



Graduação Pós-Graduação
 Artigo completo Relato de prática Resumo expandido

O EQUILÍBRIO FINANCEIRO DETERIORADO: evidências no balanço patrimonial em empresas pré-recuperação judicial à luz do modelo fleuriet

José Ricardo Paniagua Justino
Universidade Federal de Mato Grosso do Sul
ricardoapjustino@gmail.com

Walter Ravasco da Costa
Universidade Federal de Mato Grosso do Sul
walter.ravasco@ufms.br

Leonardo Gonçalves Pedrosa
Universidade Federal de Mato Grosso do Sul
leonardo.pedrosa@ufms.br

Dr. José A. Moura Aranha
Universidade Federal de Mato Grosso do Sul
jaranja@terra.com.br

RESUMO

A previsibilidade da insolvência corporativa é um tema central nas finanças, uma vez que os modelos tradicionais baseados em índices de liquidez estática muitas vezes falham em capturar a dinâmica da deterioração financeira prévia. Diante disso, a questão de pesquisa norteadora deste estudo é: o Modelo Fleuriet, aplicado aos balanços patrimoniais nos anos anteriores ao pedido de Recuperação Judicial, indicaria de forma consistente a deterioração da estrutura de capital? O objetivo principal foi analisar a eficácia dos indicadores da Análise Dinâmica de Capital de Giro (Capital de Giro (CDG), Necessidade de Capital de Giro (NCG) e Saldo de Tesouraria (T)) na detecção precoce desses desequilíbrios. A metodologia caracterizou-se como descritiva e quantitativa, utilizando dados secundários de 19 companhias de capital aberto listadas na B3, com análise longitudinal dos três exercícios fiscais anteriores ao pedido de recuperação. Os resultados evidenciaram a ocorrência do "Efeito Tesoura" na maioria da amostra (84%), demonstrando que a insuficiência crônica de Capital de Giro para financiar a Necessidade de Capital de Giro gerou uma dependência insustentável de recursos erráticos (Tesouraria negativa), validando a capacidade do Modelo Fleuriet em antecipar o diagnóstico de insolvência em comparação às métricas tradicionais.

Palavras-chave: Modelo Fleuriet. Insolvência. Análise Dinâmica.



1 INTRODUÇÃO

O Brasil tem registrado, nas últimas décadas, um número crescente de pedidos de Recuperação Judicial, fenômeno que evidencia a necessidade de ferramentas analíticas capazes de identificar sinais de crise antes da materialização do colapso financeiro. Os instrumentos tradicionais de análise, baseados em indicadores estáticos de liquidez corrente e seca, mostraram-se frequentemente incapazes de capturar a real dinâmica operacional das organizações, podendo indicar aparente solvência em empresas que, na prática, já se encontram em trajetória de deterioração financeira. Nesse contexto, o Modelo Dinâmico de Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) propõe uma reclassificação das contas patrimoniais conforme a natureza do ciclo operacional, permitindo identificar com maior antecedência o descompasso entre prazos de pagamentos, recebimentos e estoques que os índices convencionais não conseguem captar.

Diante da necessidade de ferramentas mais precisas para prever a descontinuidade dos negócios, surge o problema de pesquisa que norteia este estudo: o Modelo Dinâmico de Michel Fleuriet indica a deterioração da situação financeira de empresa em pré-recuperação judicial?

Para responder a essa questão, este artigo tem como objetivo verificar a eficácia dos indicadores da Análise Dinâmica: Capital de Giro (CDG), Necessidade de Capital de Giro (NCG) e Saldo de Tesouraria (T), na sinalização da deterioração financeira. A análise foca especificamente no comportamento desses indicadores nos três exercícios fiscais anteriores ao pedido de recuperação judicial, buscando identificar padrões, como o "Efeito Tesoura", que antecedem o colapso financeiro formal.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Teixeira (2012) relata que o instituto da recuperação judicial de empresas é relativamente novo no ordenamento jurídico brasileiro, o qual foi positivado por meio da Lei n. 11.101/2005, e que segundo Silva (2017), durante mais de 4 décadas, era o Decreto-Lei n. 7.661/45 da concordata que solucionava a situação de crise empresarial, a qual alcançava apenas os comerciantes insolventes, que era chamado de concordatário, não abrangia, as demais classes de empresários na mesma situação. Essa legislação era uma forma de o devedor obter uma dilação de prazo para liquidar suas dívidas. Na verdade, era um acordo entre o devedor e os credores, para preservar a atividade econômica e continuar auferindo lucro.

De acordo com Silva (2017), na atual vigência, a Recuperação Judicial apresenta-se por meio de medidas de reestruturação da gestão empresarial e está focada em alcançar "lucro

autossustentável”, capaz de superar a crise econômico-financeira, na qual está inserida a empresa, com intuito de preservar a atividade econômica, os empregos e a garantia dos interesses dos credores. Depreende-se assim que a recuperação da empresa, é uma forma de manter a função social da mesma (COELHO, 2018). Por esse motivo, a constituição da recuperação da empresa acontece por meio de ação judicial, proposta pelo devedor, que busca prazo e superar o momento de dificuldade pelo qual, está passando, na forma do artigo 47, da Lei n. 11.101/05, nas disposições gerais da Recuperação Judicial.

A doutrina classifica a recuperação de empresas em três categorias distintas: a recuperação ordinária, correspondente à via judicial; a recuperação extraordinária, referente à via extrajudicial; e a recuperação especial, voltada às Microempresas (ME) e Empresas de Pequeno Porte (EPP). Não obstante, há o entendimento de que a recuperação especial constitui, em essência, uma subespécie da recuperação ordinária. Segundo (Teixeira, 2012), essa classificação justifica-se pelo fato de o procedimento especial ser, intrinsecamente, uma recuperação judicial, distinguindo-se apenas por apresentar características procedimentais simplificadas e menor burocracia.

Pela Lei das S.A. (Lei 6.404/76) e pelas resoluções da CVM (como a Resolução 44), as empresas abertas são obrigadas a informar imediatamente ao mercado qualquer ato que possa influenciar a decisão de investimento, e estar em Recuperação Judicial é um fator relevante para o Mercado Financeiro (Dias, 2012). A CVM mantém o cadastro atualizado dessas empresas para garantir que essa informação seja pública, gratuita e de fácil acesso, evitando que a empresa esconda sua situação real.

2.2 MODELO FLEURIET

Para Prado et al. (2018) na previsão de insolvência, a literatura financeira não estabelece de forma definitiva quais são os melhores indicadores a serem utilizados. Vários indicadores são utilizados de forma recorrente por vários pesquisadores, contudo o processo de escolha depende, normalmente, da disponibilidade de dados e da intuição do pesquisador.

De acordo com Assaf Neto (2009), o modelo tradicional de análise das demonstrações financeiras figura como um pilar fundamental nos estudos da administração financeira. A compreensão aprofundada dessa metodologia é viabilizada pela aplicação de indicadores econômico-financeiros, os quais são segmentados em quatro categorias principais: liquidez e atividade, endividamento e estrutura, rentabilidade e análise de ações.

Aranha et al. (2014) ressalta que, diante da crescente volatilidade do cenário econômico

e das constantes mutações de mercado, emergiram pesquisas focadas na avaliação dinâmica dos elementos patrimoniais de curto prazo. Tais abordagens surgem como resposta às limitações das análises financeiras convencionais, fundamentadas em indicadores predominantemente estáticos.

Nessa perspectiva, Prado et al. (2018) traz o argumento dos autores Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) de que a estrutura da apresentação tradicional, que agrupa diversas contas do ativo e do passivo de forma horizontal e, de acordo com os prazos destas contas, em uma ordem de disponibilidade decrescente, é errônea e frisam que as contas do ativo e do passivo devem ser consideradas em relação à realidade dinâmica das empresas e classificadas, de acordo com o seu ciclo, ou seja, o tempo que leva para se realizar uma rotação.

E essa visão dinâmica está refletida no Modelo Fleuriet (Fleuriet; Kehdy; Blanc, 2003) onde é fundamental observar as contas do ativo e do passivo sob a ótica da dinâmica empresarial. Nessa abordagem, a classificação dos itens patrimoniais obedece aos seus respectivos ciclos, definidos como o período necessário para a completa rotação dos recursos.

2.3 UMA NOVA VISÃO E ORGANIZAÇÃO DO DEMONSTRATIVO FINANCEIRO

Instituída em 1976, a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404) sofreu modificações relevantes com o advento das Leis nº 11.638/07 e nº 11.941/09, as quais redefiniram os critérios de elaboração das demonstrações financeiras no Brasil. Prado et al. (2018) ressaltam que, diante dessa estrutura básica, o modelo proposto por Fleuriet, Kehdy e Blanc (1978) sugere uma reclassificação para um padrão dinâmico e funcional, visando atender melhor à administração financeira da organização.

Nessa abordagem, a classificação tradicional por liquidez é substituída pela natureza do ciclo das contas. Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), as contas podem ser divididas em três categorias: **Permanentes (ou não cíclicas)**, que apresentam movimentação lenta e análise de longo prazo (ex: investimentos e patrimônio líquido); **Cíclicas (ou operacionais)**, que estão diretamente ligadas ao ciclo operacional do negócio e possuem movimento contínuo (ex: estoques, clientes e fornecedores); e **Erráticas (ou financeiras)**, que não possuem vínculo direto com a operação e apresentam movimento descontínuo (ex: disponibilidades e empréstimos de curto prazo).

Com as atualizações providas pela Lei nº 11.638/07 e a replicação de autores como Prado et al. (2018), Aranha (2014) e Silva, De Mendonça e De Almeida (2018), obtém-se o Balanço Patrimonial com a estrutura proposta pelo Modelo Fleuriet, conforme demonstra a

Figura 1.

Figura 1- Os ciclos no Balanço Patrimonial.

ATIVO		PASSIVO	
ATIVO CIRCULANTE	CONTAS ERRÁTICAS Financeiro	<u>Circulante</u> Numerário em Caixa, Bancos conta movimentos, Títulos e Valores Mobiliários.	<u>Circulante</u> Duplicatas Descontadas, Empréstimos Bancários em Curto Prazo, Dividendos a Pagar, Imposto de Renda a recolher etc.
	CONTAS CÍCLICAS Operacional	Duplicatas a receber, Estoques de Produtos Acabados, Estoque de Produção em andamento Estoque de Matérias-Primas, Adiantamento a fornecedores etc.	Fornecedores de Matérias-Primas, Salários e Encargos Sociais, Impostos e Taxas.
ATIVO NÃO CIRCULANTE	CONTAS NÃO CÍCLICAS Permanente	<u>Ativo não Circulante*</u> Empréstimos a Terceiros Títulos a receber etc. Investimentos, Imobilizados	<u>Passivo não Circulante*</u> Exigível em Longo Prazo, Empréstimos Bancários, Debêntures, Financiamentos etc. Patrimônio Líquido Capital Social Reservas, Lucros ou prejuízos acumulados.
			PASSIVO CIRCULANTE
			PASSIVO NÃO CIRCULANTE

Fonte: Adaptado por Prado et al. (2018)

* Atualizado segundo atualizações providas pela Lei no 11.638/07 (Brasil, 2007).

O modelo estabelece que a saúde financeira não é determinada pelo volume de ativos, mas pela relação entre três variáveis:

- Capital de Giro (CDG): Recursos de longo prazo que financiam o ativo circulante ($\text{Passivo Não Circulante} + \text{PL} - \text{Ativo Não Circulante}$).
- Necessidade de Capital de Giro (NCG): A demanda de recursos gerada pela operação ($\text{Ativo Circulante Cíclico} - \text{Passivo Circulante Cíclico}$).
- Saldo de Tesouraria (T): A "sobra" ou "falta" líquida de recursos ($\text{CDG} - \text{NCG}$).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa caracteriza-se como descritiva e quantitativa. A coleta de dados foi realizada por meio do banco de dados da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), abrangendo as demonstrações financeiras padronizadas das companhias listadas. A população inicial compreendeu 40

organizações em situação de Recuperação Judicial. Após a filtragem por disponibilidade de dados e consistência das demonstrações financeiras no período analisado, a amostra final resultou em 19 empresas.

Os indicadores de Capital de Giro (CDG), Necessidade de Capital de Giro (NCG) e Saldo de Tesouraria (T) foram calculados anualmente para identificar a dinâmica financeira e a ocorrência do "Efeito Tesoura". Este fenômeno ocorre quando há uma divergência crescente entre as fontes de financiamento e a demanda operacional: a NCG aumenta (exigindo mais recursos para a operação) simultaneamente à redução do CDG (recursos de longo prazo). Esse descompasso obriga a empresa a financiar suas atividades com recursos onerosos de curto prazo, resultando em um Saldo de Tesouraria (T) progressivamente negativo e elevando o risco de insolvência.

3.1 TIPOLOGIA DE FLEURIET

Na investigação para verificar se ocorreram alterações no perfil dos Balanços Patrimoniais Gerenciais (BPG) de empresas brasileiras (Nascimento et al., 2012), os autores daquele estudo reproduziram os 6 tipos possíveis de estruturas financeiras comumente identificáveis após a aplicação do modelo Fleuriet (Fleuriet; Kehdy; Blanc, 2003), que com adaptações das citações de Marques e Braga (1995), Prado et al. (2018), Aranha et al. (2014), Mario e Jupetipe (2010) e Silva et al. (2018), tem-se a seguinte tipologia para avaliar a situação das empresas, de acordo com o modelo (os autores neste estudo desconsideraram condições de T, CDG e NCG igual a zero).

Tipo	CDG	NCG	T	Situação
I.	+	-	+	Excelente
II.	+	+	+	Sólida
III.	+	+	-	Insatisfatória
IV.	-	+	-	Péssima
V.	-	-	-	Muito Ruim
VI.	-	-	+	Alto Risco

Fonte: Adaptado Fleuriet et al. (2003), de Marques e Braga (1995) e Prado et al., (2018)

Villa e Espejo (2011) apresentam as seguintes inferências sobre cada situação possível de ser encontrada utilizando-se do modelo: As situações financeiras classificadas como de maior estabilidade compreendem os Tipos I e II, os quais denotam saúde corporativa. O Tipo I



(Excelente) destaca-se pela alta liquidez e folga financeira, permitindo o cumprimento confortável das exigibilidades de curto prazo. Em sequência, o Tipo II (Sólida) apresenta um equilíbrio estrutural onde os recursos permanentes financiam o capital de giro líquido, gerando um Saldo de Tesouraria (T) positivo capaz de suprir as oscilações do passivo circulante. Todavia, a transição para a instabilidade inicia-se no Tipo III (Insatisfatória), cenário em que a empresa passa a depender de onerosos empréstimos de curto prazo, visto que seu Capital Circulante Líquido (CCL) se torna inferior à Necessidade de Capital de Giro (IOG/NCCL).

Nos estágios de deterioração e risco elevado, a análise identifica primeiramente o Tipo IV (Péssima), onde a expansão das atividades operacionais paradoxalmente agrava o saldo negativo de tesouraria, evidenciando uma estrutura insustentável (Fleuriet et al., 2003). Como cita Marques e Braga (1995) o cenário agudiza-se no Tipo V (Muito Ruim), caracterizado pelo risco iminente de insolvência, dado que os passivos circulantes operacionais excedem a capacidade de recursos. Por fim, classifica-se como Tipo VI (Alto Risco) a gestão financeira que, apesar de manter um saldo de tesouraria positivo, o faz mediante o desvio imprudente de recursos de curto prazo para financiar ativos imobilizados ou de longo prazo, para Prado et al., 2018 essa conjuntura possibilita que o T seja positivo, o que indica que a empresa não está realizando suas operações de maneira adequada.

Segundo Marques e Braga (1995), o equilíbrio financeiro só existe quando o CDG é suficiente para financiar a NCG, resultando em um Saldo de Tesouraria positivo. Uma empresa entra em configuração de desequilíbrio (Tipo IV, V ou VI na tipologia de Fleuriet) quando a NCG cresce desproporcionalmente às vendas ou quando o CDG é negativo, obrigando a empresa a captar recursos onerosos de curto prazo (Passivo Errático) para financiar a operação.

4 DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 PANORAMA DAS UNIDADES SELECIONADAS E CRITÉRIO TEMPORAL

A base inicial de dados foi composta por 40 companhias abertas em Recuperação Judicial - RJ listadas na B3 em consulta realizada em novembro de 2025. Destas, apenas 19 empresas possuíam situação de registro concedido e demonstrações financeiras disponíveis, formando as unidades selecionadas para o estudo.

Para cada uma das 19 empresas, foram calculados os indicadores do Modelo Fleuriet – Capital de Giro Líquido (CGL), Necessidade de Capital de Giro (NCG) e Saldo de Tesouraria (T) – em três momentos no tempo:

I. **Ano -3** – três anos antes do pedido de RJ



II. **Ano -2** – dois anos antes do pedido de RJ

III. **Ano -1** – um ano antes do pedido de RJ

A opção metodológica de analisar os três exercícios imediatamente anteriores ao pedido de Recuperação Judicial, e não simplesmente os “três últimos anos disponíveis”, foi fundamental. Após o protocolo do pedido de RJ, as demonstrações passam a refletir:

- a. Renegociações e reestruturações de dívidas;
- b. Reclassificações de passivos de curto para longo prazo;
- c. Eventuais ajustes contábeis e provisões específicas do processo;
- d. Liquidação ou descontinuidade de ativos.

Esses ajustes alteram fortemente a estrutura de capital de giro e poderiam mascarar o comportamento natural da empresa em situação pré-crise. Ao focar em Ano -3, -2 e -1, os indicadores do Modelo Fleuriet passam a refletir, de forma mais fiel, a dinâmica financeira anterior à intervenção judicial.

4.2 COMPORTAMENTO GERAL DOS INDICADORES

O primeiro ponto de análise é o comportamento do Capital de Giro Líquido (CGL). Este indicador, denominado originalmente por Fleuriet como Capital de Giro (CDG), representa a parcela dos recursos permanentes (longo prazo) destinada ao financiamento do ativo circulante.

Os dados revelam que, no Ano -1, 17 das 19 empresas (cerca de 90%) apresentavam CGL negativo, sinalizando que o passivo circulante superava o ativo circulante e evidenciando a insuficiência de recursos de longo prazo. No Ano -2, esse número ainda era elevado, com 15 empresas registrando CGL negativo. Já no Ano -3, mesmo em uma situação ligeiramente menos crítica, 10 empresas (mais da metade da amostra) já exibiam CGL negativo.

Ou seja, em boa parte das companhias, a estrutura de curto prazo estava ameaçada antes do pedido de RJ, com o capital de giro “no vermelho” e dependência crescente de passivos de curto prazo.

4.3 NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO (NCG)

A análise da Necessidade de Capital de Giro (NCG) desloca o foco da simples disponibilidade de recursos para o consumo efetivo de capital pela atividade operacional. Sob essa ótica, os dados expõem um desajuste estrutural: em todos os exercícios observados, a

maioria das empresas apresentou NCG superior ao Capital de Giro Líquido (CGL). Esse cenário indica que o ciclo operacional dessas organizações consome caixa por natureza.

A Tabela 2 apresenta os valores da NCG para as empresas da amostra ao longo dos três exercícios anteriores ao pedido de recuperação, evidenciando a magnitude dessa demanda operacional.

Tabela 2 – Evolução da Necessidade de Capital de Giro (NCG)

Valores em milhares de reais

Empresa	Ano -3	Ano -2	Ano -1	Média do Período
2W ECOBANK S.A.	-R\$ 220.037	-R\$ 96.636	R\$ 29.403	-R\$ 95.757
AGROGALAXY PARTICIPAÇÕES S.A.	R\$ 211.862	R\$ 1.556.132	R\$ 905.628	R\$ 891.207
AMERICANAS S.A.	-R\$ 16.213.774	-R\$ 15.372.255	-R\$ 8.092.323	-R\$ 13.226.117
BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	-R\$ 47.470	R\$ 16.119	R\$ 47.793	R\$ 5.481
BOMBRIL S.A.	R\$ 106.562	R\$ 55.792	R\$ 26.568	R\$ 62.974
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	R\$ 61.061	R\$ 895.261	R\$ 919.384	R\$ 625.235
CIA TECIDOS SANTANENSE	R\$ 13.353	R\$ 47.357	R\$ 120.817	R\$ 60.509
CONC RODOVIAS DO TIETÊ S.A.	-R\$ 18.777	-R\$ 31.144	-R\$ 5.330	-R\$ 18.417
CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.	-R\$ 27.007	-R\$ 697.879	-R\$ 445.745	-R\$ 390.210
HOTEIS OTHON S.A.	-R\$ 244.152	-R\$ 138.391	-R\$ 123.647	-R\$ 168.730
INTERCEMENT BRASIL S.A.	R\$ 99.802	-R\$ 233.844	-R\$ 17.106	-R\$ 50.383
JOAO FORTES ENGENHARIA SA	R\$ 569.287	R\$ 919.679	R\$ 1.371.090	R\$ 953.352
LIGHT S.A.	-R\$ 1.993.647	R\$ 963.992	R\$ 17.646	-R\$ 337.336
NEXPE PARTICIPAÇÕES S.A.	-R\$ 44.391	-R\$ 71.736	-R\$ 60.898	-R\$ 59.008
OI S.A.	R\$ 7.602.753	R\$ 8.573.070	R\$ 3.630.089	R\$ 6.601.971
OSX BRASIL S.A.	-R\$ 825.437	-R\$ 761.130	-R\$ 607.307	-R\$ 731.291
PARANAPANEMA S.A.	R\$ 518.384	R\$ 585.290	R\$ 662.726	R\$ 588.800
ROSSI RESIDENCIAL	-R\$ 600.276	-R\$ 383.040	-R\$ 19.001	-R\$ 334.106



S.A.				
SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S/A	-R\$ 455.441	-R\$ 42.613	R\$ 647.082	R\$ 49.676

Fonte: Elaborada pelos autores com dados da B3.

Conforme observado na Tabela 2, a demanda por financiamento supera os recursos de longo prazo disponíveis, criando uma lacuna que precisa ser coberta constantemente por fontes externas. A materialização quantitativa desse desequilíbrio é evidenciada pelo fato de que 16 das 19 empresas avaliadas (aproximadamente 84%) mantiveram a NCG superior ao CGL em pelo menos dois dos três anos analisados.

Esse indicador aponta que, para a vasta maioria da amostra, a estrutura financeira não estava adequadamente dimensionada para sustentar a demanda de capital imposta pela operação. Conseqüentemente, gerou-se uma pressão contínua sobre a Tesouraria (Saldo T), forçando essas companhias a buscar liquidez externa ou de curto prazo para cobrir a insuficiência de recursos permanentes.

4.4 SALDO DE TESOURARIA (T)

A análise da série histórica revela um cenário de extrema vulnerabilidade na amostra: nos anos -1 e -2, a insuficiência de liquidez atingiu 16 das 19 empresas analisadas, enquanto no ano -3, tal situação foi verificada em 13 companhias. Esses dados evidenciam que a incapacidade de geração de caixa para cobrir as necessidades operacionais não foi um evento isolado, mas uma constante na maior parte do período observado.

A gravidade do quadro financeiro é corroborada pela persistência do déficit. Observou-se que 12 empresas, representando aproximadamente 63% do total avaliado, mantiveram o T negativo ininterruptamente ao longo dos três exercícios (Anos -3, -2 e -1). Essa recorrência descaracteriza a hipótese de dificuldades conjunturais ou momentâneas (excepcionalidades), configurando, ao contrário, um padrão de desequilíbrio estrutural. Tal cenário indica que essas organizações operaram sob constante dependência de recursos onerosos de curto prazo (bancários) para fechar o ciclo financeiro, o que eleva substancialmente o risco corporativo.

4.5 EFEITO TESOURA E DESALINHAMENTO ESTRUTURAL

Para este estudo, foi adotada uma definição ampliada de efeito tesoura, considerando como tal as empresas que apresentaram, em pelo menos dois dos três anos analisados, NCG maior que o CGL e Saldo de Tesouraria (T) negativo. Aplicando esse critério, 16 das 19



empresas (aproximadamente 84% da amostra) foram classificadas como apresentando efeito tesoura.

Casos como Americanas, Rossi, Springs, Paranapanema, Contax, COTEMINAS, JOÃO FORTES, entre outras, exibem Tesouraria persistentemente negativa, com valores expressivos. Por outro lado, um grupo muito pequeno de companhias (LIGHT, NEXPE e OSX) não se enquadraram no critério ampliado de efeito tesoura.

Mesmo assim, isso não significa que essas empresas estivessem saudáveis, mas apenas que, pelo recorte do Modelo Fleuriet, o padrão de desequilíbrio de capital de giro não foi tão linear ou persistente quanto na maioria da amostra.

4.6 LEITURA INTEGRADA DOS RESULTADOS

A avaliação dos dados mostra que a quase totalidade das empresas já operava com Capital de Giro Líquido (CGL) negativo antes do pedido de recuperação. O exame da relação entre a Necessidade de Capital de Giro (NCG) e o CGL expõe um desajuste estrutural: em cerca de 84% da amostra, a demanda de recursos da operação superou as fontes permanentes em pelo menos dois exercícios. Isso indica que a atividade operacional consome mais capital do que a estrutura financeira suporta, forçando a busca contínua por recursos de terceiros apenas para manter o ciclo de negócios ativo.

Como consequência dessa insuficiência, a Tesouraria manteve-se sob pressão crônica. A constatação de que mais de 60% das unidades mantiveram Saldo de Tesouraria negativo por três anos seguidos confirma que a falta de liquidez é um padrão estabelecido, e não um evento isolado. Na prática, essas empresas tornaram-se dependentes da renovação constante de dívidas de curto prazo e empréstimos bancários, o que aumenta o risco financeiro e a exposição a qualquer retração na oferta de crédito.

Nesse cenário, o pedido de Recuperação Judicial não surge como um evento inesperado, mas como o desfecho natural de uma deterioração progressiva. A leitura dinâmica dos balanços evidencia que a insolvência já estava clara nos indicadores (CGL, NCG e T) pelo menos três anos antes do colapso. A formalização da RJ representa, portanto, apenas o marco jurídico de uma estrutura de capital que já se encontrava inviabilizada pela incapacidade de gerar caixa e pelo esgotamento das opções de financiamento.

4.7 EFICÁCIA DO MODELO FLEURIET NA ANTECIPAÇÃO DA INSOLVÊNCIA

Os resultados confirmam a validade do Modelo Fleuriet para antecipar crises de liquidez

em empresas com saúde financeira comprometida. A análise mostrou que os indicadores dinâmicos expõem desequilíbrios estruturais anteriores ao próprio pedido de Recuperação Judicial. Fica claro que a metodologia consegue captar a perda de solvência bem antes da formalização jurídica da crise.

Do ponto de vista dos dados, a combinação de Saldo de Tesouraria negativo e recorrente com uma Necessidade de Capital de Giro (NCG) superior ao Capital de Giro Líquido (CGL) funcionou como um sinal claro de fragilidade na maioria das empresas. Além disso, a presença do "efeito tesoura" em 84% da amostra reforça a capacidade do modelo em detectar a incompatibilidade entre as fontes de financiamento e o consumo de capital da operação.

Portanto, o acompanhamento histórico dessas variáveis oferece a analistas, credores e investidores um diagnóstico prévio eficaz. Observar a evolução desses números permite identificar alertas graves mais cedo, reduzindo a falta de informação antes de um pedido de recuperação e permitindo uma mensuração mais exata do risco de crédito.

4.8 LIMITAÇÕES E IMPLICAÇÕES

A interpretação dos dados deve considerar as restrições do método aplicado. A avaliação concentra-se em 19 organizações em Recuperação Judicial, o que reduz a possibilidade de generalização e dificulta o paralelo direto com empresas saudáveis. Outro ponto de atenção é a necessidade de reclassificar os Balanços, o que exige critérios subjetivos para separar as contas operacionais das financeiras. Além disso, o estudo focou exclusivamente na dinâmica do capital de giro, sem integrar variáveis de rentabilidade, alavancagem total ou fatores macroeconômicos que também afetam a solvência.

Apesar dessas ressalvas, os achados trazem contribuições práticas relevantes. Para analistas e investidores, o Modelo Fleuriet mostra-se funcional como mecanismo de alerta antecipado. Já para gestores e conselhos, o controle rotineiro de NCG, CGL e Saldo de Tesouraria fundamenta decisões de ajuste. O uso desses indicadores permite corrigir rumos operacionais (como rever crédito, estoques e prazos com fornecedores) antes que o desequilíbrio financeiro se torne irreversível.

No caso de credores e do sistema judiciário, a visão dinâmica do capital de giro serve como critério complementar de avaliação. A ferramenta auxilia na distinção entre crises momentâneas e desajustes estruturais. Tal diferenciação é essencial para verificar a viabilidade dos planos de recuperação e qualificar as decisões sobre reestruturação de dívidas, trazendo mais racionalidade econômica aos processos legais.

5 CONCLUSÕES

O estudo das 19 companhias nos três exercícios anteriores ao pedido de recuperação permitiu isolar a dinâmica financeira real, livre das distorções contábeis inerentes ao processo judicial. Os resultados validam a aplicação do Modelo Fleuriet como ferramenta de diagnóstico antecipado, demonstrando que a insolvência não ocorre de forma súbita, mas resulta de uma deterioração progressiva e mensurável. A análise evidencia que a crise de liquidez já estava desenhada nos balanços muito antes do colapso jurídico.

Os dados revelam um padrão de desajuste estrutural severo nas unidades avaliadas. A predominância de Capital de Giro Líquido negativo e a sistemática superação das fontes permanentes pela Necessidade de Capital de Giro, observada em 84% dos casos, indicam que a operação dessas empresas consumia mais recursos do que a estrutura comportava. Esse déficit crônico refletiu-se na Tesouraria, negativa em 63% das companhias durante todo o triênio, o que confirma uma dependência insustentável de financiamentos onerosos de curto prazo para manter as atividades.

Por fim, a identificação do "efeito tesoura" na vasta maioria das unidades reforça que o pedido de Recuperação Judicial representou apenas o desfecho formal de uma inviabilidade financeira pré-existente. Conclui-se que o monitoramento contínuo dessas variáveis oferece a gestores, credores e investidores sinais claros de alerta, permitindo distinguir dificuldades pontuais de crises sistêmicas e possibilitando a tomada de decisão mais assertiva antes do esgotamento da solvência.

REFERÊNCIAS

ARANHA, Jose APARECIDO; D, Alexandre Menezes; ARANHA, Caroline Pereira Moura. A dinâmica do capital de giro da Bombril S.A., sob enfoque do Modelo Fleuriet. **ANAIS - ENCONTRO CIENTÍFICO DE ADMINISTRAÇÃO, ECONOMIA E CONTABILIDADE**, v. 1, n. 1, 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas E Valor**. [S.l.]: Atlas, 2009.

COELHO, Fábio Ulhoa. Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. 13. **ver. e atual**. São Paulo: Thomson Reuters, 2018.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento das empresas em crise**. dissertação.[S.l.]: Universidade de São Paulo, 7 dez. 2012.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras**. 3. ed ed. Rio de Janeiro, [Belo Horizonte, MG]: Campus ; Fundação Dom Cabral (FDC), 2003.

KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano**. Doutorado em Direito Comercial. São Paulo: Universidade de São Paulo, 5 maio 2009.

MARIO, PC; JUPETIPE, CKN. Estudo de modelos de indicadores financeiros e econômicos na análise de eventos de default. *In*: 2010. Disponível em: <<https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos102010/522.pdf>>. Acesso em: 29 nov. 2025

MARQUES, José Augusto Veiga Da Costa; BRAGA, Roberto. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n. 3, p. 49–63, jun. 1995.

NASCIMENTO, Cristiano do *et al*. TIPOLOGIA DE FLEURIET E A CRISE FINANCEIRA DE 2008. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 4, p. 40–59, 31 dez. 2012.

OLIVEIRA, Viviane Gomes da Silva. Determinantes econômicos da mortalidade de empresas e dos pedidos de recuperação judicial no Brasil. 11 jul. 2022.

PRADO, José Willer do *et al*. Uma Abordagem para Análise do Risco de Crédito Utilizando o Modelo Fleuriet. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 12, n. 3, 30 ago. 2018.

SCHIO, Thyago Américo; SAMPAIO, Armando Vaz. Previsão da Recuperação Judicial de Empresas no Brasil: Uma Investigação Empírica. **Pensar Contábil**, v. 24, n. 85, 2023.

SILVA, Ana Flávia Stéfani; DE MENDONÇA, Fabricio Molica; DE ALMEIDA, Mário Sérgio. A eficiência dos modelos tradicional e Fleuriet de análise do capital de giro para detectar o risco de insolvência técnica. 2018.

SILVA, Celma Coimbra da. RECUPERAÇÃO JUDICIAL DE EMPRESAS E SUA EFETIVIDADE NO BRASIL. **NOVOS DIREITOS**, v. 4, n. 1, p. 37–47, 2017.

TEIXEIRA, Tarcisio. A recuperação judicial de empresas. **Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo**, v. 104, n. 106–107, p. 181–214, 2012.

VILLA, Patrícia; ESPEJO, Márcia. TAM e Gol: Casos representativos da aviação brasileira em tempos de crise. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, v. 10, n. 4, p. 26–37, out. 2011.