 fornecedores.

No dia 11 de janeiro de 2023, a Americanas divulgou Fato Relevante sobre inconsistências contábeis no valor de R\$ 20 bilhões. Tais inconsistências estavam baseadas na hipótese de que as operações nas quais os bancos intermediam a transação comercial entre fornecedores e a Americanas deveriam ser reclassificadas como dívida bancária e não na conta fornecedores, todas contas de passivo. Nessa mesma data, o CEO e o Diretor de Relações com Investidores empossados no dia 02 de janeiro pediram demissão.

No dia seguinte ao Fato Relevante, o ex CEO fez um vídeo para explicar o evento das Americanas. Ele disse que o endividamento bruto estaria na casa dos R\$ 18-19 bi contra um caixa R\$ 8-9 bilhões. Ele afirmou que grande parte da conta fornecedor seria dívida bancária. Como decorrência do fato relevante, ainda no mês de janeiro, a Americanas entrou com pedido de recuperação judicial, apresentando uma dívida superior a R\$ 40 bilhões.

Como a empresa líder do setor varejista do Brasil, que possuía uma caixa de aproximadamente 9 bilhões de reais, observa indefesa uma redução extrema de sua liquidez a ponto de ser obrigada a pedir recuperação judicial para não quebrar? Essa longa pergunta não é fácil de ser respondida, mas sem dúvida há uma relação causal entre o comunicado do CEO da Americanas no dia 12 de janeiro de 2023 e o pedido de recuperação judicial uma semana depois. Tal relação causal permite identificar de que maneira um comunicado corporativo pode afetar o ambiente de negócios de uma companhia, levando-a a uma posição de extrema fragilidade.

O caso da comunicação da Americanas tem diversos elementos que precisam ser analisados. Elementos que produziram o pedido de recuperação judicial de uma empresa sólida do ponto de vista patrimonial. Além disso, cabe compreender os aspectos que permitiram que o efeito de tal comunicado se expandisse para uma crise no setor varejista e uma forte retração do crédito bancário. Este estudo visa contribuir com a literatura de

comunicação corporativa, pois, como ficou evidente no caso da Americanas, a forma como se comunica problemas em setores suscetíveis a crises, corridas e contágio, faz diferença.

O presente trabalho está dividido, além desta introdução, em mais quatro seções: a metodologia utilizada, seguida do referencial teórico sobre o impacto da comunicação no setor financeiro e varejista. Na terceira seção, são apresentados os resultados oriundos da pesquisa documental realizada sobre o contexto do setor varejista e da Americanas em relação às operações com fornecedores. Ainda nessa seção, é apresentada a análise do comunicado e seus efeitos e, por fim, a conclusão.

2 METODOLOGIA

Neste artigo, foram empregadas três metodologias distintas, a saber: pesquisa bibliográfica, levantamento documental e análise de dados. A utilização dessas diferentes metodologias visa proporcionar maior robustez à análise e permitir a identificação de um ponto de vista incomum do fenômeno objeto deste artigo, a fim de ampliar o debate e incentivar mecanismos eficazes de comunicação corporativa.

A principal diferença entre as pesquisas bibliográfica e documental reside na fonte utilizada. Enquanto a pesquisa bibliográfica utiliza publicações, tais como artigos acadêmicos, dissertações, teses e livros, a pesquisa documental caracteriza-se pela coleta de documentos, leis, atas, fatos relevantes, entre outros (CUI *et al.*, 2010; BARTH *et al.*, 2014; DE SOUSA *et al.* 2021; JUNIOR *et al.*, 2021). Já a análise de dados basear-se-á nos dados públicos das empresas do setor varejista, como a cotação das ações das empresas desse setor.

Neste trabalho, a pesquisa bibliográfica foi utilizada para abordar o impacto da divulgação de informações no setor financeiro e varejista. Esse tema foi abordado com o intuito de verificar como a literatura trata a divulgação de informações em setores suscetíveis a crises. Já a pesquisa documental foi empregada para a coleta de dados dos balanços das empresas, fatos relevantes, declarações do ex-CEO, ofícios da CVM e relatórios de mercado.

3 REFERENCIAL TEÓRICO

3.1 O impacto da comunicação no setor financeiro e varejista

Um dos principais pressupostos dos modelos da teoria de eficiência de mercado é a existência de perfeita informação. Contudo, no mundo de perfeita informação não haveria

necessidade dos intermediários financeiros, conforme destacado por Santos (2001), nem de intermediários comerciais. Em um mundo sem imperfeições à la Arrow-Debrew, tanto os agentes demandantes quanto os ofertantes teriam todas as condições propícias, inclusive quanto à disponibilidade de informações, de negociar entre si sem a presença de um intermediário.

Segundo o clássico artigo de Eugene Fama (FAMA, 1970) o mercado é eficiente quando permite a alocação de recursos da economia. Para tanto, segundo a Hipótese do Mercado Eficiente, os preços dos ativos já levam em consideração todas as informações disponíveis ao alcance de todos os que atuam no mercado. Por outro lado, quando a informação disponível na economia é assimétrica, ou seja, quando alguns agentes econômicos têm melhor informação que outros, a coordenação entre oferta e demanda de produtos, de serviços ou de ativos fica prejudicada, ou seja, não é eficiente (GREENWALD *et al.*, 1984, de Moraes *et. al.*, 2020).

Portanto, a disponibilidade de informação tem um grande efeito no sistema econômico. De acordo com Born, Ehrmann, e Fratzscher (2012) a comunicação formal realizada pelos gestores da política econômica, como o Banco Central, por exemplo, pode gerar resultados benéficos nos mercados com problemas informacionais, como os setores financeiro e varejista. Por outro lado, os ruídos informacionais produzidos por entrevistas impactantes, com afirmações fortes sobre mudança de rumos das políticas, quase sempre são desastrosos (DE MENDONÇA; DE MORAES, 2018).

Um aspecto pouco explorado pela literatura é o poder da comunicação em setores frágeis, ou seja, setores que realizam intermediação, financeira ou comercial. A fragilidade destes setores advém da sua atividade principal, a intermediação. Embora a intermediação aumente a eficiência, via encontro entre demandantes e ofertantes, essa ampliação da conectividade comercial e financeira amplia o risco sistêmico, e caso haja uma ruptura repentina da atividade de intermediação, o resultado é crise financeira (ANTUNES, *et.al.*, 2018).

Neste sentido, a divulgação voluntária de informações, por meio de fatos relevantes, tem grande destaque no ambiente corporativo. Balakrishnan *et al.* (2014) examinam o efeito causal da divulgação voluntária de informações sobre a liquidez dos ativos de empresa. Os resultados indicam que a divulgação voluntária de informações tem um efeito positivo na liquidez do mercado, sugerindo que os investidores valorizam a transparência e a divulgação de informações adicionais.

Nagar *et al.* (2019) examinam o impacto da incerteza na política econômica na assimetria de informações dos investidores e na divulgação de informações pela administração das empresas. Os autores descobriram que a incerteza na política econômica está positivamente relacionada com a assimetria de informações dos investidores e negativamente relacionada com a divulgação de informações pela administração das empresas.

Em conjunto, os artigos mostram que a divulgação de informações financeiras pelas empresas é fundamental para a transparência e eficiência do mercado financeiro, e que os investidores valorizam a transparência e a divulgação de informações adicionais. Portanto, com base na literatura, era de esperar que a comunicação produziria sempre ganhos para o mercado e para os acionistas minoritários.

No entanto, o que se observou no caso da comunicação do fato relevante da Americanas no dia 11/01/2023 foi exatamente o contrário. As ações da Americanas mostraram uma queda brutal após os comunicados, gerando crise no setor varejista e uma forma particular de corrida bancária. Os bancos declararam antecipação de vencimento de crédito de seus contratos e retiveram os recebíveis da Americanas, o que fez com que a liquidez caísse de 9 bilhões de reais, para aproximadamente 700 milhões de reais. Esse fato levou ao pedido de recuperação judicial, e a retirada dos papéis da Americanas do Ibovespa, gerando perdas objetivas aos acionistas (ROQUETE, 2023). A conclusão imediata é que comunicar problemas em setores suscetíveis a crises, corridas e contágio, como financeiro e varejista, pode gerar um efeito incontrolável (DE MORAES, 2023). Na próxima seção será examinado o contexto do setor varejista e da Americanas com respeito as operações com fornecedores, bem como a análise do comunicado e seus efeitos.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta seção são apresentados três distintos momentos, tendo como referência o comunicado do fato relevante de janeiro de 2023. O ambiente que antecedia o comunicado, com a explicações da relação comercial e financeira do setor varejista com os fornecedores, a análise do comunicado e os efeitos produzidos pelo comunicado no mercado.

4.1 Relação comercial e financeira do setor varejista com fornecedores

Nos últimos anos, o setor de varejo sofreu com a pressão inflacionária e a redução do poder de compra das famílias. Além disso, a alta da Selic, e seu impacto no mercado de

crédito, afetou negativamente o acesso ao crédito, tornando-o mais difícil e caro. Como consequência, a indústria do varejo viu uma queda no volume de vendas e margens mais apertadas. Para fazer frente a este cenário, em 2022, a Americanas fez emissões de debêntures e aumentou o endividamento, sem uma ampliação significativa. A dívida da Americanas estava aparentemente sob controle, ainda mais com o caixa robusto de cerca de R\$ 9 bilhões.

De acordo com uma matéria publicada pelo Valor Econômico, em março de 2023, o volume de operações no qual os bancos intermediavam a relação entre a Americanas e seus fornecedores, chamado no comunicado do fato relevante de 11/01/2023 de risco sacado, praticamente quintuplicou de 2015 a 2022 (de R\$ 3,4 bilhões para R\$ 16 bilhões aproximadamente). Vale salientar que nos últimos anos esse tipo de operação passou a ser bastante utilizado pelo setor varejista, como pode ser observado na tabela 1.

Embora as operações financeiras com fornecedores tenham se tornado comuns no setor varejista, apenas três empresas dentre as analisadas do setor explicitaram essas operações financeiras em 2021. No ano seguinte (2022) foi notada uma mudança, e duas empresas (Marisa e C&A) não apresentaram informação sobre essas operações no balanço, descrevendo as mesmas apenas em notas explicativas. O que chama atenção também é que, embora tais operações possuam percentual relevante na conta fornecedores, não possuem as mesmas nomenclaturas, podendo ser nominada como convênio, confirming ou risco sacado. Essa falta de uma nomenclatura específica causa incerteza sobre a natureza da operação e por esta razão produz ruído para o investidor. Apesar de não aparecer na tabela, o termo *forfait* é utilizado em ofícios da CVM quando se refere à mesma operação, reforçando a percepção de falta de padrão.

Tabela 1 – Volume de operações comerciais com intermediação bancária

Empres a	2021			2022		
	Percentual de arranjos financeiros para fornecedores *	Aparece no Balanço?	Nome atribuído	Percentual de arranjos financeiros para fornecedores *	Aparece no Balanço?	Nome atribuído
Via Varejo	19,72%	Sim	Convênio	23,75%	Sim	Risco Sacado
Magalu	44,17%	Não (apenas nas notas)	Convênio	39,84%	Sim	Convênio
C&A	20,50%	Não (apenas nas notas)	Risco Sacado	20,58%	Não (apenas nas notas)	Risco Sacado

Renner	3,77%	Não (apenas nas notas)	Confirming	4,63%	Sim	Risco Sacado
Riachuelo	37,38%	Sim	Confirming	22,02%	Sim	Confirmin g
Marisa	25,50%	Sim	Convênio	12,65%	Não (apenas nas notas)	Convênio

Notas: 1) Elaboração própria

2) * termo traduzido de Supplier Finance Arrangements - Publicação de novembro de 2021. Link: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/supplier-finance-arrangements/ed-2021-10-sfa.pdf>

Em relação à classificação das operações sugerida pelos órgãos reguladores, dois ofícios da CVM (2016 e 2021) tratam do assunto. No ofício de 2016, a CVM diz que o banco deve considerar a varejista (a qual chama de empresa âncora) como tomadora final do empréstimo. A CVM entende que há um financiamento nesse caso para a varejista e, portanto, isso deveria ser reconhecido como passivo oneroso e não no passivo de financiamento, mais especificamente na conta fornecedores. Em relação aos fornecedores, a CVM afirma que eles emitem faturas que contemplam o prazo a ser financiado pelo banco, porém não reconhecem as vendas pelo valor presente de forma a inflar o EBITDA.

Já no ofício de 2021, a CVM não aborda a questão dos fornecedores. Além disso, não chega a afirmar de forma contundente se tratar de uma operação de crédito entre os bancos e as empresas âncora. Para tanto, destaca a vantagem tributária (não recolhimento do IOF) da operação. Esse, aliás, é o principal atrativo da operação em comparação com a antecipação de duplicatas, por exemplo. Na operação de desconto de duplicatas (como apresentado na figura 2), por ser uma operação de crédito, há a cobrança de IOF. Já no caso do *forfait*, como definido pela CVM, não há IOF, o que denota uma incongruência para que seja tratada como operação de crédito.

É importante ressaltar que o Ofício Circular da CVM fornece orientações às companhias sobre como realizar determinadas práticas, mas não impõe obrigatoriedade, ou seja, não gera qualquer tipo de vinculação regulatória. Além disso, de acordo com uma matéria publicada pelo Valor Econômico em março de 2023, o Conselho de Normas Internacionais de Contabilidade (IASB, na sigla em inglês) decidiu acelerar a implementação de normas para a divulgação de operações com fornecedores, conhecido como "risco sacado", conforme comunicado da consultoria PwC. Ou seja, o cenário regulatório a respeito das operações objeto do comunicado apresenta características do que na literatura de regulação é chamado de vácuo regulatório.

Short (2013) explica a situação em que há "vácuo regulatório" no mercado, em função dessa situação, busca uma autorregulação, ou seja, o mercado busca soluções próprias para o

problema. E esse parece ter sido o caso das diversas formas de tratamento das operações nominadas no fato relevante como risco sacado. Short (2013) também destaca que o vácuo relatórios é a situação em que não existe regulamentação governamental específica para lidar com um determinado problema ou setor da economia. Essa falta de regulamentação pode gerar incerteza jurídica e dificuldade para as empresas e indivíduos que atuam naquele setor, pois não há regras claras sobre o que é permitido ou proibido, ou sobre quais são as penalidades em caso de descumprimento.

Devido à ausência de uma norma vinculante por parte dos reguladores brasileiros, bem como à falta de orientações internacionais, como as emitidas pelo IASB, há uma grande incerteza em relação ao tratamento de operações. Nesse sentido, era esperado que não houvesse consenso se tais operações deveriam ser classificadas como operações de crédito ou operações comerciais.

O tratamento tributário atribuído às operações objeto do fato relevante - no qual não há incidência de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) – permite interpretar as mesmas como algo diferente de uma operação de crédito tradicional. Por outro lado, a presença de bancos intermediando a operação, como ilustrado na figura 1, pode levar à interpretação de que se trata de uma operação de crédito. Em conjunto, esses argumentos indicam que o tratamento apresentado no fato relevante das Americanas é, no mínimo, questionável, uma vez que não há convicção quanto à natureza da operação - se é comercial ou uma simples operação de crédito.

De forma a lançar luzes sobre a questão, é importante denotar que conforme a figura 1 indica, a presença dos bancos não descaracteriza ou insere nenhum risco adicional à transação comercial entre fornecedores e varejistas. Razão pela qual, no presente estudo, nominaremos a operação como operação comercial com intermediação financeira (OCIF). Vale salientar que se houver um descasamento que fuja à operação negociada inicialmente, a figura 1 deixaria de representar a operação, exigindo avaliar caso a caso se de fato a operação viraria crédito. E, para tal, deveria perder a isenção de IOF.

Para efeitos de comparação, foi inserida também a estrutura de antecipação de duplicatas a receber. Observa-se que a principal diferença entre as duas operações está na empresa garantidora. Enquanto na antecipação de duplicatas (figura 2), o fornecedor assume a obrigatoriedade de pagamento ao banco, na operação comercial com intermediação financeira (figura 1), é a empresa adquirente (chamada comumente de empresa-âncora) que cumpre com sua obrigação comercial no prazo acordado com os fornecedores, ou seja, o fluxo da operação não sofre modificação.

Figura1 – Operação comercial com intermediação financeira

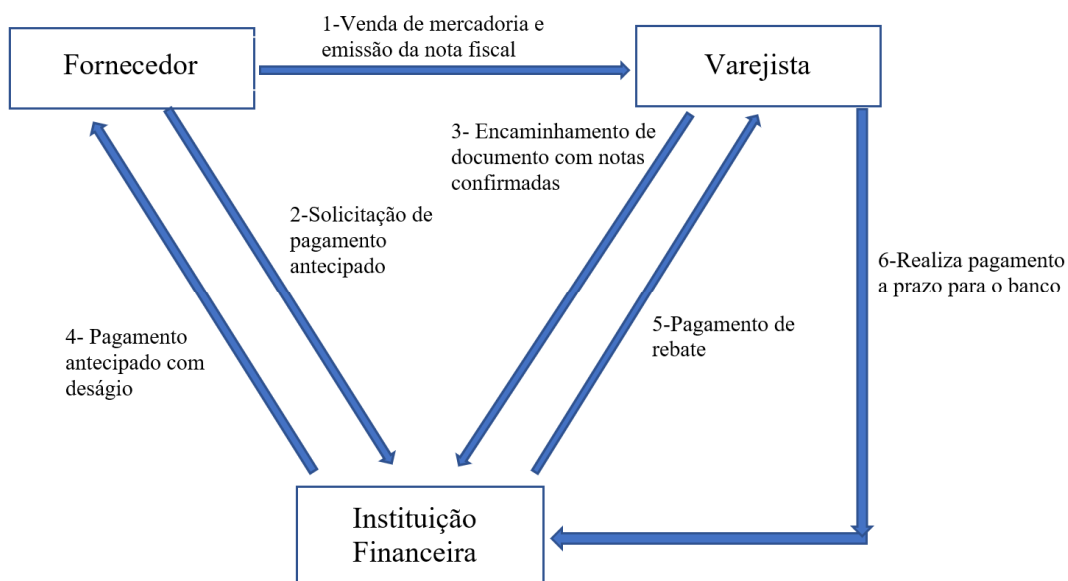
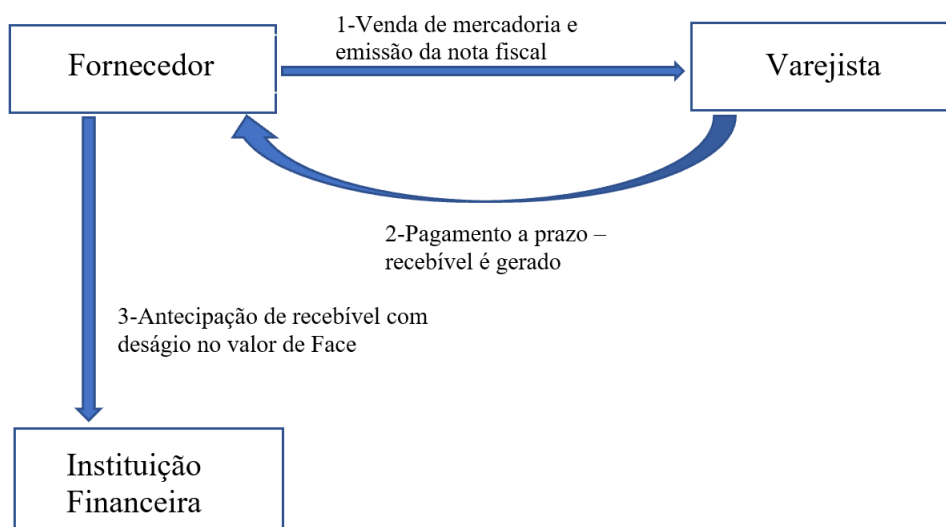


Figura 2 – Antecipação de Duplicatas a Receber



Cabe salientar que a estrutura da figura 1 permite identificar incentivos para que a operação não seja considerada uma operação de crédito, dado à presença do vácuo regulatório. Primeiro, incentivos para os fornecedores por acessar taxas mais atrativas no desconto do valor a receber. Em relação aos bancos, não classificar como crédito tem o benefício de consumir menos capital regulatório e para o mercado cria facilidade e agilidade, pois a operação é toda automatizada, inclusive disponibilizada na plataforma dos bancos. Vale salientar que em nossa análise sobre os fornecedores não identificamos, conforme citação do

Ofício de 2016 da CVM, que os fornecedores envolvidos nas operações de OCIF reconheceram os recebíveis a valor presente, o que ampliaria o seu EBITDA. Ou seja, essa informação não foi encontrada nos resultados de relevantes fornecedores das Americanas.¹

4.2. Análise do Comunicado do fato relevante e suas consequências

Como é possível que uma empresa líder do setor varejista brasileiro, com uma reserva financeira de cerca de 9 bilhões de reais, fique tão vulnerável a ponto de precisar entrar com um pedido de recuperação judicial para evitar a falência? Essa questão complexa não tem uma resposta fácil, mas certamente há uma relação causal entre o anúncio feito pelo ex-CEO da Americanas em 12 de janeiro de 2023 e o pedido de recuperação judicial feito apenas uma semana depois. Essa relação causal evidencia a forma como um comunicado corporativo pode afetar o ambiente de negócios de uma empresa, levando-a a uma posição de extrema fragilidade.

Analisar um comunicado não é uma tarefa simples, pois o próprio anúncio de um fato relevante em si já traria apreensão ao mercado. Além disso, o conteúdo do comunicado e a clareza podem induzir a percepções distintas do mercado. Uma possível forma de análise é por meio da nuvem de palavras. A nuvem de palavras é uma forma de análise textual que consiste em analisar um texto ou uma declaração através de uma imagem. É construída uma relação de palavras que aparecem repetidamente no texto as quais são colocadas dentro da nuvem de forma que seu tamanho dentro da nuvem varia de acordo com sua relevância dentro da declaração (Ramlo, S., 2011; Kalmukov, 2021).

Todavia, o pesquisador deve tomar certos cuidados na construção da nuvem de palavras, de forma a realizar a análise da forma mais eficiente e clara possível. No caso deste estudo, por exemplo, serão consideradas somente as palavras-chaves, ou seja, quase todas as palavras são substantivos, sendo as palavras de outras classes gramaticais excluídas da análise.

¹ Exemplos: Samsung e Nestlé

Este comportamento pode ser explicado pela heurística do comportamento manada, que diz que os agentes de mercado tendem a ignorar suas próprias percepções e seguir com o mercado em geral. É como se o indivíduo considerasse errar em grupo melhor do que errar sozinho. A literatura sobre crises financeiras mostra exatamente a “miopia” dos agentes do mercado em todas essas crises (KINDLEBERGER; ALIBER, 2005; DE MORAES, 2023).

Exemplos como estes foram verificados na crise de 2008, também chamada de crise do subprime. No início dos anos 2000, o mercado imobiliário americano estava com muita liquidez e taxas bem baixas, e com isso o crédito estava abundante. Era extremamente fácil conseguir dinheiro para imóveis. Até mesmo pessoas sem comprovação de renda conseguiam tomar crédito, o que deu origem inclusive ao termo NINJAS (no income, no job and no assets). Com o passar dos anos, a taxa de juros começou a subir e os empréstimos a ficarem mais caros. Como consequência, algo muito fácil de enxergar na teoria acabou acontecendo: o aumento desenfreado da inadimplência. Uma análise um pouco mais profunda deveria ser suficiente para o mercado enxergar que se tratava de títulos hipotecários “podres”. Porém, a imensa maioria dos analistas entenderam que o mercado imobiliário americano era sólido e jamais quebraria. Os ratings desses títulos (fornecidos pelas principais agências – S&P, Moodys e Fitch), por exemplo, mostravam isso ao atribuírem classificações excelentes com raríssima probabilidade de default.

Em analogia à crise de 2008, a reação dos bancos no caso Americanas merece destaque. Os bancos que por anos mantiveram uma relação com as empresas do varejo, mudaram repentinamente seu comportamento por conta do comunicado. Essa mudança de atitude refletida na restrição ao crédito e na mudança de classificação de risco é difícil de ser compreendida, uma vez que os bancos sempre foram instados a conhecer profundamente seus clientes pela regulação bancária de risco de crédito do Brasil.²

Na tabela 2 estão apresentadas as principais medidas dos bancos noticiadas após o comunicado de 11 de janeiro. Tal atitude revela uma enorme aversão ao risco em relação ao setor varejista. Dois pontos merecem destaque na análise da reação dos bancos esquematizada na tabela 2. Primeiro, o aumento da aversão ao risco a uma operação que os próprios bancos estruturam para o setor varejista, oferecendo a mesma engenharia financeira para todo o mercado. Ressalta-se que os bancos alertavam os ganhos da operação, com destaque para a

² A Resolução 2682/99 do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa.

vantagem tributária (isenção de IOF), quando propunham a operação.³ Segundo ponto importante, assim como no caso da contabilização dos varejistas, os bancos não apresentaram consenso nos níveis de provisões para devedores duvidosos aplicados a Americanas. As provisões divulgadas variaram de 30% até 100%, em uma repetição da falta de consenso sobre o risco da operação e do setor.

Tabela 2 – Análise documental das medidas adotadas pelo mercado financeiro após evento da Americanas

Fonte	Data	Notícia	Consequência
O Globo	02/02/2023	Santander: entenda a provisão de R\$ 1,1 bi (30%) para americanas e saiba porque poderia ter sido pior	Falta de padrão e restrição de crédito
Valor Econômico	07/02/2023	Itaú provisionou 100% de Americanas, com impacto de R\$ 1,307 bi	Falta de padrão e restrição de crédito
CNN Brasil	09/02/2023	Bradesco provisiona R\$ 4,9 bilhões para cobrir 100% de exposição à Americanas e lucro desaba	Falta de padrão e restrição de crédito
O Globo	13/02/2023	Banco do Brasil provisiona 50% de sua exposição a Americanas; lucro fica acima da projeção de mercado	Falta de padrão e restrição de crédito
Valor Econômico	13/02/2023	Após Americanas, ‘efeito dominó’ preocupa o mercado	Restrição de crédito ao setor varejista pelo temor de acontecimentos similares ao da Americanas.
Valor Invest	17/02/2023	Banco Safra provisiona R\$ 1,2 bilhão (50%) para americanas e ainda sim tem lucro recorde em 2022	Falta de padrão e restrição de crédito
Valor Econômico	23/02/2023	Empresas devem renegociar ao menos R\$ 260 bi em dívida	Bancos estão menos flexíveis na renegociação após evento das Americanas
Valor Econômico	28/02/2023	Crédito esfria e inadimplência aumenta	Após evento das Americanas, houve maior restrição no mercado de crédito
Folha de São Paulo	6/3/2023	Investidor tira R\$ 17 bi de fundos com títulos privados em 2023	Menor volume de captação de recursos pelas empresas via mercado financeiro

³ Ver: <https://www.itaubank.com.br/empresas/emprestimos-financiamentos/risco-sacado> e <https://banco.bradesco/html/pessoajuridica/solucoes-integradas/emprestimo-e-financiamento/antecipacao-a-fornecedores.shtm>.

O Globo	7/3/2023	'Risco sacado', que protagonizou rombo da Americanas, está sumindo das prateleiras	Dificuldade de capital de giro para os fornecedores
O Globo	9/3/2023	Crise nas Americanas teve efeito negativo no sistema financeiro brasileiro, diz BC	Mercado de crédito mais restrito
Valor Econômico	9/3/2023	Fundos de Crédito têm saque de R\$ 13,5 bi no ano	Menor volume de captação de recursos pelas empresas via mercado financeiro

Fonte: Elaboração Própria

4.4 Reação do Mercado Financeiro – Ações das Varejistas

Por fim, é importante analisar o comportamento das ações do setor varejista. A tabela 3 apresenta a correlação entre os retornos das ações varejistas durante um ano, porém em dois momentos distintos, sendo antes e depois do evento da Americanas. É notório que no período anterior, as ações do setor possuem alta correlação positiva com a Americanas, principalmente a Via Varejo e a Magalu. Após o evento, percebe-se uma perda da correlação entre a Americanas e as demais, o que denota uma crise no setor.

A mudança da estrutura de correlação entre as empresas do setor varejista é um forte indício de que houve um efeito de contágio do comunicado das Americanas. Esse contágio, que não foi imediato, foi resultado da percepção de uma similaridade entre as empresas no trato da operação objeto do comunicado.

Tabela 3 – Correlação entre a Americanas e as empresas do setor varejista

	23/3/22 a 11/01/23	12/3/23 a 22/3/23
Via		
Varejo	0,73	0,06
Magalu	0,70	-0,25
Marisa	0,67	0,05
Riachuelo	0,57	0,08
C&A	0,57	-0,10
Renner	0,54	-0,01

Fonte: Elaboração Própria

Na Tabela 4 são apresentados os retornos acumulados dos meses de janeiro (após o evento) e fevereiro. Como é possível verificar, em janeiro, as varejistas destoaram da Americanas, inclusive com retornos expressivos como a Magalu e a C&A. Uma possível explicação é a crença inicial dos investidores de que o evento da Americanas não culminaria

em uma extensão para o setor varejista e que as demais empresas teriam um aumento de *market share*, havendo possivelmente uma migração dos investidores para outras empresas do setor varejista.

Por outro lado, no mês de fevereiro, todas as varejistas analisadas tiveram quedas acentuadas. Esta queda tem relação com a forte restrição de crédito adotada pelos bancos ao mercado varejista e a desconfiança a respeito da operação OCIF. Isso fica patente na matéria publicada no jornal O Globo sobre o “risco Sacado” estar sumindo das prateleiras (ver tabela 2). Ou seja, o efeito do fato relevante se estendeu muito além das fronteiras da Americanas, afetando o mercado financeiro, que permitiu a propagação da crise para o setor varejista.

Tabela 4 – Retorno mensal do setor varejista

	Janeiro (após o evento)	Fevereiro
Magalu	46,20%	-18,96%
C&A	13,31%	-32,21%
Renner	3,89%	-13,78%
Marisa	-0,72%	-54,35%
Via Varejo	-7,69%	-19,58%
Riachuelo	-9,89%	-13,33%
Americanas	-85,42%	-42,86%

Fonte: Elaboração Própria

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2017), comunicar de forma apressada e imprecisa em situações de crise pode ter consequências desastrosas, pois pode aumentar o risco de uma crise mal planejada e informações equivocadas sendo divulgadas. Portanto, o IBGC destaca a importância da transparência e da comunicação adequada em situações de crise para minimizar o impacto negativo na reputação da organização. O que se observou após o fato relevante da Americanas no dia 11/01/2023 vai ao encontro do esperado pelo IBGC, com um comunicado carente de maiores detalhes, o que trouxe mais apreensão ao mercado para a situação da Americanas e, posteriormente, para o setor varejista.

Provavelmente, a criação de uma regulação para as operações de OCIF, reduziria a possibilidade de falta de transparência dessas operações nos fatos relevantes divulgados pelas empresas. Portanto, o fim da incerteza regulatória sobre o tratamento das operações de OCIF em conjunto a uma padronização na contabilização dessas operações facilitaria a análise do mercado financeiro sobre o passivo das varejistas. Dessa forma, acredita-se que não haveria um impacto tão severo nos mercados bancário e varejista.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na Idade Média, a credibilidade de uma mensagem dependia do mensageiro que a transmitia, devido à falta de um sistema de comunicação confiável. Esse conceito foi desenvolvido pelo historiador francês Lucien Febvre, chamado de "efeito mensageiro". Isso significa que a credibilidade do mensageiro era crucial para garantir a transmissão precisa da mensagem e que as informações fossem recebidas de forma confiável. Hoje em dia, esse efeito ainda é presente, e a credibilidade do mensageiro pode influenciar como as pessoas recebem e interpretam a mensagem, mesmo que o conteúdo da mensagem em si seja importante. É por isso que a comunicação corporativa deve ser tratada com prudência, especialmente em assuntos complexos, considerando os efeitos multiplicadores dos algoritmos nas redes sociais.

O caso das Americanas é um exemplo claro de que setores tão interconectados como o varejista e financeiro demandam regulação específica, mas ainda, prudência na comunicação de fatos relevantes. O fato relevante das Americanas produziu um verdadeiro avalanche (Cisne Vermelho) no mercado varejista e bancário, pois foi observada uma forte reação, produzindo perdas para acionistas minoritários e credores, não apenas para as Americanas, mas também para outras empresas do setor.

Assim, ficou evidente que a forma como os problemas corporativos são comunicados em setores suscetíveis a crises, corridas e contágio pode fazer uma diferença significativa. No caso em particular, a falta de consenso a respeito do tratamento das operações comerciais com intermediação financeira (vulgo risco sacado) explicam muito do ruído produzido pelo fato relevante das Americanas. Logo, permanecem dúvidas sobre os ganhos econômicos do fato relevante. Razão pela qual este tema abre uma nova frente de pesquisa, que permite associar os ganhos e riscos da relação entre os setores varejistas e o setor bancário no Brasil e no mundo.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, J. A; DE MORAES, C. O; RODRIGUES, A. (2018). How financial intermediation impacts on financial stability?. **Applied Economics Letters**, 25(16), 1135-1139.

BARTH, L., KOBOUROV, S. G; PUPYREV, S. (2014). Experimental comparison of semantic word clouds. In **Experimental Algorithms: 13th International Symposium, SEA**

2014, Copenhagen, Denmark, June 29–July 1, 2014. Proceedings 13 (pp. 247-258). Springer International Publishing.

BALAKRISHNAN, K *et al.* (2014). Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. **The Journal of Finance**, 69: 2237-2278.

BLINDER, A. S *et al.* (2008). Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence. **Journal of economic literature**, 46(4), 910-945.

BORN, B., EHRMANN, M; FRATZSCHER, M. (2012). Communicating about macro-prudential supervision—a new challenge for central banks. **International Finance**, 15(2), 179-203.

CUI, W *et al.* (2010). Context preserving dynamic word cloud visualization. In 2010 **IEEE Pacific Visualization Symposium** (PacificVis) (pp. 121-128). IEEE.

DE MENDONÇA, H. F; DE MORAES, C. O. (2018). Central bank disclosure as a macroprudential tool for financial stability. **Economic Systems**, 42(4), 625-636.

DE MORAES, C. O; DUARTE, G. F; NASCIMENTO, R. F. (2022). Credit information and financial development. **International Journal of Finance & Economics**, 27(2), 2182-2193.

DE MORAES, C. O., (2023). **Credit Suisse (C1SU34) e Americanas (AMER3): O efeito das informações voluntárias**. Investing.com, Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/credit-suisse-c1su34-e-americanas-amer3-o-efeito-das-informacoes-voluntarias-200456716>. Acesso em: 20/04/2022

DE MORAES, C. O., (2023). **Comunicação, Mercados e o efeito mensageiro**. Investing.com, Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/comunicacao-mercados-e-o-efeito-mensageiro-200455649>. Acesso em: 20/04/2022

DE SOUSA, A. S; DE OLIVEIRA, G. S; ALVES, L. H. (2021). A pesquisa bibliográfica: princípios e fundamentos. **Cadernos da FUCAMP**, 20(43).

FAMA, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, 25(2), 383-417.

GREENWALD, B; STIGLITZ, J; WEISS, A., (1984). Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. **Am. Econ. Rev.** 74 (2), 194–199.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E BOAS PRÁTICAS DE COMUNICAÇÃO/Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2017). **Série Cadernos de Governança Corporativa**. Disponível em: [comunicação cad16.pdf](#) (ibgc.org.br). Acessado em 01/05/2023.

JUNIOR, E. B. L. *et al.* (2021). Análise documental como percurso metodológico na pesquisa qualitativa. **Cadernos da FUCAMP**, 20(44).

JUNQUEIRA, C; NAKAGAWA, F., (2023). **Exclusivo**: Relatório aponta que bancos conheciam “risco sacado” das Americanas. CNN Brasil, 2023. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/relatorio-aponta-que-bancos-conheciam-risco-sacado-das-americanas/>. Acessado em 03/04/2022.

KALMUKOV, Y. (2021). Using word clouds for fast identification of papers' subject domain and reviewers' competences. **arXiv preprint arXiv:2112.14861**.

KINDLEBERGER C. P; ALIBER, R. Z., (2005). **Manias, Panics, and Crashes**. 5ªed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.

NAGAR, V; SCHOENFELD, J; WELLMAN, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. **Journal of Accounting and Economics**, 67(1), 36-57.

RAMLO, S. (2011). Using word clouds to visually present Q methodology data and findings. **Journal of Human Subjectivity**, 9(2), 95-108.

ROQUETE, R. M., (2023). **Americanas (AMER3)**: agentes envolvidos, perguntas e relação com sistema financeiro. Investing.com, Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: <https://br.investing.com/analysis/caso-americanas-agentes-envolvidos-perguntas-e-relacao-com-o-sistema-financeiro-200456422>. Acesso em: 21/04/2022

SANTOS, J. A. (2001). Bank capital regulation in contemporary banking theory: A review of the literature. **Financial Markets, Institutions & Instruments**, 10(2), 41-84.

SHORT, J. L. (2013). Self-Regulation in the Regulatory Void: “Blue Moon” or “Bad Moon”? **The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science**, 649(1), 22-34.

Como Referenciar este Artigo, conforme ABNT:

ROQUETE, R. M; MORAES, C. O; NASCIMENTO, R. F. Americanas, um Caso de Comunicação Corporativa. **Rev. FSA**, Teresina, v. 20, n. 8, art. 4, p. 64-83, ago. 2023.

Contribuição dos Autores	R. M. Roquete	C. O. Moraes	R. F. Nascimento
1) concepção e planejamento.	X	X	
2) análise e interpretação dos dados.	X	X	
3) elaboração do rascunho ou na revisão crítica do conteúdo.	X	X	X
4) participação na aprovação da versão final do manuscrito.	X	X	X