INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

Uma Análise do Impacto do Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) na Estrutura Financeira de Companhias Brasileiras: Comparação entre Refinanciamento Tributário e Captação de Dívida

Gustavo Bernardi Tavares

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Gonzales

SÃO PAULO

2025

Gustavo Bernardi Tavares

Uma Análise do Impacto do Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) na Estrutura Financeira de Companhias Brasileiras: Comparação entre Refinanciamento Tributário e Captação de Dívida

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao programa de graduação em economia como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em Economia

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Gonzales.

SÃO PAULO

2025

Autorizo a reprodução e a divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Tavares, Gustavo

Uma Análise do Impacto do Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) na Estrutura Financeira de Companhias Brasileiras: Comparação entre Refinanciamento Tributário e Captação de Dívida

Gustavo Bernardi Tavares

Monografia (Bacharelado) – Insper, 2025
Orientador: Prof. Dr. Alexandre Gonzales

1. REFIS 2. Estrutura financeira 3. Endividamento 4. Parcelamento tributário 5. Balanço patrimonial 6. Demonstração de resultado 7. Fluxo de caixa

Dedico este trabalho aos meus pais, à minha irmã, aos meus avós, tia, tio e prima que estiveram presentes ao meu lado ao longo dessa jornada.
Agradeço também ao meu orientador, pelo apoio durante todo o TCC.

“Crescer não é apenas acumular experiências e anos de vida, mas se abrir com humildade ao aprendizado e busca de conhecimento”

-Abilio Diniz

RESUMO

O presente estudo analisou os impactos da adesão ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) de 2009, instituído pela Lei nº 9.964/00 e ampliado pela Lei nº 11.941/2009, na estrutura financeira de companhias brasileiras. O REFIS foi um mecanismo que permitiu o parcelamento de tributos em condições especiais, funcionando como alternativa de regularização fiscal e, potencialmente, forma indireta de financiamento. A pesquisa adotou uma abordagem descritiva, bibliográfica e documental, baseada na simulação de dois cenários comparativos: um com a adesão ao REFIS e outro com a captação de dívida ao custo de mercado para quitação dos tributos vencidos. As simulações foram construídas a partir de dados públicos da Fleury S.A., empresa selecionada por critérios de transparência e disponibilidade de informações. A análise combinou os efeitos contábeis com uma avaliação financeira a partir do fluxo de caixa livre ao acionista, trazido a valor presente. Os resultados indicam que, embora o cenário com dívida tenha se mostrado menos oneroso do ponto de vista contábil, a adesão ao REFIS gerou um impacto financeiro mais favorável, ao preservar o caixa nos anos iniciais e suavizar os desembolsos ao longo do tempo. O estudo destaca a importância de considerar o valor temporal do dinheiro nas decisões de financiamento e contribui para o entendimento do parcelamento tributário como ferramenta estratégica na gestão e saúde financeira de Companhias.

ABSTRACT

This study analyzed the impact of the 2009 Brazilian Tax Recovery Program (REFIS), established by Law No. 9.964/00 and expanded by Law No. 11.941/2009, on the financial structure of Brazilian companies. REFIS was a mechanism that allowed companies to settle overdue tax liabilities under special conditions, functioning both as a means of fiscal regularization and a potential form of indirect financing. The research adopted a descriptive, bibliographic, and documental approach, based on the simulation of two comparative scenarios: one involving adherence to REFIS, and the other assuming the issuance of market-based debt to pay outstanding taxes. The simulations were developed using publicly available data from Fleury S.A., a company selected due to its transparency and accessibility of financial disclosures. The analysis combined the accounting effects with a financial evaluation based on the Free Cash Flow to Equity (FCFE), discounted to present value. The results indicate that although the debt scenario appeared less burdensome from an accounting perspective, the REFIS structure produced a more favorable financial outcome by preserving cash in the early years and smoothing disbursements over time. The study highlights the importance of considering the time value of money in financing decisions and contributes to the understanding of tax installment programs as strategic tools for corporate financial management and overall financial health.

SUMÁRIO

RESUMO 5
ABSTRACT 6
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS 8
LISTA DE TABELAS 9
LISTA DE FÓRMULAS 10
1 INTRODUÇÃO 11
1.1 Apresentação 11
1.2 Objeto de pesquisa e problematização 12
1.3 Questão de Pesquisa 12
1.4 Objetivos da Pesquisa 12
1.5 Contribuições e Impacto esperado 13
2 REVISÃO DE LITERATURA 14
2.1 Marco Legal do Programa REFIS 14
2.2 Estudos Anteriores – Finanças Corporativas 14
2.3 Estudos Anteriores – Tributos 15
2.4 Estudos Anteriores – REFIS 16
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS 17
3.1 Formalização da Metodologia 17
3.2 Metodologia 17
3.3 Coleta de Dados 18
3.4 Construção dos Cenários de Análise 18
3.5 Análise Contábil 18
3.6 Análise Financeira – Valor Presente dos Fluxos de Caixa para o Acionista 19
3.7 Limitações e Delimitações do Estudo 20
4 ELABORAÇÃO DA PESQUISA 22
4.1 Estruturação da Pesquisa 22
4.2 Premissas Adotadas 23
4.3 Análise Contábil – Cenário REFIS 25
4.4 Análise Contábil – Cenário Dívida 27
4.5 Comparativo de Resultados Contábeis Entre Cenários 28
4.6 Avaliação de Valor Presente dos Fluxos de Caixa 29
5.0 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES 32
REFERÊNCIAS 34
ANEXO 36
APÊNDICE 38

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANEFAC= Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade

B3= B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

BP= Balanço Patrimonial

BRL= Real brasileiro

CAPM= Capital Asset Pricing Model

CSLL= Contribuição Social sobre o Lucro Líquido

CVM= Comissão de Valores Mobiliários

DFC= Demonstração do Fluxo de Caixa

DRE= Demonstração do Resultado do Exercício

EBIT= Earnings Before Interest and Taxes (Lucro antes de Juros e Impostos)

EBT= Earnings Before Taxes (Lucro antes dos Impostos)

FCFE= Free Cash Flow to Equity (Fluxo de Caixa Livre para o Acionista)

FCFF= Free Cash Flow to Firm (Fluxo de Caixa Livre da Firma)

IRPJ= Imposto de Renda da Pessoa Jurídica

Kd= Custo da Dívida (Cost of Debt)

Ke= Custo do Capital Próprio (Cost of Equity)

NOPAT= Net Operating Profit After Taxes (Lucro Operacional Líquido após Tributos)

REFIS= Programa de Recuperação Fiscal

SELIC= Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Taxa básica de juros da economia brasileira)

TJLP= Taxa de Juros de Longo Prazo

USD= Dólar norte-americano

WACC= Weighted Average Cost of Capital (Custo Médio Ponderado de Capital)

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Endividamento da Companhia em Moeda Nacional no ano base (2010)

Tabela 2: Cálculo do Custo de Oportunidade para o Acionista via CAPM em 2010

Tabela 3: Balanço Patrimonial Cenário REFIS

Tabela 4: Demonstração de Resultado Cenário REFIS

Tabela 5: Demonstração de Fluxo de Caixa Cenário REFIS

Tabela 6: Balanço Patrimonial Cenário Alternativo

Tabela 7: Demonstração de Resultado Cenário Alternativo

Tabela 8: Demonstração do Fluxo de Caixa Cenário Alternativo

Tabela 9: Comparativo de Resultados Contábeis Cenário REFIS vs. Cenário Alternativo

Tabela 10: Comparativo de Resultados Financeiros Cenário REFIS vs. Cenário Alternativo

LISTA DE FÓRMULAS

Fórmula 1: Cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)

Fórmula 2: Cálculo do Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE)

Fórmula 3: Cálculo do FCFE a partir da Variação de Caixa e Dividendos

Fórmula 4: Cálculo do Custo do Capital Próprio (Ke) e do WACC via CAPM

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação

A adesão a programas de refinanciamento fiscal, como o Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) de 2009, estabelecido pela Lei nº 9.964/00 (BRASIL, 2000), e sua extensão 11.941/2009, representaram uma alternativa para empresas brasileiras na regularização de passivos tributários e na gestão do fluxo de caixa à época. O REFIS permitiu a renegociação e o parcelamento de tributos em condições diferenciadas, impactando diretamente a composição do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício (DRE) das companhias ao longo dos anos seguintes. A principal questão analisada é como essa adesão modificou a estrutura da empresa Fleury S.A em comparação com um cenário alternativo, no qual ela teria captado dívida no mercado a um custo e prazo alinhado ao de seus passivos recentes.

O efeito do REFIS no balanço patrimonial das empresas que aderiram ao programa pôde ser observado na reclassificação de tributos de curto para longo prazo, alterando a estrutura de passivos. Enquanto a adesão ao REFIS proporcionou maior prazo de pagamento e, em alguns casos, redução de multas e juros, a decisão de financiar o passivo tributário via endividamento tradicional teria resultado na incorporação desse montante como uma obrigação financeira, sujeita a custos e eventuais garantias. Assim, compreender os impactos dessa escolha permite avaliar não apenas a estrutura dos passivos da empresa no período subsequente à adesão ao programa, mas também seus efeitos remanescentes sobre os demonstrativos financeiros até os dias atuais.

Na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), tanto a adesão ao REFIS quanto a captação de dívida podem gerar efeitos distintos, uma vez que envolvem formas diferentes de reconhecimento de despesas e juros. A depender da escolha realizada, são observados impactos relevantes nos principais indicadores financeiros e na forma como a empresa estrutura seus pagamentos ao longo do tempo.

Diante disso, torna-se relevante investigar como alternativas de quitação de passivos tributários – seja por meio de parcelamento fiscal ou por meio de financiamento bancário – afetam a estrutura financeira das empresas. Essa comparação pode fornecer elementos importantes para compreender a lógica por trás das decisões de financiamento adotadas por companhias em contextos de passivos tributários relevantes, especialmente considerando que

os reflexos dessas decisões tendem a se prolongar por diversos exercícios contábeis.

1.2 Objeto de pesquisa e problematização

O objeto de estudo desta pesquisa é a empresa de capital aberto Fleury S.A que aderiu ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) de 2009, estabelecido pela Lei nº 9.964/00, e sua extensão 11.941/2009. A problemática central envolve a análise do impacto do REFIS na estrutura financeira dessa Companhia, observando como a renegociação e o parcelamento de tributos alteraram a composição do balanço patrimonial e da DRE ao longo do tempo.

Mais especificamente, buscou-se compreender de que forma a adesão ao REFIS modificou a estrutura de passivos das empresas, especialmente em comparação com um cenário alternativo no qual essas companhias teriam captado dívida ao custo de mercado para quitar seus tributos. O estudo avalia como essa escolha influenciou métricas financeiras, incluindo a variação das despesas financeiras, do caixa, do lucro antes dos impostos e contribuição social (EBT), do lucro líquido e do fluxo de caixa restante para os acionistas e se a reestruturação fiscal via REFIS representou uma estratégia vantajosa contábil e financeiramente ou apenas um adiamento da obrigação tributária que impactou a geração de caixa no longo prazo.

1.3 Questão de Pesquisa

A questão central que orienta esta pesquisa pode ser resumida da seguinte forma: Como a adesão ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) impactou a estrutura de passivos e os resultados financeiros da Fleury S.A, empresa que participou do programa, em comparação com um cenário alternativo no qual esses passivos tributários fossem financiados por meio de dívidas?

A partir dessa questão, o estudo buscou identificar se o REFIS representou uma estratégia vantajosa para as empresas ao longo do tempo, considerando seus efeitos sobre os demonstrativos contábeis e sobre métricas contábeis e financeiras. Além disso, foi avaliado se a escolha pelo parcelamento de tributos teve impacto na geração de caixa e na estabilidade financeira das companhias.

1.4 Objetivos da Pesquisa

O objetivo principal deste trabalho foi analisar o impacto da adesão ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) de 2009 nos demonstrativos contábeis e sobre métricas financeiras. A pesquisa buscou compreender como a renegociação e o parcelamento de tributos influenciaram o balanço patrimonial e a DRE ao longo do tempo, comparando esse impacto com um cenário alternativo no qual companhias tivessem captado dívida ao custo de mercado para quitar seus tributos.

1.5 Contribuições e Impacto esperado

A principal contribuição deste estudo está em oferecer uma análise empírica sobre o impacto do REFIS na estrutura de passivos e nos resultados financeiros. Ao comparar o impacto da adesão ao REFIS com um cenário alternativo no qual companhias teriam financiado seus passivos tributários via captação de dívida, a pesquisa buscou fornecer evidências concretas sobre as consequências dessa decisão para os demonstrativos financeiros e a geração de caixa das empresas ao longo do tempo.

Espera-se que os resultados deste estudo contribuam para uma melhor compreensão dos efeitos do REFIS sobre o balanço patrimonial e a DRE, auxiliando investidores e credores na avaliação das implicações financeiras do programa de refinanciamento fiscal. Além disso, a pesquisa pode servir como base para futuras discussões acadêmicas e regulatórias sobre o papel dos parcelamentos tributários nas estratégias financeiras das empresas brasileiras, oferecendo *insights* sobre como esses mecanismos influenciam a estrutura de capital e as decisões de endividamento corporativo no longo prazo.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Marco Legal do Programa REFIS

O Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) foi instituído no Brasil pela Lei nº 9.964/2000, com o objetivo de possibilitar a regularização de débitos tributários de empresas com a União. Essa legislação inaugurou um mecanismo de parcelamento de tributos federais em condições especiais, permitindo o pagamento em até 180 meses com atualização monetária pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), se1m a exigência imediata de garantias adicionais. O programa surgiu como resposta a um ambiente com carga tributária e baixa liquidez, funcionando como um instrumento de financiamento em contextos de restrição ao crédito.

A partir dessa iniciativa, sucessivos programas foram criados, com destaque para a Lei nº 11.941/2009, que representou uma ampliação das condições de adesão e dos benefícios concedidos. Essa norma permitiu o reparcelamento de dívidas originadas em programas anteriores e ofereceu reduções nos encargos legais, incluindo descontos sobre multas, juros e encargos legais. Além disso, ampliou o escopo das dívidas abrangidas.

2.2 Estudos Anteriores – Finanças Corporativas

Em Modigliani e Miller (1958), foi formulada a proposição de que, em mercados perfeitos, a estrutura de capital de uma empresa não afeta seu valor, sendo este determinado apenas pela capacidade de geração de resultados operacionais. Esse estudo introduziu a lógica de que decisões de financiamento, não alterariam o valor da firma, desde que não houvesse impostos, custos de falência ou assimetrias de informação. A partir dessa base, consolidou-se o conceito de Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), como métrica do custo de financiamento de uma companhia. Essa formulação inspirou o desenvolvimento de métricas práticas para avaliar o impacto de diferentes estruturas de capital na criação de valor. O WACC passou a ser adotado como taxa de desconto em modelos de fluxo de caixa descontado, refletindo o custo de oportunidade entre os recursos de terceiros e o capital próprio

Em Sharpe (1964), foi desenvolvido o modelo de Capital Asset Pricing Model (CAPM), que passou a representar uma ferramenta importante da teoria financeira. O modelo parte da premissa de que os investidores buscam maximizar retornos ajustados ao risco, considerando a relação entre o risco sistemático de um ativo – medido pelo beta – e seu retorno esperado. A

fórmula original propõe que o custo do capital próprio (Ke) seja calculado a partir da taxa livre de risco somada ao prêmio de risco do mercado multiplicado pelo beta da empresa. O CAPM tornou-se referência para a estimativa do custo de oportunidade do acionista, sendo utilizado como taxa de desconto em modelos de fluxo de caixa descontado.

Em Brigham e Ehrhardt (2017), foram desenvolvidas as definições e aplicações dos fluxos de caixa livres como instrumentos de mensuração do valor gerado por uma empresa. Os autores definiram o FCFF como o montante disponível para todos os provedores de capital – credores e acionistas – após os gastos operacionais, investimentos e impostos. Já o FCFE foi descrito como o valor destinado exclusivamente aos acionistas, após a dedução dos pagamentos de dívida. O estudo destacou que essas métricas são fundamentais para avaliações financeiras baseadas em fluxos descontados, sendo a escolha entre FCFF e FCFE determinada pela estrutura de capital da empresa e pela análise pretendida. A construção desses fluxos foi indicada como necessária para a obtenção de estimativas de valor econômico, permitindo que decisões de investimento fossem fundamentadas na geração de caixa.

2.3 Estudos Anteriores – Tributos

Em Moraes Filho, Moura e Cunha (2020), analisou-se a relação entre parcelamentos tributários e a estrutura de capital das companhias abertas no Brasil. O estudo utilizou uma amostra de empresas listadas na B3 que divulgaram informações sobre parcelamentos tributários entre 2009 e 2018. Os resultados indicam uma relação negativa entre parcelamentos tributários e o endividamento de longo prazo, sugerindo que empresas utilizam esses programas como alternativa em substituição à dívida tradicional. O estudo destaca que parcelamentos apresentam vantagens como menores encargos. No entanto, os autores alertam que a recorrência desses programas pode criar um incentivo perverso para o não pagamento de tributos, na expectativa de adesão a futuros refinanciamentos, comprometendo a arrecadação tributária e distorcendo o objetivo das políticas de parcelamento.

Jacob (2018), analisou a influência da tributação na tomada de decisão, com foco nos efeitos dos impostos sobre o investimento, a distribuição de lucros e a evasão fiscal. O estudo mostra que aumentos nos tributos impactam negativamente o investimento e que a tributação pode afetar a alocação de investimentos. No que se refere à evasão fiscal e transferência de lucros, práticas continuam prevalentes, e que sistemas tributários complexos, como o brasileiro, podem tanto facilitar a evasão quanto dificultá-la devido ao risco de erros. O estudo sugere que

pesquisas futuras explorem a relação entre fiscalização tributária, estrutura de capital e alavancagem, especialmente em mercados emergentes.

Em Lima, Wilbert e Serrano (2017), investigou-se o parcelamento de tributos federais como forma de financiamento indireto para empresas, comparando seu custo com a captação de crédito no mercado financeiro e avaliando seu impacto na estrutura de capital. O estudo demonstrou que o custo do parcelamento de tributos, indexado pela taxa Selic, é inferior ao dos empréstimos bancários, tornando-o uma alternativa financeiramente vantajosa. A análise, baseada em um estudo de caso, indicou que a opção pelo parcelamento melhora indicadores. Contudo, os autores alertam que a dependência excessiva desses programas pode impactar negativamente as receitas públicas.

2.4 Estudos Anteriores – REFIS

Segura, Formigoni e Grecco (2012) analisaram a relação entre a adesão ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) e o Capital de Giro Líquido (CDG) das companhias abertas brasileiras. Os resultados demonstraram que as empresas que aderiram ao REFIS apresentaram, de forma consistente, situação financeira menos favorável, com mediana do CDG negativa em todos os anos analisados. Já as empresas que não aderiram apresentaram classificação financeira relativamente superior, com mediana de CDG positiva em parte dos períodos. O estudo conclui que há evidência de que empresas participantes do REFIS tinham maior necessidade de financiamento de capital de giro do que aquelas que não aderiram ao programa.

Em Mello e Portulhak (2020), investigou-se a percepção de auditores fiscais e advogados sobre a efetividade dos programas de recuperação fiscal. Por meio de questionários aplicados a esses profissionais, o estudo revelou críticas quanto à eficácia dos programas, apontando que não contribuem para o aumento da arrecadação e podem violar o princípio da isonomia. Além disso, observou-se que os programas não são necessariamente percebidos como instrumentos de planejamento tributário pelas empresas. Os autores concluíram que a complexidade do sistema tributário brasileiro e a recorrência dos programas de parcelamento podem incentivar a inadimplência e comprometer a justiça fiscal.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Formalização da Metodologia

Quanto aos fins, esta pesquisa classifica-se como descritiva, uma vez que tem por objetivo expor as características dos impactos financeiros e contábeis da adesão ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) sobre balanços financeiros de uma empresa brasileira de capital aberto. A pesquisa visa descrever e comparar o comportamento de variáveis como lucro líquido, juros, fluxo de caixa, entre outros, sob dois cenários distintos: adesão ao REFIS e captação de dívida no mercado, sem, contudo, buscar explicar os fenômenos em sua totalidade causal, o que caracteriza o estudo como descritivo conforme a classificação proposta por Vergara (2009).

Quanto aos meios, a pesquisa é bibliográfica e documental. É bibliográfica, pois se apoia em material já publicado – artigos acadêmicos, livros e estudos – que fornecem o embasamento teórico sobre parcelamentos tributários, métricas contábeis e financeiras e análise de demonstrações financeiras. Esses materiais, acessíveis ao público em geral, foram fundamentais para a construção da fundamentação teórica do trabalho.

Trata-se também de uma pesquisa documental, pois foram utilizados documentos primários de caráter oficial, como balanços patrimoniais, demonstrações de resultado e fluxos de caixa da empresa Fleury S.A., disponíveis em seus relatórios anuais e nos registros públicos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Esses documentos foram analisados com o objetivo de construir cenários que possibilitassem isolar os efeitos do REFIS.

3.2 Metodologia

Para atingir os objetivos propostos e responder à questão de pesquisa, este estudo adotou uma abordagem quantitativa baseada na análise dos dados financeiros da empresa Fleury S.A., listada na B3, considerando os efeitos da adesão ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS). O estudo buscou compreender como a adesão ao REFIS impactou as demonstrações contábeis da companhia e comparar esses efeitos com um cenário alternativo no qual a empresa teria captado dívida para liquidar seus tributos. Para isso, a análise foi dividida em duas etapas principais: uma primeira análise contábil, que examina os impactos do REFIS na Demonstração do Resultado do Exercício, no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Fluxo de Caixa, e uma segunda análise financeira, que avalia o impacto da decisão de adesão ao REFIS no valor

presente do fluxo de caixa gerado para os acionistas.

3.3 Coleta de Dados

A coleta de dados foi realizada a partir das demonstrações financeiras publicadas pela Fleury S.A. em seus relatórios anuais, disponíveis no site de Relações com Investidores (RI) da empresa, bem como na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Foram analisados os montantes de REFIS dos Balanços Patrimoniais do período de 2010, para identificar como o mesmo evoluiu ao longo do tempo e de que maneira ele influenciou, isoladamente, a estrutura financeira da empresa. Além disso, foram examinadas as DREs, com o objetivo de verificar o impacto dos pagamentos do REFIS sobre as despesas financeiras e sobre a rentabilidade da empresa. Também foram utilizadas as Demonstrações do Fluxo de Caixa para avaliar os impactos do REFIS sobre a geração de caixa da companhia ao longo dos anos subsequentes à adesão ao programa. As Notas Explicativas foram analisadas com o objetivo de entender a forma como o passivo do REFIS foi registrado.

3.4 Construção dos Cenários de Análise

A pesquisa comparou dois cenários distintos. O primeiro cenário, denominado Cenário REFIS, representou a situação real em que a empresa aderiu ao programa e refinanciou seus tributos. Considerando que o parcelamento poderia ser realizado em até 180 meses (15 anos), foram analisados os impactos desse fluxo de pagamentos nas demonstrações financeiras da Fleury, observando seus reflexos no nível de endividamento, nos passivos, ativos, DRE, e fluxo de caixa.

O segundo cenário, denominado Cenário Alternativo, considerou a hipótese de que, ao invés de aderir ao REFIS, a Fleury tivesse tomado uma dívida no mercado para quitar seus tributos vencidos à vista. O valor financiado foi equivalente ao montante refinanciado no REFIS, e a taxa de juros foi estimada com base no custo da dívida da empresa em 2010. A comparação entre esses dois cenários permitiu entender as diferenças nos custos financeiros e os efeitos dessas decisões sobre as demonstrações contábeis da empresa.

3.5 Análise Contábil

A primeira etapa da análise consistiu na avaliação do impacto única e exclusivamente do REFIS e da dívida alternativa nas demonstrações financeiras. No Balanço Patrimonial, foi

analisada a evolução dos valores nos dois cenários, observando como a adesão ao REFIS influenciou a estrutura do balanço a partir da diferença temporal da amortização da dívida e do próprio REFIS. Para isso, foram analisados os saldos das obrigações parceladas pelo REFIS e comparados com os valores que estariam registrados no balanço caso a empresa tivesse optado pela captação de dívida.

Na DRE, foi realizada uma comparação entre as despesas financeiras associadas ao REFIS e os juros que seriam pagos no cenário alternativo, avaliando o impacto dessa decisão sobre o lucro operacional e o lucro líquido da companhia. A DFC foi analisada para identificar o impacto dos pagamentos periódicos do REFIS sobre o caixa da empresa e como esse desembolso se compara aos pagamentos que seriam realizados em caso de captação de dívida. Para complementar a análise contábil, foram calculados os impactos apenas do REFIS ou apenas da dívida nos juros, no Lucro antes do Imposto de Renda (EBT), imposto de renda e contribuição social, Lucro Líquido e caixa, além claro das respectivas linhas de balanço de endividamento e passivo tributário (REFIS), para verificar a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações financeiras sob cada uma das alternativas analisadas.

3.6 Análise Financeira – Valor Presente dos Fluxos de Caixa para o Acionista

Para medir os impactos da adesão ao REFIS sobre a geração de valor para os acionistas da Fleury S.A., foi construído o fluxo de caixa livre para os acionistas (Brigham e Ehrhardt 2017) para ambos os cenários analisados de forma simplificada. O FCFE representa o montante de recursos efetivamente disponíveis para distribuição aos acionistas após todos os desembolsos operacionais, investimentos e obrigações financeiras com terceiros.

A construção segue a metodologia desenvolvido por Brigham e Ehrhardt (2017), iniciando-se a partir do NOPAT, que corresponde ao lucro operacional líquido após impostos, ou seja, o resultado das atividades operacionais da empresa, independentemente da estrutura de capital. A partir do NOPAT, calcula-se o fluxo de caixa livre para a firma (FCFF), representando o montante gerado pelas atividades operacionais que está disponível para remunerar tanto credores quanto acionistas. A fórmula tradicional para o FCFF é:

Fórmula 1: Fluxo de Caixa Disponível para Credores e Acionistas

$$FCFF = NOPAT + Depreciação\ e\ Amortização - Capex - \Delta Capital\ de\ Giro$$

Fonte: ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2013)

Esse valor é ajustado pelo fluxo líquido de dívida (empréstimos tomados menos amortizações de principal) para se chegar ao FCFE (Brigham e Ehrhardt 2017), conforme a equação:

Fórmula 2: Fluxo de Caixa Disponível para Acionistas

$$FCFE = FCFF - Pagamentos\ de\ Juros\ (líquidos\ de\ impostos) + Variação\ Líquida\ da\ Dívida$$

Fonte: ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2013)

Na prática, essa construção do FCFE (Brigham e Ehrhardt 2017) expressa o valor disponível ao acionista antes da distribuição de dividendos. Por isso, ao analisar a variação de caixa do período observada na DFC, é possível demonstrar que:

Fórmula 3: Fluxo de Caixa Disponível para Acionistas a Parir do Caixa

$$FCFE = \Delta Caixa\ do\ Período + Dividendos\ Pagos$$

Fonte: ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2013)

Essa identidade decorre do fato de que o pagamento de dividendos é uma saída de caixa exclusiva aos acionistas, e o FCFE (Brigham e Ehrhardt 2017) mede justamente o valor disponível antes dessa distribuição. Dessa forma, para efeitos de simplificação e com o objetivo de analisar o efeito do REFIS nessa métrica a valor presente, partiu-se da variação de caixa que o próprio REFIS gerou em todo o período.

3.7 Limitações e Delimitações do Estudo

Este estudo se limitou à análise da empresa Fleury S.A., listada na B3, considerando exclusivamente os efeitos do Programa de Recuperação Fiscal (REFIS). A escolha da Companhia como objeto de estudo se justifica por critérios de disponibilidade de informações e estabilidade operacional. Adicionalmente, a Fleury foi identificada como a única empresa, dentro de sua faixa de porte, que ainda apresentava saldo de REFIS em seus demonstrativos, entre as companhias avaliadas pelo Troféu Transparência ANEFAC 2024 – premiação que reconhece as empresas com maior qualidade e clareza na divulgação de suas informações contábeis e financeiras.

A análise foi realizada com base nas demonstrações financeiras publicadas pela companhia, cobrindo o período a partir do final do período de 2010, momento em que todos os montantes do programa já estavam consolidados e ano que possibilitaria uma visão 15 anos à frente, até 2025, dos impactos em cada uma das linhas das demonstrações financeiras. Além disso, pelo fato de não ser possível identificar apenas via notas explicativas as datas exatas de amortização dos valores de REFIS, utilizou-se o valor segmentado em um horizonte de tempo de 15 anos, ou 180 meses.

A pesquisa também se restringiu à análise contábil e financeira do impacto do REFIS, sem abordar outros fatores que poderiam influenciar os montantes de ativo e passivo da Companhia ao longo do tempo, variações cambiais, crises financeiras, decisões estratégicas de investimento e o próprio resultado do próprio exercício. Além disso, no cenário alternativo analisado, a captação de dívida foi estimada com base na taxa de cada uma das dívidas, ponderada por seus montantes, resultando na taxa efetiva com que a Companhia captava dívidas no ano de 2010. Diante disso, é evidente que a empresa poderia ter obtido condições de financiamento diferentes em momentos subsequentes ao ano de 2010.

Por fim, os cálculos de valor presente foram realizados utilizando premissas financeiras baseadas no contexto de 2010, com uma taxa de desconto apropriada para a empresa no período. No entanto, a realidade financeira da Fleury ao longo dos anos pode ter sido afetada por fatores que não foram considerados neste estudo. Dessa forma, os resultados apresentados refletem um exercício analítico baseado nas premissas estabelecidas e podem não capturar todos os aspectos que influenciaram a trajetória financeira da companhia desde sua adesão ao REFIS.

4 ELABORAÇÃO DA PESQUISA

4.1 Estruturação da Pesquisa

A estrutura da pesquisa foi realizada com o objetivo de isolar os impactos do Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) sobre a estrutura financeira da Companhia Fleury S.A., a partir de uma comparação com um cenário alternativo no qual a Companhia teria optado por captar dívida no mercado para quitar os mesmos tributos que puderam ser parcelados. Para isso, definiu-se o ano de 2010 como ponto de partida da análise, por representar o período em que o REFIS já se encontrava refletido nas demonstrações contábeis e permitir a avaliação dos seus efeitos no horizonte completo de parcelamento previsto, ou seja, 180 meses, encerrando em 2025.

A análise foi conduzida com base em um balanço patrimonial simplificado, no qual se assumiu a inexistência de outras obrigações além do passivo do REFIS, com contrapartida equivalente registrada no lado dos ativos. O valor do parcelamento foi amortizado de forma linear ao longo do período de 15 anos. A partir dessa configuração, as demais demonstrações financeiras foram construídas para refletir os efeitos específicos da estrutura de financiamento adotada em cada um dos cenários.

No cenário REFIS' a DRE foi estruturada partindo do EBIT, ajustado pela inclusão de uma despesa não recorrente identificada no exercício de 2011, referente à consolidação dos débitos da NKB São Paulo e da Labs Cardiolab, empresas incorporadas pela Fleury. A despesa financeira foi composta pelos juros sobre o saldo do parcelamento tributário, sendo considerados nulos os demais efeitos financeiros. Com isso, foi possível observar os impactos dessa estrutura sobre o EBT, a base tributável e o valor de tributos devidos, refletindo, por fim, no Lucro Líquido.

A DFC, construída pelo método indireto, partiu do Lucro Líquido, resultado do impacto dos juros na DRE, e foi simplificada, com o restante das atividades operacionais e de investimento zeradas, o que se deve ao fato de o objetivo do cenário ser apenas identificar os impactos do REFIS. A amortização do principal anual do REFIS foi alocada no fluxo de financiamento, impactando o que estaria classificado como caixa da empresa. A variação de caixa obtida no período foi refletida no ativo.

No cenário alternativo via dívida, simulou-se a substituição do REFIS por uma dívida financeira equivalente, amortizada em quatro anos, em parcelas anuais constantes, em linha com as emissões realizadas no ano de 2010 pela Companhia. Nesse contexto, o passivo tributário foi extinto, sendo substituído por uma obrigação de financiamento – sendo essa a própria dívida. A DRE foi ajustada para refletir a estrutura de despesas financeiras, mantendo a mesma despesa não recorrente de 2011 que havia impactado o cenário REFIS. A redução do EBT impactou a base de cálculo dos tributos e, consequentemente, o lucro líquido. A DFC seguiu a mesma lógica de construção do cenário REFIS, mas com maior concentração de saídas de caixa nos primeiros anos do período analisado, por conta da amortização da dívida.

Com base nessa estrutura, foi possível avaliar comparativamente os efeitos de cada alternativa sobre os principais indicadores contábeis isoladamente, como variação de caixa, de lucro líquido, de juros, da base tributável e dos impostos pagos, além do impacto sobre o FCFE. Essa abordagem permitiu entender, de forma objetiva, as consequências contábeis e financeiras da decisão entre aderir ao programa de parcelamento tributário ou recorrer a financiamento para quitação das mesmas obrigações fiscais.

4.2 Premissas Adotadas

A construção dos cenários exigiu a definição de um conjunto de premissas que orientaram a modelagem contábil e financeira das demonstrações. Essas premissas foram baseadas em parâmetros das demonstrações financeiras da Fleury S.A., quanto em diretrizes legais e referências de mercado.

A escolha da Fleury S.A. como objeto de estudo se justifica por diversos fatores. Trata-se de uma empresa de capital aberto com alto grau de transparência e disponibilidade de informações financeiras, incluindo dados sobre seus passivos tributários e REFIS. Além disso, a Companhia possui uma estrutura financeira relativamente estável, pouco impactada por ciclos no período. A existência de registros contábeis claros, bem como operação estável, favorecem a comparação entre os modelos financeiros realizados.

No cenário REFIS, identificou-se que o passivo tributário foi refinanciado por meio do parcelamento previsto na Lei nº 11.941/2009, com prazo de 180 meses (15 anos). O saldo foi corrigido com base na taxa SELIC vigente em cada exercício, em linha com o critério legal do programa. Os valores da SELIC foram obtidos a partir de dados do Banco Central do Brasil.

Para o ano de 2025, foi adotada a projeção de juros informada no Boletim Focus e em relatórios de mercado do Itaú BBA, de forma a concluir o horizonte de 15 anos de análise.

No cenário da dívida, considerou-se que a Fleury captou uma dívida equivalente ao valor do REFIS. O custo dessa dívida foi estimado com base na taxa média ponderada observada nos balanços da Companhia no mesmo ano, ao valor de CDI. A amortização do principal foi realizada de forma linear, ao longo de quatro anos – estrutura compatível com o perfil de endividamento da companhia naquele período.

Tabela 1: Endividamento da Companhia em Moeda Nacional no ano base (2010)

Título	Taxa	Indexador	Spread	Montante	Custo
Itaú	106.70%	CDI	-	38,045	10.4%
Unibanco	107.50%	CDI	-	20,554	10.5%
Banco Real	CDI + 1%	CDI	1%	18,465	10.8%
FINEP	4.30%	-	4.30%	5,787	4.3%
BNDES	TJLP + 3.3%	TJLP	3.3%	4,994	9.3%
Total				**87,845**	

Custo Ponderado	**10.0%**
CDI Acumulado em 2010	**9.8%**
Custo equivalente a CDI +	0.3%

Fonte: Elaborado pelo Autor

Para fins tributários, adotou-se a alíquota de 34%, correspondente à soma do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), conforme previsto na legislação brasileira para empresas no sistema tributário do Lucro Real.

Por fim, para a análise financeira a valor presente, foi adotada uma taxa de desconto de 14.8% ao ano, estimada com base no modelo de precificação de ativos CAPM (Sharpe 1964). Essa taxa foi utilizada para descontar o FCFE (Brigham e Ehrhardt 2017), com o objetivo de quantificar o impacto econômico do financiamento sob a ótica dos sócios da companhia.

Tabela 2: Cálculo do Custo de Oportunidade para o Acionista via CAPM em 2010

Cost of Equity (Ke) Calculation	
(+) Risk Free Rate	4.5%
(+) Levered Beta	1.00
(*) Market Premium	5.5%
(+) Country Risk	2.0%
(=) Ke (USD Nominal)	**12.0%**
(-) Inflation Differential	2.50%
(=) Ke (BRL Nominal)	**14.8%**

Fórmula 4: Custo de Capital Para o Acionista

$$Ke\ (USD) = Rf + (Rp) * \beta + EMBI$$

$$Ke\ (BRL) = (Ke\ (USD) + 1) * (1 + Diferencial\ de\ Inflação) - 1$$

Fonte: Administração financeira (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE)

Ke (USD) = Custo do capital próprio em dólares norte-americanos

R_f = Taxa livre de risco nos Estados Unidos (geralmente medida pela Treasury de 10 anos)

R_p = Prêmio de risco do mercado acionário

β (Beta) = Medida de sensibilidade do ativo em relação ao mercado

EMBI = Prêmio de risco-país (Emerging Markets Bond Index)

Ke (BRL) = Custo do capital próprio em reais

Diferencial de Inflação = Diferença entre a inflação esperada no Brasil e nos EUA (utilizada para converter o Ke de USD para BRL)

4.3 Análise Contábil – Cenário REFIS

A análise contábil foi conduzida com o objetivo de isolar os efeitos do parcelamento tributário nas demonstrações financeiras da companhia, desconsiderando o restante da estrutura financeira da Fleury S.A. Para isso, partiu-se de um modelo simplificado, em que a única obrigação registrada no passivo era o montante do programa de parcelamento, com contrapartida no ativo circulante, na forma de caixa. A amortização do saldo foi realizada de forma linear ao longo de 180 meses, com a aplicação de juros mensais calculados com base nas taxas históricas da SELIC.

Tabela 3: Balanço Patrimonial Cenário REFIS

		Date	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
		Year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Balanço Resumido Fleury - Cenário REFIS																		
Ativo Total	[R$ mm]		**29.7**	**19.8**	**16.3**	**12.6**	**8.9**	**4.8**	**0.9**	**(2.3)**	**(5.0)**	**(7.5)**	**(9.8)**	**(12.1)**	**(14.8)**	**(17.4)**	**(19.7)**	**(22.0)**
Ativo como Contrapartida	[R$ mm]		29.7	19.8	16.3	12.6	8.9	4.8	0.9	(2.3)	(5.0)	(7.5)	(9.8)	(12.1)	(14.8)	(17.4)	(19.7)	(22.0)
Passivo Total	[R$ mm]		**29.7**	**27.7**	**25.7**	**23.7**	**21.7**	**19.8**	**17.8**	**15.8**	**13.8**	**11.9**	**9.9**	**7.9**	**5.9**	**4.0**	**2.0**	**0.0**
Parcelamento Tributário / REFIS	[R$ mm]		29.7	27.7	25.7	23.7	21.7	19.8	17.8	15.8	13.8	11.9	9.9	7.9	5.9	4.0	2.0	0.0
Patrimônio Líquido total	[R$ mm]		**-**	**(7.8)**	**(9.4)**	**(11.1)**	**(12.9)**	**(14.9)**	**(16.9)**	**(18.1)**	**(18.8)**	**(19.4)**	**(19.6)**	**(20.0)**	**(20.7)**	**(21.3)**	**(21.7)**	**(22.0)**
Check (A = P + PL)			TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE

Fonte: Elaborado pelo Autor

Na DRE, a análise teve início no EBIT, ao qual foi incorporada, em 2011, uma despesa não recorrente associada à consolidação de passivos das empresas NKB São Paulo e Labs Cardiolab. A despesa financeira foi composta exclusivamente pelos juros incidentes sobre o saldo do REFIS isolado, não tendo sido consideradas receitas financeiras ou demais efeitos operacionais. A partir do EBT, foi aplicada a alíquota de 34% para cálculo do imposto de renda e contribuição social. O resultado positivo em tal linha decorre do fato da base tributável ter sido reduzida, o que, para fins da análise, indica um menor desembolso pela companhia.

Tabela 4: Demonstração de Resultado Cenário REFIS

		Date	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
		Year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Efeito REFIS as is DRE																		
EBIT	[R$ mm]			(8.2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Receita Financeira	[R$ mm]			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Despesa Financeira	[R$ mm]			(3.7)	(2.4)	(2.5)	(2.7)	(3.1)	(2.9)	(1.9)	(1.1)	(0.9)	(0.4)	(0.5)	(1.1)	(0.9)	(0.5)	(0.4)
Resultado Financeiro	[R$ mm]			**(3.7)**	**(2.4)**	**(2.5)**	**(2.7)**	**(3.1)**	**(2.9)**	**(1.9)**	**(1.1)**	**(0.9)**	**(0.4)**	**(0.5)**	**(1.1)**	**(0.9)**	**(0.5)**	**(0.4)**
EBT	[R$ mm]			(11.9)	(2.4)	(2.5)	(2.7)	(3.1)	(2.9)	(1.9)	(1.1)	(0.9)	(0.4)	(0.5)	(1.1)	(0.9)	(0.5)	(0.4)
(-) Taxes	[R$ mm]			4.0	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	0.6	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1
Lucro Líquido	[R$ mm]			(7.8)	(1.6)	(1.7)	(1.8)	(2.0)	(1.9)	(1.2)	(0.7)	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(0.3)

Fonte: Elaborado pelo Autor

Na DFC a atividade operacional dependeu apenas do lucro líquido, o qual já considera os juros, enquanto a atividade de investimento foi mantida neutra, a única movimentação relevante correspondeu à amortização do REFIS, registrada como saída de caixa na seção de financiamento. A variação acumulada do caixa ao longo do período refletiu exclusivamente o impacto do REFIS sobre a Companhia. Por essa razão, o valor do ativo circulante projetado resultou negativo ao final do horizonte analisado, uma vez que o objetivo da modelagem foi capturar as variações provocadas pela estrutura de financiamento adotada, e não os valores absolutos finais.

Tabela 5: Demonstração de Fluxo de Caixa Cenário REFIS

		Date	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
		Year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Efeito REFIS as is DFC																		
Lucro Líquido	[R$ mm]			**(7.8)**	**(1.6)**	**(1.7)**	**(1.8)**	**(2.0)**	**(1.9)**	**(1.2)**	**(0.7)**	**(0.6)**	**(0.2)**	**(0.3)**	**(0.7)**	**(0.6)**	**(0.4)**	**(0.3)**
Fluxo de Caixa Operacional Restante	[R$ mm]			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa dos Investimentos	[R$ mm]			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Amortização do REFIS	[R$ mm]			(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
Fluxo de Caixa dos Financiamentos	[R$ mm]																	
Caixa Início do Período	[R$ mm]			29.7	19.8	16.3	12.6	8.9	4.8	0.9	(2.3)	(5.0)	(7.5)	(9.8)	(12.1)	(14.8)	(17.4)	(19.7)
Variação do Caixa no período	*[R$ mm]*			*(9.8)*	*(3.6)*	*(3.6)*	*(3.8)*	*(4.0)*	*(3.9)*	*(3.2)*	*(2.7)*	*(2.6)*	*(2.2)*	*(2.3)*	*(2.7)*	*(2.6)*	*(2.3)*	*(2.3)*
Caixa Final do Período			**29.7**	**19.8**	**16.3**	**12.6**	**8.9**	**4.8**	**0.9**	**(2.3)**	**(5.0)**	**(7.5)**	**(9.8)**	**(12.1)**	**(14.8)**	**(17.4)**	**(19.7)**	**(22.0)**

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.4 Análise Contábil – Cenário Dívida

O cenário via endividamento foi construído com o intuito de verificar os efeitos contábeis da decisão de captação de dívida para quitação dos tributos, como alternativa ao REFIS. A análise buscou, assim como no cenário anterior, isolar exclusivamente os impactos dessa estrutura, mantendo todas as demais variáveis neutras e desconsiderando efeitos operacionais da companhia.

No Balanço Patrimonial, partiu-se da substituição da linha de passivos tributários pelo reconhecimento de uma dívida de mesmo valor, com contrapartida em um ativo circulante no mesmo montante. A amortização da dívida foi realizada de forma linear em quatro anos, sendo que essa estrutura reflete a prática da companhia no ano de 2010.

Tabela 6: Balanço Patrimonial Cenário Alternativo

		Date	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
		Year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Efeito Endividamento BP																		
Ativo Total	[R$ mm]		**29.7**	**14.9**	**6.4**	**(1.6)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**
Ativo como Contrapartida	[R$ mm]		29.7	14.9	6.4	(1.6)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)
Passivo Total	[R$ mm]		**29.7**	**22.2**	**14.8**	**7.4**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Endividamento	[R$ mm]		29.7	22.2	14.8	7.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido Total	[R$ mm]		**-**	**(7.4)**	**(8.4)**	**(9.0)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**
Check			TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE

Fonte: Elaborado pelo Autor

Na DRE, a construção partiu do mesmo nível de EBIT adotado no cenário anterior, com manutenção da despesa não recorrente registrada em 2011. A despesa financeira, neste caso, foi composta pelos juros incidentes sobre a dívida, calculados com base no custo de dívida médio ponderado (Tabela 1) da empresa naquele período, representada por algo próximo a CDI + 0%. Em consequência, observou-se, assim como no cenário REFIS, um efeito positivo sobre os tributos devidos, em razão da redução da base tributável.

Tabela 7: Demonstração de Resultado Cenário Alternativo

		Date	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
		Year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Efeito Endividamento DRE																		
EBIT	[R$ mm]			(8.2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Receita Financeira	[R$ mm]			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Despesa Financeira	[R$ mm]			(3.0)	(1.6)	(0.9)	(0.4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Financeiro	[R$ mm]			**(3.0)**	**(1.6)**	**(0.9)**	**(0.4)**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
EBT	[R$ mm]			(11.2)	(1.6)	(0.9)	(0.4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Taxes	[R$ mm]			3.8	0.5	0.3	0.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Income	[R$ mm]			(7.4)	(1.0)	(0.6)	(0.3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo Autor

Na DFC considerou-se exclusivamente o impacto da amortização da dívida, registrada na seção de financiamento como saída de caixa. A atividade operacional foi impactada apenas pelo lucro líquido enquanto a de investimento foi mantida neutra, de forma a manter comparabilidade direta com o cenário anterior.

Tabela 8: Demonstração do Fluxo de Caixa Cenário Alternativo

		Date	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
		Year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Efeito Endividamento DFC																		
Net Income	[R$ mm]		**-**	**(7.4)**	**(1.0)**	**(0.6)**	**(0.3)**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Fluxo de Caixa Operacional Restante	[R$ mm]		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa dos Investimentos	[R$ mm]		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Variação do Tributos a Pagar	[R$ mm]		-	(29.7)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Variação no Endividamento			-	22.2	(7.4)	(7.4)	(7.4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa dos Financiamentos	[R$ mm]			(7.4)	(7.4)	(7.4)	(7.4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa Início do Período	[R$ mm]		-	-	(14.8)	(23.2)	(31.2)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)
Variação do Caixa no período	*[R$ mm]*		-	*(14.8)*	*(8.5)*	*(8.0)*	*(7.7)*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa Final do Período			**-**	**(14.8)**	**(23.2)**	**(31.2)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.5 Comparativo de Resultados Contábeis Entre Cenários

Concluídas as modelagens financeiras dos dois cenários foi possível realizar a comparação dos efeitos acumulados nas demonstrações financeiras da Fleury S.A. no período compreendido entre 2010 e 2025.

A análise considerou os seguintes indicadores: (i) impacto acumulado e isolado sobre o caixa da empresa; (ii) impacto acumulado e isolado no lucro líquido; (iii) total de juros pagos ao longo do período; (iv) impacto isolado no EBT; e (v) efeito isolado nos tributos pagos. Tais métricas foram selecionadas por refletirem, de forma objetiva, os efeitos do financiamento escolhido sobre a rentabilidade, geração de caixa e a carga tributária da companhia.

Os resultados indicam que, sob a ótica contábil, o cenário de endividamento tradicional apresentou efeitos menos onerosos. O impacto sobre o caixa foi menor, assim como a compressão do lucro líquido e o total de juros pagos. A amortização mais curta da dívida,

embora concentrada nos quatro primeiros anos, resultou em juros significativamente menores aos observados no cenário de parcelamento tributário, no qual os juros continuaram incidindo sobre o saldo devedor durante 15 anos.

No EBT, ambos os cenários apresentariam uma redução relativa ao EBIT, justamente devido as despesas financeiras. Entretanto, o cenário REFIS implicou uma redução mais expressiva do EBT, justamente pelo prazo prolongado de incidência de juros. Esse fator gerou um efeito fiscal de redução do imposto devido maior, dado que a base tributável foi inferior por mais períodos, levando a empresa a um pagamento menor de tributos, devido a uma menor base para a qual a alíquota incidira.

Tabela 9: Comparativo de Resultados Contábeis Cenário REFIS vs. Cenário Alternativo

	Unit	Aux 1
Conclusões Cenário REFIS		
Impacto no Caixa (2010-2024)	[R$ mm]	(52)
Impacto no Lucro Líquido (2010-2024)	[R$ mm]	(22)
Juros Total (2010-2024)	[R$ mm]	25.1
Impacto EBT	[R$ mm]	(33)
Impacto Taxes	[R$ mm]	11
Conclusões Cenário Alternativo		
Impacto no Caixa (2010-2024)	[R$ mm]	(39)
Impacto no Lucro Líquido (2010-2024)	[R$ mm]	(9)
Juros Total (2010-2024)	[R$ mm]	5.9
Impacto EBT	[R$ mm]	(14)
Impacto Taxes	[R$ mm]	5

Fonte; Elaborado pelo Autor

Observa-se, portanto, que, contabilmente, o endividamento, por concentrar o serviço da dívida em prazo curto, resultou em impacto mais suave sobre o caixa e o resultado da empresa.

Cabe destacar, contudo, que os resultados apresentados refletem exclusivamente uma análise com base em valores nominais acumulados ao longo do período. Embora essa abordagem permita uma leitura objetiva dos efeitos contábeis de cada estrutura de financiamento, ela desconsidera o valor temporal do dinheiro. Por esse motivo, torna-se necessário complementar a análise com uma abordagem financeira, a valor presente, de modo a capturar, com outras ferramentas, os impactos para a Companhia.

4.6 Avaliação de Valor Presente dos Fluxos de Caixa

A fim de complementar a análise contábil foi realizada uma avaliação financeira do impacto de cada cenário sob a ótica dos acionistas da companhia. Para tanto, foi adotada a métrica do FCFE, que representa o montante disponível para distribuição após compromissos operacionais, investimentos e pagamentos de dívidas.

A construção do FCFE foi baseada na metodologia proposta por Brigham e Ehrhardt (2017). Contudo, considerando o caráter simplificado do modelo – cujo objetivo central foi isolar os efeitos da estrutura de financiamento tributário – optou-se por construir o FCFE a partir da variação líquida de caixa apurada na DFC. Como o pagamento de dividendos foi assumido como nulo na modelagem, o FCFE corresponde diretamente à variação líquida de caixa do período, conforme a identidade supracitada (Fórmula 3).

A fim de mensurar o valor econômico gerado para os acionistas em cada cenário, foi aplicado o desconto ao FCFE a uma taxa de 14.8% ao ano, estimada com base no CAPM. Essa taxa reflete o custo do capital próprio da Fleury S.A. no início do período de análise.

O valor presente líquido (VPL) do FCFE acumulado ao longo do período foi, então, calculado para cada estrutura de financiamento, com os resultados presentes na tabela abaixo

Tabela 10: Comparativo de Resultados Financeiros Cenário REFIS vs. Cenário Alternativo

		Date	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
		Year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Conclusões Cenário REFIS																		
Variação do Caixa no período	[R$ mm]			(10)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(3)	(2)	(2)	(3)	(3)	(2)	(2)
Discount Rate	[%]	14.8%																
Impacto FCFE / NPV do Fluxo	[R$ mm]	(25.1)																
Conclusões Cenário Alternativo																		
Variação do Caixa no período	[R$ mm]			(15)	(8)	(8)	(8)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Discount Rate	[%]	14.8%																
Impacto FCFE / NPV do Fluxo	[R$ mm]	(29.0)																

Fonte; Elaborado pelo Autor

Por meio da análise financeira ao invés da contábil, foi possível perceber que um impacto distribuído em um horizonte mais longo, resultou em um menor impacto sobre os fluxos de caixa no curto prazo. Essa diluição dos pagamentos permitiu que os valores, quando descontado a valor presente, gerassem um impacto menos negativo no VPL do FCFE. Em contrapartida, a estrutura de endividamento, embora menos onerosa em termos contábeis, concentrou seus efeitos no curto prazo, reduzindo a disponibilidade de caixa nos primeiros exercícios, o que afetou negativamente o valor presente dos fluxos para o acionista.

No exercício desenvolvido, o VPL do fluxo de caixa para os acionistas, acumulado entre 2010 e 2025, foi menos negativo no cenário de adesão ao REFIS, alcançando -R$ 25.1 milhões, em comparação com -R$ 29.0 milhões no cenário alternativo de captação de dívida. A explicação para esse resultado está associada ao perfil de amortização adotado. No cenário com dívida, a empresa enfrentaria saídas de caixa mais intensas nos primeiros quatro anos, com desembolso anual de R$ 7.4 milhões entre 2011 e 2014. Já no cenário REFIS, os pagamentos foram diluídos ao longo de 180 meses, resultando em um pagamento de cerca de R$ 2 milhões anuais. Ainda que os juros ao longo do período tenham sido maiores no caso do parcelamento tributário – R$ 25.1 milhões em juros somados, frente a R$ 5.9 milhões no cenário de endividamento – o horizonte temporal contribuiu para que, a valor presente, a estrutura com REFIS se mostrasse mais vantajosa. Tais evidências reforçam a importância de considerar o valor do dinheiro no tempo para a avaliação de alternativas de financiamento, uma vez que o acúmulo apenas nominal pode levar a uma conclusão equivocada.

Dessa forma, sob a ótica do FCFE, a adesão ao REFIS demonstrou ser uma alternativa positiva, especialmente por minimizar efeitos de curto prazo sobre o caixa. Este resultado reforça a relevância de avaliar não só o custo total dos financiamentos, mas também sua distribuição temporal.

5.0 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

Este trabalho teve como objetivo central analisar os impactos da adesão ao REFIS sobre a estrutura financeira da Fleury S.A., à luz de uma comparação com um cenário alternativo em que a Companhia teria optado por captar dívida quitar seus tributos parceladamente. A partir de uma abordagem quantitativa e descritiva, fundamentada em dados contábeis e na construção de dois modelos hipotéticos contrastantes, foi possível identificar diferenças relevantes nos resultados financeiros, contábeis associados a cada cenário.

Do ponto de vista contábil, os resultados indicam que a opção pelo REFIS gerou efeitos mais onerosos. O parcelamento ao longo de 15 anos resultou em um impacto prolongado sobre o caixa da companhia, com variação negativa de recursos distribuída por todo o período analisado. Isso reduziu os saldos de caixa e gerou maior pressão sobre os resultados ao longo dos anos. Em contraste, o cenário alternativo – baseado na captação de dívida amortizada em quatro anos – concentrou os impactos em um período mais curto, mas com efeitos totais menos expressivos sobre o resultado contábil.

Contudo, sob a ótica financeira, e mais especificamente ao se analisar o valor presente do FCFE (Brigham e Ehrhardt, 2017), o cenário com adesão ao REFIS revelou-se mais vantajoso. A diluição dos pagamentos ao longo do tempo reduziu o impacto nos fluxos de curto prazo, permitindo uma maior preservação nos anos iniciais – justamente os mais relevantes em uma análise a valor presente. Como os fluxos futuros têm peso menor nessa análise, a suavização dos efeitos financeiros proporcionada pelo parcelamento favoreceu o valor econômico percebido pelos acionistas.

Essa distinção entre os efeitos contábeis e financeiros é fundamental. A contabilidade, ao registrar os efeitos na sua ocorrência temporal, é essencial para fins de reporte e conformidade. No entanto, é a análise financeira – centrada no valor presente dos fluxos – que complementa a análise contábil ao incorporar uma perspectiva econômica voltada à criação de valor no tempo, particularmente relevante do ponto de vista dos investidores, ao considerar o custo de oportunidade do capital. Por isso, mesmo que o cenário REFIS pareça mais oneroso nos demonstrativos contábeis, ele se mostrou superior quando considerada a lógica da criação de valor para o acionista, consequentemente sendo menos oneroso para a Companhia.

As conclusões do estudo trazem implicações relevantes para a compreensão do papel dos

programas de parcelamento tributário na estrutura de capital das empresas. Ainda que frequentemente vistos apenas como mecanismos emergenciais de regularização fiscal, programas como o REFIS podem representar estratégias de financiamento. A decisão entre parcelar tributos, se permitido, ou captar dívida deve, portanto, considerar não apenas o custo nominal de cada alternativa, mas a sua distribuição temporal e o impacto sobre a geração de valor econômico.

Além disso, a pesquisa contribui com a literatura ao oferecer um estudo empírico fundamentado na simulação de cenários, utilizando dados reais de uma empresa de capital aberto com histórico de adesão ao REFIS. Tal abordagem permitiu isolar os efeitos das alternativas de financiamento sobre os demonstrativos financeiros e construir uma base comparativa aplicável a outras companhias em situação similar.

Não obstante, este trabalho possui algumas limitações que devem ser consideradas na interpretação dos resultados. Em primeiro lugar, trata-se de um estudo de caso centrado na Fleury S.A., cuja estrutura operacional pode não representar o conjunto das empresas brasileiras. Além disso, a simplificação adotada nos modelos – com a neutralização de outras variáveis operacionais, por exemplo – visa isolar os efeitos do financiamento tributário, mas não reflete a complexidade total da dinâmica empresarial. Ciclos econômicos, decisões estratégicas, política de investimentos e mudanças na legislação tributária não foram considerados, o que poderia influenciar os resultados em contextos reais.

Como recomendações para estudos futuros, sugere-se a ampliação da análise para um número maior de empresas, possibilitando testes que identifiquem padrões nos parcelamentos tributários. Também seria relevante investigar os efeitos indiretos do REFIS sobre variáveis como custo de capital, percepção de risco por parte do mercado e rating de crédito. Ainda, recomenda-se o aprofundamento da análise jurídica e tributária, visando compreender os incentivos e distorções criados pela recorrência desses programas, tanto na ótica das empresas quanto do Estado.

Por fim, este trabalho reforça a importância de tomar decisões financeiras fundamentadas. Mais do que uma simples escolha entre duas alternativas de pagamento, a decisão entre parcelar ou captar dívida representa uma definição estratégica com implicações sobre a estrutura financeira e a geração de valor do negócio. Nesse sentido, a análise desenvolvida busca contribuir para um debate técnico sobre o uso de programas de regularização fiscal no Brasil.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS EXECUTIVOS DE FINANÇAS, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE (ANEFAC). Troféu Transparência ANEFAC 2024: 30 empresas serão premiadas em São Paulo no dia 24 de outubro. Radar ANEFAC, 2024. Disponível em: https://www.anefac.org.br/radar-anefac/trofeu-transparencia-anefac-2024-30-empresas-serao-premiadas-em-sao-paulo-no-dia-24-de-outubro/. Acesso em: 24 maio 2025

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório Focus: relatório de mercado. Brasília, 16 maio 2025. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus. Acesso em: 15 maio 2025

BLOOMBERG. Dados financeiros da Fleury S.A. – Beta. Bloomberg Terminal. Acesso restrito. Consulta realizada em: 24 maio 2025.

BRASIL. Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009. Dispõe sobre a redução de litígios tributários e institui o parcelamento especial de débitos tributários. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 28 maio 2009. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm. Acesso em: 22 março 2025.

BRASIL. Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000. Institui o Programa de Recuperação Fiscal – Refis e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 11 abr. 2000. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9964.htm. Acesso em: 21 março 2025.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. Financial management: theory and practice. 15. ed. Boston: Cengage Learning, 2017. Disponível em: https://bertousman.wordpress.com/wp-content/uploads/2021/02/eugene-f.-brigham-michael-c.-ehrhardt-financial-management_-theory-practice-2017-1.pdf. Acesso em: 15 de maio 2025

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. Market Yield on U.S. Treasury Securities at 10-Year Constant Maturity. FRED – Economic Data. Disponível em: https://fred.stlouisfed.org/series/GS10. Acesso em: 24 maio 2025.

FLEURY S.A. Relatórios Anuais e Formulários de Referência. Disponível em: https://ri.fleury.com.br. Acesso em: 25 de maio de 2025

IPEADATA. EMBI+ Brasil - Emerging Markets Bond Index Plus. Disponível em: http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?module=M&serid=40940. Acesso em: 24 maio 2025.

ITAÚ BBA. Projeções Econômicas – Maio 2025. São Paulo: Itaú BBA, 2025. Disponível em: https://www.itau.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes. Acesso em: 15 maio 2025

JACOB, Martin. Uma nota sobre a pesquisa tributária. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, São Paulo, v. 29, n. 78, p. 339-342, set./dez. 2018. DOI: 10.1590/1808-057x201890280. Disponível em:

https://www.scielo.br/j/rcf/a/QbXPRGB4GmrrdzKMJ8bnTmN/?format=pdf&lang=pt . Acesso em: 20 março 2025

LIMA, Bruno Rodrigues Teixeira de; WILBERT, Marcelo Driemeyer; SERRANO, André Luiz Marques. Parcelamento de tributos federais como forma de financiamento indireto. Disponível em: https://periodicos.unoesc.edu.br/race/article/view/13405/pdf . Acesso em: 21 março 2025

MELLO, E. C. de; PORTULHAK, H. Refis: Recuperação Fiscal ou Planejamento Tributário? Um Estudo com Base na Percepção de Advogados e Auditores. 2020. Disponível em: https://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/70917. Acesso em: 25 maio 2025.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American Economic Review, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958., Disponível em: https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf , Acesso em: 17 de Novembro de 2024

MORAES FILHO, Osmar Pereira de; MOURA, Paulo Junio Pereira de; CUNHA, Moisés Ferreira da. A relação do parcelamento tributário na estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. In: **CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE**, 2020, São Paulo. Anais [...]. São Paulo: FIPECAFI, 2020. Disponível em: https://congressousp.fipecafi.org/anais/20UspInternational/ArtigosDownload/2120.pdf . Acesso em: 20 de março de 2025

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey. Administração financeira. Tradução da 10. ed. norte-americana. São Paulo: AMGH, 2013.

SEGURA, L. A. F.; FORMIGONI, H.; GRECCO, M. C. Um Estudo Sobre a Relação Entre Adesão das Companhias Abertas ao Refis e o seu Capital de Giro Líquido. 2012. Disponível em: https://asaa.anpcont.org.br/asaa/article/view/112. Acesso em: 25 maio 2025.

SHARPE, William F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425–442, 1964. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/2977928. Acesso em: 10 maio 2025

VERGARA, Sylvia Constant. Projetos e relatórios de pesquisa em administração. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2016. Disponível em: https://saladeaulavirtual.com/portalAlunoV2/storage/app/public/recursos_arquivos/628515_livro-projetos-e-relatorios-de-pesqui-sylvia-constant-vergara.pdf. Acesso em: 22 de maio de 25

ANEXO

Anexo 1 – Saldo do REFIS Fleury 2010

Anexo 1 – Saldo do REFIS Fleury 2010

17 IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES A RECOLHER

	Controladora			Consolidado		
	31/12/2010	31/12/2009	01/01/2009	31/12/2010	31/12/2009	01/01/2009
Parcelamento REFIS – Lei 11.941 (a)	29.651	16.294	-	29.651	16.294	9.702
Parcelamento ISS (b)	20.120	27.015	14.190	20.120	27.045	29.118
ICMS sobre importações (c)	13.333	8.957	-	13.333	8.957	-
ICMS depósitos judiciais (c)	(9.240)	(8.503)	-	(9.240)	(8.503)	-
COFINS a recolher (d)	6.520	5.120	-	6.536	5.184	-
IRRF (e)	4.241	805	632	4.248	907	863
ISS (incluído no Programa de Recuperação Fiscal Setorial - Prefis) (f)	3.791	12.676	-	3.791	12.676	12.223
ISS a recolher.	2.361	1.557	790	2.452	1.696	1.703
INSS a recolher	2.159	2.005	-	2.161	2.005	-
PIS a recolher	712	784	174	733	807	683
Parcelamento Especial - PAES (g)	-	11.827	-	-	13.287	16.691
Parcelamento de Instituto nacional do seguro social INSS	-	- 7.127	-	-	7.127	9.694
Outros	2.215	5.886	681	2.215	7.196	6.464
	75.863	91.550	16.467	76.000	94.678	87.141
Circulante	11.599	19.322	4.399	11.736	19.682	25.341
Não circulante	64.264	72.228	12.068	64.264	74.996	61.800

APÊNDICE

Apêndice 1 – Base de Dados Cenário REFIS
Apêndice 2 – Base de Dados Cenário Alternativo

Apêndice 1 – Base de Dados Cenário REFIS

	Unit	Aux 1	Date	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
			Year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
			Days	365	365	366	365	365	365	366	365	365	365	366	365	365	365	366	365
remissas MacroeEco																			
Selic	[%]			9.8%	12.5%	8.5%	9.5%	10.9%	13.6%	14.2%	9.9%	6.6%	6.0%	2.8%	4.8%	12.6%	13.3%	10.9%	14.8%
IPCA	[%]			5.9%	6.5%	5.8%	5.9%	6.4%	10.7%	6.3%	2.9%	3.7%	4.3%	4.5%	10.1%	5.8%	4.6%	4.8%	5.5%
CDI (Acumulado no Ano)	[%]			9.8%	11.6%	8.5%	8.0%	10.8%	13.3%	14.1%	10.1%	6.5%	5.9%	2.8%	4.4%	12.4%	13.2%	10.8%	14.2%
nálise Simplifacada do Parcelamento via Refis vs. Endividamento																			
Balanço Resumido Fleury - Cenário REFIS																			
Ativo Total	[R$ mm]			**29.7**	**19.8**	**16.3**	**12.6**	**8.9**	**4.8**	**0.9**	**(2.3)**	**(5.0)**	**(7.5)**	**(9.8)**	**(12.1)**	**(14.8)**	**(17.4)**	**(19.7)**	**(22.0)**
Ativo como Contrapartida	[R$ mm]			29.7	19.8	16.3	12.6	8.9	4.8	0.9	(2.3)	(5.0)	(7.5)	(9.8)	(12.1)	(14.8)	(17.4)	(19.7)	(22.0)
Passivo Total	[R$ mm]			**29.7**	**27.7**	**25.7**	**23.7**	**21.7**	**19.8**	**17.8**	**15.8**	**13.8**	**11.9**	**9.9**	**7.9**	**5.9**	**4.0**	**2.0**	**0.0**
Parcelamento Tributário / REFIS	[R$ mm]			29.7	27.7	25.7	23.7	21.7	19.8	17.8	15.8	13.8	11.9	9.9	7.9	5.9	4.0	2.0	0.0
Patrimônio Líquido total	[R$ mm]			-	**(7.8)**	**(9.4)**	**(11.1)**	**(12.9)**	**(14.9)**	**(16.9)**	**(18.1)**	**(18.8)**	**(19.4)**	**(19.6)**	**(20.0)**	**(20.7)**	**(21.3)**	**(21.7)**	**(22.0)**
Check (A = P + PL)				TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Desconto do Refis																			
Desconto / Despesa Não Recorrente 11.941	[R$ mm]				**(8.2)**														
nálise Refis as Is																			
Análise do Refis 11.941/09 ao Longo do Tempo as is																			
Prazo	# Meses	180																	
Prazo	[Anos]	15																	
Taxa de Amortização Annual	[Anos]	6.7%																	
Taxa de Juros	[%]	SELIC																	
Reajuste Anual	[%]	SELIC																	
Meses no Ano	# Meses	12																	
Refis BoP	[R$ mm]				29.7	27.7	25.7	23.7	21.7	19.8	17.8	15.8	13.8	11.9	9.9	7.9	5.9	4.0	2.0
Amortizações	[R$ mm]				(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
Refis EoP	[R$ mm]		-	29.7	27.7	25.7	23.7	21.7	19.8	17.8	15.8	13.8	11.9	9.9	7.9	5.9	4.0	2.0	0.0
Juros do REFIS					3.7	2.4	2.5	2.7	3.1	2.9	1.9	1.1	0.9	0.4	0.5	1.1	0.9	0.5	0.4
Selic	*[%]*				*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.0*	*0.0*	*0.1*	*0.1*	*0.1*	*0.1*
Amortização	[R$ mm]				**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**	**(2.0)**
2010	[R$ mm]				(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
Efeito REFIS as is DRE																			
EBIT	[R$ mm]				(8.2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Receita Financeira	[R$ mm]				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Despesa Financeira	[R$ mm]				(3.7)	(2.4)	(2.5)	(2.7)	(3.1)	(2.9)	(1.9)	(1.1)	(0.9)	(0.4)	(0.5)	(1.1)	(0.9)	(0.5)	(0.4)
Resultado Financeiro	[R$ mm]				**(3.7)**	**(2.4)**	**(2.5)**	**(2.7)**	**(3.1)**	**(2.9)**	**(1.9)**	**(1.1)**	**(0.9)**	**(0.4)**	**(0.5)**	**(1.1)**	**(0.9)**	**(0.5)**	**(0.4)**
EBT	[R$ mm]				(11.9)	(2.4)	(2.5)	(2.7)	(3.1)	(2.9)	(1.9)	(1.1)	(0.9)	(0.4)	(0.5)	(1.1)	(0.9)	(0.5)	(0.4)
(-) Taxes	[R$ mm]	34%			4.0	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	0.6	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1
Lucro Líquido	[R$ mm]				(7.8)	(1.6)	(1.7)	(1.8)	(2.0)	(1.9)	(1.2)	(0.7)	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(0.7)	(0.6)	(0.4)	(0.3)
Efeito REFIS as is DFC																			
Lucro Líquido	[R$ mm]				**(7.8)**	**(1.6)**	**(1.7)**	**(1.8)**	**(2.0)**	**(1.9)**	**(1.2)**	**(0.7)**	**(0.6)**	**(0.2)**	**(0.3)**	**(0.7)**	**(0.6)**	**(0.4)**	**(0.3)**
Fluxo de Caixa Operacional Restante	[R$ mm]				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa dos Investimentos	[R$ mm]				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Amortização do REFIS	[R$ mm]				(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
Fluxo de Caixa dos Financiamentos	[R$ mm]																		
Caixa Início do Período	[R$ mm]				29.7	19.8	16.3	12.6	8.9	4.8	0.9	(2.3)	(5.0)	(7.5)	(9.8)	(12.1)	(14.8)	(17.4)	(19.7)
Variação do Caixa no período	*[R$ mm]*				*(9.8)*	*(3.6)*	*(3.6)*	*(3.8)*	*(4.0)*	*(3.9)*	*(3.2)*	*(2.7)*	*(2.6)*	*(2.2)*	*(2.3)*	*(2.7)*	*(2.6)*	*(2.3)*	*(2.3)*
Caixa Final do Período				**29.7**	**19.8**	**16.3**	**12.6**	**8.9**	**4.8**	**0.9**	**(2.3)**	**(5.0)**	**(7.5)**	**(9.8)**	**(12.1)**	**(14.8)**	**(17.4)**	**(19.7)**	**(22.0)**
Conclusões Cenário REFIS																			
Variação do Caixa no período	[R$ mm]				(10)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(3)	(3)	(3)	(2)	(2)	(3)	(3)	(2)	(2)
Impacto no Caixa (2010-2024)	[R$ mm]	(52)																	
Impacto no Lucro Líquido (2010-2024)	[R$ mm]	(22)																	
Juros Total (2010-2024)	[R$ mm]	25.1																	
Impacto EBT	[R$ mm]	(33)																	
Impacto Taxes	[R$ mm]	11																	
Discount Rate	[%]	14.8%																	
Impacto FCFE / NPV do Fluxo	[R$ mm]	(25.1)																	

Apêndice 2 – Base de Dados Cenário Alternativo

	Unit	Aux 1	Date	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
			Year	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
			Days	365	365	366	365	365	365	366	365	365	365	366	365	365	365	366	365
nálise Endividamento																			
Custo de Dívida (Kd Nominal)	[%]	CDI																	
Spread	[%]	0%																	
Duration	[# Anos]	4																	
Cronograma de Amortização																			
Ano 1	[%]	25.0%																	
Ano 2	[%]	25.0%																	
Ano 3	[%]	25.0%																	
Ano 4	[%]	25.0%																	
Ano 5	[%]																		
Ano 6	[%]																		
Tributos a Pagar BoP	[R$ mm]				29.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Captações	[R$ mm]				29.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tributos a Pagar EoP	[R$ mm]			29.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variação do Tributos a Pagar	[R$ mm]				(29.7)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida BoP	[R$ mm]				29.7	22.2	14.8	7.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Amortização	[R$ mm]				**7.4**	**7.4**	**7.4**	**7.4**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
2010	[R$ mm]				7.4	7.4	7.4	7.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dívida EoP	[R$ mm]				22.2	14.8	7.4	-	-	-									
Juros					3.0	1.6	0.9	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Average Debt	[R$ mm]				25.9	18.5	11.1	3.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Custo	[%]				0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Efeito Endividamento DRE																			
EBIT	[R$ mm]				(8.2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+) Receita Financeira	[R$ mm]				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Despesa Financeira	[R$ mm]				(3.0)	(1.6)	(0.9)	(0.4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Financeiro	[R$ mm]				**(3.0)**	**(1.6)**	**(0.9)**	**(0.4)**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
EBT	[R$ mm]				(11.2)	(1.6)	(0.9)	(0.4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(-) Taxes	[R$ mm]	34%			3.8	0.5	0.3	0.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Income	[R$ mm]				(7.4)	(1.0)	(0.6)	(0.3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Efeito Endividamento DFC																			
Net Income	[R$ mm]			**-**	**(7.4)**	**(1.0)**	**(0.6)**	**(0.3)**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Fluxo de Caixa Operacional Restante	[R$ mm]			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa dos Investimentos	[R$ mm]			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Variação do Tributos a Pagar	[R$ mm]			-	(29.7)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Variação no Endividamento				-	22.2	(7.4)	(7.4)	(7.4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa dos Financiamentos	[R$ mm]				(7.4)	(7.4)	(7.4)	(7.4)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa Início do Período	[R$ mm]			-	-	(14.8)	(23.2)	(31.2)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)	(38.9)
Variação do Caixa no período	*[R$ mm]*			-	*(14.8)*	*(8.5)*	*(8.0)*	*(7.7)*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Caixa Final do Período				**-**	**(14.8)**	**(23.2)**	**(31.2)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**	**(38.9)**
Efeito Endividamento BP																			
Ativo Total	[R$ mm]			**29.7**	**14.9**	**6.4**	**(1.6)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**
Ativo como Contrapartida	[R$ mm]			29.7	14.9	6.4	(1.6)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)	(9.3)
Passivo Total	[R$ mm]			**29.7**	**22.2**	**14.8**	**7.4**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Endividamento	[R$ mm]			29.7	22.2	14.8	7.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido Total	[R$ mm]			**-**	**(7.4)**	**(8.4)**	**(9.0)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**	**(9.3)**
Check				TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE
Conclusões Cenário Alternativo																			
Variação do Caixa no período	[R$ mm]				(15)	(8)	(8)	(8)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Impacto no Caixa (2010-2024)	[R$ mm]	(39)
Impacto no Lucro Líquido (2010-2024)	[R$ mm]	(9)
Juros Total (2010-2024)	[R$ mm]	5.9
Impacto EBT	[R$ mm]	(14)
Impacto Taxes	[R$ mm]	5
Discount Rate	[%]	14.8%
Impacto FCFE / NPV do Fluxo	[R$ mm]	(29.0)