

Uma análise do impacto do Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) na estrutura financeira em companhias brasileiras: comparação entre refinanciamento tributário e captação de dívida

An analysis of the impact of the Tax Recovery Program (REFIS) on the financial structure of Brazilian Companies: comparison between tax refinancing and debt funding

Recebido: 14/10/2025 - Aprovado: 20/02/2026 - Publicado: 01/04/2026
Processo de Avaliação: Double Blind Review

Gustavo Bernardi Tavares¹
Alexandre Gonzales²

RESUMO

O presente estudo analisou o impacto da adesão ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) de 2009, instituído pela Lei nº 9.964/2000 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, como 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 com base em 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, descontado 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 na saúde financeira de companhias.

Palavras-chave: estrutura financeira; dívida; REFIS; recuperação fiscal

ABSTRACT

This study analyzed the impact of the 2009 Brazilian Tax Recovery Program (REFIS), established by Law No. 9,964 of 2000 and expanded by Law No. 11,941 of 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 as 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 settle outstanding tax liabilities. The simulations were developed using publicly

¹ Graduado em Ciências Econômicas pelo Insper. Brasil. E-mail: gustavobt@al.insper.edu.br.

² Doutor em Contabilidade pela Universidade de São Paulo-USP. Brasil. E-mail: alexandreg7@insper.edu.br.

available data from Fleury S.A., a company selected due to its transparency and the accessibility of its financial disclosures. The analysis combined the accounting effects with a financial evaluation based on Free Cash Flow to Equity (FCFE), discounted to its 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.

Keywords: financial structure; debt; REFIS; tax recovery

1. INTRODUÇÃO

A adesão a programas de refinanciamento fiscal, como o Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) de 2009, estabelecido pela Lei nº 9.964/2000 (BRASIL, 2000) e pela Lei nº 11.941/2009, representou uma alternativa para empresas 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 a composição do balanço patrimonial (BP) e da demonstração do resultado do exercício (DRE) das companhias nos anos subsequentes. A principal questão analisada é como essa adesão pode ter modificado 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 alinhados ao de seus passivos recentes.

O efeito do REFIS no BP das empresas que aderiram ao programa pode ser observado na reclassificação de tributos de curto para longo prazo, alterando a estrutura de passivos. Enquanto a adesão ao REFIS proporciona maior prazo de pagamento e, em alguns casos, redução de multas e juros, a decisão de financiar o passivo tributário via endividamento tradicional incorporaria esse montante como obrigação financeira, sujeita a custos e 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 sobre os demonstrativos financeiros ao longo do período analisado.

Na 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, são observados impactos relevantes em 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 – por meio de parcelamento fiscal ou financiamento bancário – afetam a estrutura financeira das empresas. Essa comparação pode fornecer elementos para compreender a lógica das decisões de financiamento adotadas em contextos de passivos tributários relevantes, cujos

efeitos tendem a se prolongar por diversos exercícios contábeis.

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 9.964/2000, e pela Lei nº 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 BP e da DRE ao longo do tempo.

Especificamente, buscou-se compreender de que forma a adesão ao REFIS modificou a estrutura de passivos da empresa, em comparação com um cenário alternativo no qual essa companhia teria captado dívida ao custo de mercado para quitar tributos. O estudo avaliou como essa escolha influenciou métricas financeiras, como a variação das despesas financeiras, do caixa, do lucro antes dos impostos e contribuição social (EBT), do lucro líquido e do fluxo de caixa para os acionistas, e se a reestruturação fiscal via REFIS representou uma estratégia vantajosa do ponto de vista contábil e financeiro ou apenas um adiamento da obrigação tributária que impactou a geração de caixa no longo prazo.

A questão central que orienta esta pesquisa é a seguinte: 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 dívida?

A partir dessa questão, o estudo buscou identificar se o REFIS representou uma estratégia vantajosa ao longo do tempo, considerando seus efeitos sobre os demonstrativos e 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.

O objetivo principal deste trabalho é analisar o impacto da adesão ao Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) de 2009 nos demonstrativos contábeis e sobre métricas financeiras. A pesquisa busca compreender como a renegociação e o parcelamento de tributos influenciaram o BP 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 tributos.

A principal contribuição deste estudo está em oferecer uma análise empírica do 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 dívida, a pesquisa buscou evidenciar as consequências dessa decisão para os demonstrativos financeiros e a geração de caixa ao longo do tempo.

Espera-se que os resultados deste estudo contribuam para uma melhor compreensão

dos efeitos do REFIS sobre o BP 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. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Marco Legal do Programa REFIS

O Programa de Recuperação Fiscal (REFIS) foi instituído no Brasil pela Lei nº 9.964/2000 para viabilizar a regularização de débitos tributários de empresas com a União. Essa legislação inaugurou um mecanismo de parcelamento de tributos federais em condições especiais, com pagamento em até 180 meses, atualização monetária pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e sem a exigência imediata de garantias adicionais. O programa surgiu como resposta a um ambiente com alta 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 ampliou as condições de adesão e os benefícios concedidos, permitindo o reparcèlement de dívidas de programas anteriores e oferecendo reduções em multas, juros e encargos legais, além de ampliar o escopo das dívidas abrangidas.

2.2. Estudos Anteriores – Finanças Corporativas

Modigliani e Miller (1958) propuseram que, em mercados perfeitos, a estrutura de capital não afeta o valor da empresa, determinado apenas pela capacidade de gerar resultados operacionais. O estudo introduziu a lógica de que decisões de financiamento não alterariam o valor da firma, na ausência de 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. 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.

Sharpe (1964) desenvolveu o modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), consolidando-o como ferramenta importante da teoria financeira. O modelo parte da premissa

de que investidores buscam maximizar retornos ajustados ao risco, considerando a relação entre o risco sistemático de um ativo (beta) e seu retorno esperado. A fórmula propõe que o custo do capital próprio (K_e) 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, sendo utilizado como taxa de desconto em modelos de fluxo de caixa descontado.

Brigham e Ehrhardt (2017) desenvolveram as definições e aplicações dos fluxos de caixa livres como instrumentos de mensuração do valor gerado por uma empresa. Os autores definiram o Fluxo de Caixa Livre para a Firma (Free Cash Flow to Firm – FCFF) como o montante disponível a credores e acionistas após os gastos operacionais, investimentos e impostos. Já o Fluxo de Caixa do Acionista (Free Cash Flow to Equity – FCFE) representa o valor destinado aos acionistas, após a dedução dos pagamentos de dívida. O estudo destacou que essas métricas são fundamentais em avaliações por fluxos descontados, sendo a escolha entre elas determinada pela estrutura de capital e pela análise pretendida. A construção desses fluxos foi indicada como necessária para estimar o valor econômico e fundamentar decisões de investimento na geração de caixa.

2.3. Estudos Anteriores – Tributos

Moraes Filho, Moura e Cunha (2020) analisaram a relação entre parcelamentos tributários e a estrutura de capital das companhias abertas no Brasil. O estudo, baseado em empresas listadas na B3 que divulgaram informações sobre parcelamentos entre 2009 e 2018, identificou relação negativa entre esses programas e o endividamento de longo prazo, indicando que as empresas os utilizam como alternativa à dívida tradicional. Embora os parcelamentos ofereçam vantagens como encargos menores, os autores alertam que sua recorrência pode incentivar o não pagamento de tributos, comprometendo a arrecadação e distorcendo o propósito das políticas de parcelamento.

Jacob (2018) analisou a influência da tributação nas decisões empresariais, com foco nos efeitos dos impostos sobre investimento, distribuição de lucros e evasão fiscal. O estudo mostrou que tributos elevados reduzem o investimento e influenciam sua alocação. Em relação à evasão e à transferência de lucros, tais práticas permanecem comuns, e sistemas tributários complexos podem tanto favorecer-las quanto inibi-las pelo risco de erros. O estudo sugere que pesquisas futuras investiguem a relação entre fiscalização tributária, estrutura de capital e alavancagem, sobretudo em mercados emergentes.

Lima, Wilbert e Serrano (2017) investigaram o parcelamento de tributos federais como

forma de financiamento indireto, comparando seu custo com a captação de crédito no mercado e avaliando o impacto na estrutura de capital. O estudo mostrou que o custo do parcelamento de tributos, indexado à Selic, é inferior ao dos empréstimos bancários, tornando-o uma alternativa financeiramente vantajosa. A análise, baseada em um estudo de caso, indicou que o parcelamento melhora indicadores financeiros e de estrutura de capital. Contudo, os autores alertam que a dependência 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 REFIS e o Capital de Giro Líquido (CDG) das companhias abertas brasileiras. Os resultados indicaram que empresas participantes do programa apresentaram situação financeira menos favorável, com mediana de CDG negativa em todos os anos analisados, enquanto as não aderentes exibiram médias positivas em parte do período. O estudo conclui que há evidências de maior necessidade de financiamento de capital de giro entre as empresas que aderiram ao REFIS.

Em Mello e Portulhak (2019), investigou-se a percepção de auditores fiscais e advogados sobre a efetividade dos programas de recuperação fiscal. Por meio de questionários 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. Os autores concluíram que a complexidade do sistema tributário brasileiro e a recorrência dos programas 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 busca expor as características dos impactos financeiros e contábeis da adesão ao REFIS sobre balanços 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, em dois cenários: 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 Vergara (2016).

Quanto aos meios, a pesquisa é bibliográfica e documental. É bibliográfica, pois se apoia em material já publicado – artigos, livros e estudos – que fornecem o fundamento teórico

sobre parcelamentos tributários, métricas contábeis e financeiras e análise de demonstrações financeiras. Esses materiais, de acesso ao público, foram fundamentais para a construção da fundamentação teórica do trabalho.

Trata-se também de uma pesquisa documental, pois foram utilizados documentos oficiais primários, 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 dados foram analisados com o objetivo de construir cenários que possibilitassem isolar os efeitos do REFIS.

Para atingir os objetivos propostos e responder à questão de pesquisa, este estudo adotou uma abordagem quantitativa baseada na análise dos dados financeiros da Fleury S.A. considerando os efeitos da adesão ao Programa de Recuperação Fiscal. O estudo buscou compreender como o REFIS impactou as demonstrações contábeis e comparar esses efeitos a um cenário alternativo em que a empresa teria captado dívida para quitar tributos. A análise foi dividida em duas etapas: uma contábil, que examina os impactos do REFIS na DRE, no BP e na Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), e outra financeira, que avalia o impacto da decisão de adesão ao REFIS no valor presente do fluxo de caixa gerado para os acionistas.

3.2. Coleta de Dados

A coleta de dados baseou-se nas demonstrações financeiras publicadas pela Fleury S.A. em seus relatórios anuais, disponíveis no site de Relações com Investidores (RI), bem como na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Foram analisados os montantes de REFIS dos balanços de 2010, para identificar sua evolução e de que maneira influenciou, isoladamente, a estrutura financeira da empresa. Além disso, foram examinadas as DREs para verificar o impacto dos pagamentos do REFIS sobre as despesas financeiras e sobre a rentabilidade da empresa. Também foram utilizadas as DFCs para avaliar os impactos sobre a geração de caixa ao longo dos anos seguintes à adesão ao programa. As Notas Explicativas foram analisadas para entender como o passivo do REFIS foi registrado.

3.3. Construção dos Cenários de Análise

A pesquisa comparou dois cenários. O primeiro, 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, nos ativos, na DRE

e no fluxo de caixa.

O segundo, denominado Cenário Alternativo, considerou a hipótese de que, ao invés do REFIS, a Fleury tivesse tomado uma dívida no mercado para quitar seus tributos 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 cenários permitiu entender as diferenças nos custos financeiros e os efeitos dessas decisões sobre as demonstrações contábeis da empresa.

3.3.1. Análise Contábil

A primeira etapa da análise consistiu na avaliação do impacto exclusivamente do REFIS e da dívida alternativa nas demonstrações financeiras. No BP, 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 caso a empresa tivesse optado pela captação de dívida.

Na DRE, compararam-se as despesas financeiras do REFIS e os juros do cenário alternativo, avaliando o impacto dessa decisão sobre o lucro operacional e o lucro líquido. A DFC foi analisada para identificar o impacto dos pagamentos do REFIS sobre o caixa e sua comparação aos pagamentos decorrentes de uma captação de dívida. Para complementar a análise contábil, foram calculados os impactos isolados do REFIS e da dívida nos juros, no EBT, no imposto de renda e na contribuição social, lucro líquido, caixa e nas linhas de endividamento e passivo tributário (REFIS), para verificar a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações em cada uma das alternativas.

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

Para medir os impactos da adesão ao REFIS na 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. O FCFE representa os recursos disponíveis para distribuição aos acionistas após os desembolsos operacionais, investimentos e obrigações financeiras com terceiros.

A construção segue a metodologia de Brigham e Ehrhardt (2017), iniciando-se pelo Lucro Operacional Líquido após os Impostos (*Net Operating Profit After Taxes* – NOPAT), que corresponde ao lucro operacional líquido após impostos. A partir do NOPAT, calcula-se o fluxo de caixa livre para a firma (FCFF), representando o montante gerado pelas atividades

operacionais e disponível para remunerar credores e 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, 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, Westerefield e Jaffe (2013)

Na prática, essa construção do FCFE 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 Partir do Caixa

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

Fonte: Ross, Westerefield 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 mede justamente o valor disponível antes da 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 no período.

3.4. Limitações e Delimitações do Estudo

Este estudo limita-se à análise da 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 sua disponibilidade de informações e

estabilidade operacional. Além disso, a Fleury foi a única empresa, dentro de seu porte, que ainda apresentava saldo de REFIS em seus demonstrativos, entre as avaliadas pelo Troféu Transparência ANEFAC 2024 – premiação que reconhece a qualidade e clareza na divulgação de informações contábeis e financeiras.

A análise foi realizada com base nas demonstrações financeiras publicadas pela companhia, a partir do final de 2010, momento em que os montantes do programa já estavam consolidados e que possibilitaria uma visão 15 anos à frente, até 2025, dos impactos em cada linha dos demonstrativos. Além disso, como as notas explicativas não informam as datas de amortização do REFIS, o valor foi distribuído em um horizonte de 180 meses.

A pesquisa restringiu-se à análise contábil e financeira do impacto do REFIS, sem considerar fatores que possam ter influenciado ativos e passivos ao longo do tempo, como variações cambiais, crises financeiras, decisões de investimento ou o resultado do próprio exercício. Além disso, no cenário alternativo, o custo da dívida foi estimado pela taxa média ponderada das captações de 2010, refletindo o custo efetivo da época, embora seja possível que condições de financiamento melhores tenham ocorrido em períodos posteriores.

Por fim, os cálculos de valor presente foram baseados em premissas financeiras no contexto de 2010, com uma taxa de desconto apropriada no período. No entanto, a realidade financeira da Fleury ao longo dos anos pode ter sido afetada por fatores não considerados. Assim, os resultados refletem um exercício analítico baseado em premissas e podem não capturar todos os aspectos que influenciaram a trajetória financeira da companhia desde sua adesão ao REFIS.

4. ANÁLISES E DISCUSSÕES

4.1. Estruturação da Pesquisa

A pesquisa foi estruturada para isolar os impactos do REFIS na estrutura financeira da Fleury S.A., comparando-os a um cenário alternativo no qual a Companhia teria captado dívida para quitar os mesmos tributos que puderam ser parcelados. Para isso, definiu-se o ano de 2010 como ponto de partida por já refletir o REFIS nos demonstrativos e permitir a avaliação dos seus efeitos no horizonte completo de parcelamento, de 180 meses, até 2025.

A análise baseou-se em um BP simplificado, que assumiu a inexistência de outras obrigações além do REFIS, com contrapartida equivalente registrada nos ativos. O parcelamento foi amortizado linearmente por 15 anos. A partir dessa configuração, as demais demonstrações financeiras foram construídas para refletir os efeitos da forma de financiamento adotada em cada cenário.

No cenário REFIS a DRE foi estruturada partindo do resultado antes do resultado financeiro líquido e tributos sobre o lucro (*Earnings Before Interest and Taxes - EBIT*), ajustado pela inclusão de uma despesa não recorrente em 2011, referente à consolidação dos débitos da NKB e da Labs Cardiolab, empresas incorporadas pela Fleury. A despesa financeira foi composta pelos juros sobre o saldo do parcelamento, sendo nulos os demais efeitos. Essa estrutura permitiu observar os impactos sobre o resultado da empresa antes dos impostos (*Earnings Before Taxes – EBT*), a base tributável, os tributos devidos e, por fim, no lucro líquido.

A Demonstração dos Fluxos de Caixa - DFC, elaborada pelo método indireto, partiu do lucro líquido e foi simplificada, com as demais atividades operacionais e de investimento zeradas, já que o objetivo foi isolar os impactos do REFIS. A amortização do principal anual do REFIS foi alocada no fluxo de financiamento, impactando o 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 equivalente, amortizada em quatro anos com parcelas anuais constantes, conforme as emissões de 2010 da Fleury. Nesse contexto, o passivo tributário foi extinto e substituído por uma obrigação de financiamento. A DRE foi ajustada para refletir as novas despesas financeiras, mantendo a mesma despesa não recorrente de 2011 que impactou o cenário REFIS. A redução do EBT impactou a base tributável e o lucro líquido. A DFC seguiu a mesma lógica do cenário REFIS, mas com maior saída de caixa nos primeiros anos devido a amortização da dívida.

Com essa estrutura, foi possível comparar os efeitos de cada alternativa sobre os indicadores contábeis como variação de caixa, lucro líquido, juros, base tributável e impostos pagos, além do impacto sobre o FCFE, isoladamente. Essa abordagem permitiu compreender as consequências contábeis e financeiras da escolha entre aderir ao parcelamento tributário ou recorrer a financiamento para quitar as 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. Essas premissas foram baseadas tanto 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 deve-se ao seu alto grau de transparência e disponibilidade de informações financeiras, incluindo dados sobre seus passivos tributários e REFIS. Além disso, a Companhia possui estrutura financeira estável,

pouco impactada por ciclos no período. A existência de registros contábeis claros, bem como operação estável, favorece a comparação entre os cenários analisados.

No Cenário REFIS, 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 pela Selic vigente em cada exercício, conforme as regras do programa, utilizando dados do Banco Central do Brasil. Para o ano de 2025, foi adotada a projeção de juros informada no Boletim Focus e em relatórios do Itaú BBA, completando o horizonte de 15 anos.

No cenário da dívida, considerou-se que a Fleury captou uma dívida ao valor do REFIS. O custo foi estimado com base na taxa média ponderada das dívidas da Companhia no ano de 2010, equivalente ao valor do CDI. A amortização do principal ocorreu de forma linear em quatro anos – compatível com o perfil de endividamento da Companhia no 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: Elaborada pelos autores.

Para fins tributários, adotou-se alíquota de 34%, correspondente à soma do IRPJ com adicional e da CSLL, conforme previsto na legislação para empresas no regime de Lucro Real.

Para se identificar o custo de capital para o acionista foi utilizada a fórmula a seguir:

Fórmula 4: Custo de Capital Para o Acionista

$$Ke (USD) = R_f + (R_p) * \beta + EMBI$$

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

Ke (USD) = Custo do capital próprio em dólares

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

R_p = Prêmio de risco do mercado acionário

β (Beta) = Sensibilidade do ativo em relação ao mercado

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

K_e (BRL) = Custo do capital próprio em reais

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

Fonte: Administração financeira (Ross, Westerfield & Jaffe, 2013)

Por fim, na análise a valor presente, foi adotada uma taxa de desconto de 14.8%, estimada pelo CAPM (Sharpe, 1964). Essa taxa foi aplicada ao FCFE para mensurar o impacto econômico do financiamento sob a ótica dos acionistas.

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

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

Fonte: elaborada pelos autores.

4.3. Análise Contábil – Cenário REFIS

A análise contábil buscou isolar os efeitos do parcelamento tributário nas demonstrações financeiras, desconsiderando o restante da estrutura financeira da Fleury S.A. Para isso, partiu-se de um modelo simplificado, no qual o passivo era composto apenas pelo montante do programa, com contrapartida caixa. A amortização foi linear por 180 meses, com juros mensais calculados pela 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
Balanco 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: Elaborada pelos autores.

Na DRE, a análise partiu do EBIT, incorporando em 2011 uma despesa não recorrente associada à consolidação dos passivos da NKB e Labs Cardiolab. A despesa financeira foi composta apenas pelos juros incidentes sobre o saldo do REFIS, desconsiderando receitas financeiras e outros efeitos operacionais. Na sequência, aplicou-se a alíquota de 34% para o IRPJ e CSLL. O resultado positivo decorre do fato da redução da base tributável, o que, para fins da análise, indica 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: Elaborada pelos autores.

Na DFC, a atividade operacional dependeu apenas do lucro líquido, enquanto a de investimento foi mantida neutra. A única movimentação relevante foi a amortização do REFIS, registrada no fluxo de financiamento. A variação acumulada do caixa refletiu exclusivamente o impacto do REFIS, resultando em um ativo circulante negativo, uma vez

que o objetivo da modelagem foi capturar variações da estrutura de financiamento, e não os valores absolutos.

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)
Varição da 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: Elaborada pelos autores.

4.4. Análise Contábil – Cenário Dívida

O cenário via endividamento foi elaborado para avaliar os efeitos contábeis da captação de dívida como alternativa ao REFIS. Assim como na análise anterior, buscou-se isolar os impactos dessa estrutura, mantendo as demais variáveis neutras e desconsiderando efeitos operacionais da companhia.

No BP, os passivos tributários foram substituídos por uma dívida de igual valor, com contrapartida em ativo circulante equivalente. A amortização da dívida ocorreu de forma linear em quatro anos.

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: Elaborada pelos autores.

Na DRE, a construção partiu do mesmo EBIT adotado no cenário anterior, com manutenção da despesa não recorrente. A despesa financeira correspondeu pelos juros da dívida, calculados pelo custo médio ponderado (Tabela 1) da empresa no período, 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: Elaborada pelos autores.

Na DFC considerou-se apenas a amortização da dívida, registrada na seção de financiamento como saída de caixa. A atividade operacional foi impactada pelo lucro líquido enquanto a de investimento foi mantida neutra, garantindo comparabilidade ao 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: Elaborada pelos autores.

4.5. Comparativo de Resultados Contábeis Entre Cenários

Concluídas as modelagens, foi possível comparar os efeitos acumulados nas demonstrações financeiras da Fleury S.A. entre 2010 e 2025.

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

Os resultados indicam que, sob a ótica contábil, o cenário de endividamento tradicional foi menos oneroso. O impacto sobre o caixa, a compressão do lucro líquido e o total de juros pagos foram menores. A amortização mais curta da dívida, embora concentrada, resultou em juros significativamente menores aos observados no cenário de parcelamento tributário, no qual os juros incidiram sobre o saldo durante 15 anos.

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

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: Elaborada pelos autores.

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

Cabe destacar que os resultados refletem exclusivamente uma análise com base em valores nominais acumulados. Embora essa abordagem permita uma leitura dos efeitos contábeis de cada estrutura de financiamento, ela desconsidera o valor temporal do dinheiro. Por isso, torna-se necessário complementar a análise com uma abordagem financeira capaz de 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. Para tanto, foi adotado o FCFE.

A construção do FCFE foi baseada na metodologia proposta por Brigham e Ehrhardt (2017). Contudo, considerando o modelo simplificado – cujo objetivo 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, 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 em cada cenário, foi aplicado o desconto ao FCFE a uma taxa de 14.8% ao ano, estimada com base no CAPM.

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 10:

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	[%]																
Impacto FCFE / NPV do Fluxo	[R\$ mm]																
Conclusões Cenário Alternativo																	
Variação do Caixa no período	[R\$ mm]		(15)	(8)	(8)	(8)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Discount Rate	[%]																
Impacto FCFE / NPV do Fluxo	[R\$ mm]																

Fonte: Elaborada pelos autores.

Por meio da análise financeira ao invés da contábil, foi possível perceber que um impacto em um horizonte mais longo, resultou em um menor impacto sobre os fluxos de caixa no curto prazo. Essa diluição permitiu que os valores, quando descontados, 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 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 milhões, em comparação com -R\$ 29 milhões no cenário 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 intensas nos primeiros quatro anos, com desembolso anual de R\$ 7.4 milhões. Já no cenário REFIS, os pagamentos foram diluídos ao longo de 180 meses, resultando em cerca de R\$ 2 milhões anuais. Ainda que os juros somados ao longo do período tenham sido maiores no caso REFIS – R\$ 25.1 milhões, frente a R\$ 5.9 milhões – 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. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo 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 para quitar seus tributos parceladamente. A partir de uma abordagem quantitativa e descritiva, fundamentada em dados contábeis e na construção de dois modelos, foi possível identificar diferenças relevantes nos resultados financeiros e contábeis de cada cenário.

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

Contudo, sob a ótica financeira, mais especificamente ao analisar o VPL do FCFE, o cenário com adesão ao REFIS revelou-se mais vantajoso. A diluição dos pagamentos no tempo reduziu o impacto nos fluxos de curto prazo, permitindo uma maior preservação de caixa nos anos iniciais – justamente os mais relevantes quando a valor presente. Como os fluxos futuros têm peso menor, 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 que complementa a análise contábil ao incorporar uma perspectiva econômica voltada à criação de valor no tempo, 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 do ponto de vista contábil, ele se mostrou superior na lógica da criação de valor para o acionista, sendo menos oneroso financeiramente para a Companhia.

As conclusões do estudo trazem implicações para a compreensão do papel dos programas de parcelamento tributário na estrutura de capital das empresas. Ainda que 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 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 centrado na Fleury S.A., cuja estrutura operacional pode não representar o conjunto das empresas brasileiras. Além disso, a simplificação adotada nos modelos visa isolar os efeitos do financiamento tributário, mas não reflete a complexidade 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 para um número maior de empresas, possibilitando a identificação de padrões nos parcelamentos tributários.

Também seria relevante investigar 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.

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

Banco Central do Brasil. (2025). *Relatório Focus: Relatório de mercado*. Recuperado em 15 de maio de 2025, de <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>

Bloomberg. (2025). *Dados financeiros da Fleury S.A. – Beta*. Bloomberg Terminal. (Acesso restrito).

Brasil. (2000). *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. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19964.htm

Brasil. (2009). *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. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/11941.htm

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory and practice* (15ª ed.). Boston, MA: Cengage Learning.

Federal Reserve Bank of St. Louis. (2025). *Market yield on U.S. Treasury securities at 10-year constant maturity*. FRED – Economic Data. Recuperado em 24 de maio de 2025, de <https://fred.stlouisfed.org/series/GS10>

Fleury S.A. (2025). *Relatórios anuais e formulários de referência*. Recuperado em 25 de maio de 2025, de <https://ri.fleury.com.br>

Ipeadata. (2025). *EMBI+ Brasil – Emerging Markets Bond Index Plus*. Recuperado em 24 de maio de 2025, de <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?module=M&serid=40940>

Itaú BBA. (2025). *Projeções econômicas – Maio 2025*. Recuperado em 15 de maio de 2025, de <https://www.itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>

Jacob, M. (2018). A note on tax research. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 29(78), 339–342. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201890280>

Lima, B. R. T. de, Wilbert, M. D., & Serrano, A. L. M. (2017). Parcelamento de tributos federais como forma de financiamento indireto. *RACE – Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 16(3), 1079–1108. Recuperado em 21 de março de 2025, de <https://periodicos.unoesc.edu.br/race/article/view/13405/pdf>

Mello, E. C. de, & Portulhak, H. (2019). Refis: Recuperação fiscal ou planejamento tributário? Um estudo com base na percepção de advogados e auditores. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 11(2), 96–113. Recuperado em 25 de maio de 2025, de <https://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/70917>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. Recuperado em 17 de novembro de 2024, de https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf

Moraes Filho, O. P. de, Moura, P. J. P. de, & Cunha, M. F. da. (2020). A relação do parcelamento tributário na estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. In *Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2020, São Paulo, Brasil. Anais*. São Paulo: FIPECAFI. Recuperado em 20 de março de 2025, de <https://congressousp.fipecafi.org/anais/20UspInternational/ArtigosDownload/2120.pdf>

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2013). *Administração financeira* (10ª ed. norte-americana, trad.). Porto Alegre: AMGH.

Segura, L. A. F., Formigoni, H., & Grecco, M. C. (2012). Um estudo sobre a relação entre adesão das companhias abertas ao Refis e o seu capital de giro líquido. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(3), 427–446. Recuperado em 10 de maio de 2025, de <https://asaa.anpcont.org.br/asaa/article/view/112>

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. Recuperado em 10 de maio de 2025, de <https://www.jstor.org/stable/2977928>

Vergara, S. C. (2016). *Projetos e relatórios de pesquisa em administração* (16ª ed.). São Paulo: Atlas.