

**O IMPACTO DAS OPERAÇÕES DE RISCO SACADO PARA AS ENTIDADES  
VAREJISTAS BRASILEIRAS PELA ANÁLISE DINÂMICA DO MODELO  
FLEURIET**

*THE IMPACT OF FORFAITING TRANSACTIONS FOR BRAZILIAN RETAIL ENTITIES  
THROUGH THE DYNAMIC ANALYSIS OF THE FLEURIET MODEL*

**ALEXANDRE WOLFENBERG SACOM**  
CENTRO UNIVERSITÁRIO FECAP

**LUCINEIDE BISPO DOS REIS LUZ**  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE - USP

**Comunicação:**

O XII SINGEP foi realizado em conjunto com a 12th Conferência Internacional do CIK (CYRUS Institute of Knowledge) e com o Casablanca Climate Leadership Forum (CCLF 2024), em formato híbrido, com sede presencial na ESCA Ecole de Management, no Marrocos.

**Agradecimento à órgão de fomento:**

Agradecimento especial a FECAP - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - que por meio do seu Programa Institucional de Iniciação Científica Pró-Ciência, permitiu desenvolver este pensamento científico, bem como a iniciar esta pesquisa como estudante do curso de graduação em Contabilidade.

## **O IMPACTO DAS OPERAÇÕES DE RISCO SACADO PARA AS ENTIDADES VAREJISTAS BRASILEIRAS PELA ANÁLISE DINÂMICA DO MODELO FLEURIET**

### **Objetivo do estudo**

O artigo evidencia as operações de Risco Sacado e impactos na situação financeira, bem como dos procedimentos de contabilização das cinco maiores entidades varejistas de capital aberto. A relevância se dá após a IN CVM 01/2016 sobre a correta contabilização dessas operações.

### **Relevância/originalidade**

Registra-se a aplicação do Modelo Fleuriet para as entidades varejistas da amostra, levando-se em conta a correta classificação contábil do produto Risco Sacado como passivo financeiro, mostra-se eficaz na avaliação da situação financeira, refletindo um alerta para as partes interessadas.

### **Metodologia/abordagem**

Visa ajudar as entidades a reestruturar suas contas patrimoniais através da gestão do capital de giro via o tal modelo, separa o ciclo operacional do financeiro. Analisar as Demonstrações Financeiras das cinco maiores varejistas brasileiras de capital aberto de 2019 a 2023.

### **Principais resultados**

As cinco maiores varejistas de capital aberto utilizam o Risco Sacado. A aplicação do Modelo Fleuriet revelou que, em 18 dos 25 Balanços Dinâmicos analisados ao longo de cinco anos, a situação financeira foi classificada entre insatisfatória e péssima.

### **Contribuições teóricas/metodológicas**

Registra-se aqui que a aplicação do Modelo Fleuriet para as entidades varejistas da amostra, levando-se em conta a correta classificação contábil do produto Risco Sacado como passivo financeiro, mostra-se eficaz na avaliação da situação financeira.

### **Contribuições sociais/para a gestão**

Registra-se também que a aplicação do Modelo Fleuriet para as entidades varejistas da amostra, reflete um alerta para as partes interessadas, bem como o público estratégico, decorrente dos resultados obtidos pela aplicação de tal Modelo.

**Palavras-chave:** Risco Sacado, Situação Financeira, Liquidez, Modelo Fleuriet

## *THE IMPACT OF FORFAITING TRANSACTIONS FOR BRAZILIAN RETAIL ENTITIES THROUGH THE DYNAMIC ANALYSIS OF THE FLEURIET MODEL*

### **Study purpose**

The article highlights the operations of Forfaiting and its impact on the financial situation, as well as the accounting procedures of the five largest publicly traded retail entities. The relevance occurs after CVM Ruling 01/2016 on the correct accounting of these operations.

### **Relevance / originality**

Applying Fleuriet Model for the retail industry, by the correct accounting process to classification Forfaiting Transaction as a financial liability, proving to be effective in assessing the financial situation, reflecting a warning to interested parties.

### **Methodology / approach**

It helps entities restructure their balance sheets through working capital management by this model, which separates the operational cycle from the financial cycle. Analyze the Financial Statements of the five largest publicly traded Brazilian retailers from 2019 to 2023.

### **Main results**

The five largest publicly traded retailers use Forfaiting Transaction. The application of the Fleuriet Model revealed that, in 18 of the 25 Dynamic Balance Sheets analyzed over five years, the financial situation was classified as “unsatisfactory” as well as “terrible”.

### **Theoretical / methodological contributions**

It is noticeable that the application of the Fleuriet Model to the retail entities in the sample, taking into the correct accounting classification of the Forfaiting Transactions as a financial liability, proves to be effective in assessing the financial situation.

### **Social / management contributions**

It is also noticeable that the application of the Fleuriet Model to the retail entities in the sample reflects a warning to interested parties, as well as the strategic public, resulting from the results obtained by applying such Model.

**Keywords:** Forfaiting, Working Capital, Liquidity, Fleuriet Model

## **O IMPACTO DAS OPERAÇÕES DE RISCO SACADO PARA AS ENTIDADES VAREJISTAS BRASILEIRAS PELA ANÁLISE DINÂMICA DO MODELO FLEURIET**

### **1 Introdução**

O presente artigo científico procura evidenciar as operações de Risco Sacado e seus impactos nos procedimentos de contabilização, tais operações recentemente tiveram seu uso intensificado pelas diversas entidades de capital aberto, tanto para gestão do caixa, quanto da liquidez. O tema se tornou relevante após sucessivas emissões de instruções normativas por parte da Comissão de Valores Mobiliários que no ano 2016 divulgou seu posicionamento acerca da correta contabilização dessas operações apoiados nos pronunciamentos do International Accounting Standards Board (IASB) e do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC).

O ápice desse tema se deu no ano de 2023 com a celeuma Americanas, quando os olhos do mercado voltaram-se para o uso correto das operações de Risco Sacado. Adicionalmente, o Modelo Fleuriet foi introduzido à pesquisa com o objetivo de analisar a situação financeira das entidades varejistas pelo uso do Risco Sacado no quinquênio 2019-2023. Percebe-se que todas as entidades analisadas fizeram uso de tais operações, contudo não sendo a maior fonte de financiamento de seus respectivos capital de giro, observa-se ainda em todas elas um uso cada vez menor deste produto financeiro. Das cinco entidades analisadas três delas consideram, em suas Demonstrações Financeiras, o Risco Sacado como Passivo Operacional. Já a situação financeira dessas varejistas derivada da aplicação do Modelo apresenta uma incidência maior de resultados insatisfatórios e péssimos para o quinquênio analisado.

A operação estruturada de Risco Sacado é um instrumento financeiro de gerenciamento de fluxo de caixa que tem como objetivo a mitigação do risco de crédito, bem como melhoria do custo financeiro tanto para as entidades varejistas quanto para seus fornecedores. Com o aumento do uso dessas transações, o Risco Sacado tem chamado a atenção dos diversos reguladores junto às entidades de capital aberto, onde o IASB, CPC e em especial a Comissão de Valores Mobiliários, através de seus normativos, tentam disciplinar a evidenciação e divulgação do uso das operações dessa natureza.

Os reguladores estimulam as entidades a buscar o reconhecimento contábil das operações de Risco Sacado como sendo uma transação de financiamento, entretanto as entidades envolvidas com tais operações nem sempre retratam tal produto como um passivo oneroso. Apura-se o posicionamento das cinco maiores entidades varejistas de capital aberto acerca da correta contabilização dessas operações e se essas apresentam as condições exigidas pelos pronunciamentos do International Accounting Standards Board (IASB) e do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). Verifica-se, então, se tais operações foram classificadas indevidamente como passivo operacional, se estariam ou não contabilizadas a crédito de fornecedores ou ainda a crédito de contas a pagar.

Procura-se então analisar, entre os anos de 2019 a 2023, os efeitos dessas transações e os seus reconhecimentos, bem como seus reflexos na identificação do tipo de estrutura segundo a Análise Dinâmica do Modelo Fleuriet. Relata-se a situação financeira por meio das variáveis de liquidez expressa em tal modelo, a Necessidade de Capital de Giro (NCG), o Capital de Giro (CDG) e o Saldo de Tesouraria (ST). Apura-se na amostra qual o verdadeiro posicionamento nas situações proposta pelo modelo – excelente, sólida, insatisfatória, péssima, muito ruim e alto risco – as quais as entidades varejistas estão vinculadas e retratadas pelo uso do produto Risco Sacado.

Para compor a amostra foram selecionadas as cinco maiores entidades de varejo com atuação no mercado de capitais brasileiro tendo suas ações negociadas em bolsa de valores (B3) com as maiores receitas operacionais líquidas obtidas ao longo do ano de 2023 e, através de seus Balanços Patrimoniais, buscar a identificação da Necessidade de Capital de Giro (NCG), o Capital de Giro (CDG) e o Saldo de Tesouraria (ST) prescritas no Modelo Fleuriet.

A pesquisa deste artigo científico se utilizou de um método analítico para identificar nas Demonstrações Financeiras as operações de Risco Sacado e classificá-las adequadamente aos critérios do Modelo respondendo a seguinte pergunta: Quais são os resultados obtidos a partir da análise das Demonstrações Financeiras das entidades varejistas brasileiras, considerando suas operações de Risco Sacado como Passivo Financeiro, segundo o Modelo Fleuriet?

Muito embora a Comissão de Valores Mobiliários indique, em seu Ofício-Circular 01/2016, que devem ser as operações de Risco Sacado contabilizadas como passivo oneroso, percebe-se que as entidades da amostra consideram o produto como uma modalidade de antecipação de recebíveis nas relações comerciais derivada exclusivamente do ciclo operacional entre a varejista e seu fornecedor, o que indicaria uma potencial contabilização como um passivo operacional.

O fato de não existir um recolhimento compulsório de imposto sobre operações financeiras à União, bem como a busca, por parte dos administradores das entidades, em não quebrar os *covenants* financeiros nos mais variados contratos de financiamento ou empréstimos, podem indicar interpretações difusas em como deveria se contabilizar tais operações, ficando com isso modulações na interpretação de como fazer prevalecer a essência econômica sobre a forma jurídica das operações de Risco Sacado.

Nesse contexto, a utilização do instrumento de Risco Sacado possibilitaria variantes no entendimento sobre a natureza da operação e por consequência direta na forma de se contabilizar essa transação.

Com isso, diagnosticou-se a necessidade de se determinar, de forma científica, o real impacto dessa operação. Ademais, objetivou-se encontrar nas Demonstrações Financeiras, após a reorganização das mesmas, a verdadeira situação da liquidez nas entidades usando o Modelo Fleuriet. Buscou-se analisar os impactos das operações de Risco Sacado na identificação do tipo de estrutura e situação financeira das cinco maiores entidades varejistas brasileiras, segundo a Análise Dinâmica do Modelo Fleuriet no período de 2019 a 2023.

Buscou-se também, mais precisamente, detectar e identificar para as entidades da amostra (i) como interpretam e contabilizam suas operações de Risco Sacado; (ii) como estimam os efeitos das operações de Risco Sacado em seus Balanços Patrimoniais; (iii) quais os tipos de estruturas apresentam, pelo Modelo Fleuriet, após a identificação das operações de Risco Sacado; e (iv) relatar a situação financeira dessas entidades varejistas através dos indicadores Necessidade de Capital de Giro (NCG), o Capital de Giro (CDG) e o Saldo de Tesouraria (ST) do referido Modelo.

As entidades varejistas da amostra foram extraídas dos repositórios da B3, especificamente do cadastro das entidades, conceituou-se aqui neste artigo as entidades varejistas cuja classificação do setor de atividade indicava, pelo menos, a expressão Comércio-Varejo. As entidades selecionadas participam dos setores de Consumo Cíclico, Consumo Não-Cíclico e Saúde, bem como dos segmentos de Eletrodomésticos, Tecidos, Vestuário e Calçados, Alimentos, Medicamentos e Produtos Diversos.

A B3 é uma entidade de capital aberto que fornece infraestrutura para o mercado financeiro e de capitais, atua como um ambiente de bolsa e de balcão, sua atividade econômica principal é Bolsa de Mercadorias e Futuros. Promovendo pregões eletrônicos, a B3 cria um ambiente de negócios confiável e dinâmico para que as diversas entidades do mercado de capital possam ter seus títulos de valores mobiliários negociados de forma segura, com isso constitui-se a B3 um repositório de informações de mercado de forma ampla e geral. Abaixo na tabela 1 encontram-se as cinco entidades varejistas com as maiores receitas operacionais líquidas representando 68% do volume total:

Tabela 1 - Maiores Receitas Operacionais Líquidas em 2023

Classificação	Nome	R\$ mil	% Acumulado
1	ATACADÃO S.A.	109.859.000	27%
2	SENDAS DISTRIBUIDORA S.A.	66.503.000	16%
3	MAGAZINE LUIZA S.A.	36.768.149	9%
4	RAIA DROGASIL S.A.	33.973.790	8%
5	GRUPO CASAS BAHIA S.A.	28.847.000	7%
6 a 23	OUTROS	130.190.471	32%

fonte: B3 (2024)

## 2 Referencial Teórico

O produto Risco Sacado, como explicado por Beyer e Herzog (2021), funciona como a estrutura de um *Reverse Factoring* centrado no Contas à Pagar do comprador e não no Contas à Receber do fornecedor, atuando, então, como um pré-financiamento dos recebíveis dos fornecedores, contudo, nas condições de risco de crédito do comprador. Tal estruturação exige que o comprador tenha uma melhor classificação de crédito e, portanto, conseguindo para a operação financeira taxas de juros mais baixas que a do fornecedor frente aos financiadores.

Segundo Marchi, Zanoni e Jaber (2020) o produto Risco Sacado é uma técnica inovadora no financiamento da cadeia de suprimentos, onde o comprador coordena decisões operacionais e financeiras com seus múltiplos fornecedores através do estabelecimento de um

acordo de financiamento estruturado funcionando como um *Reverse Factoring*. O comprador contrai empréstimos junto às instituições financeiras para gerir seu Contas à Pagar, buscando com isso o menor custo de capital possível.

Para Klapper (2005) o Risco Sacado é uma solução que pode mitigar o problema da assimetria informacional das entidades que tomam empréstimos junto aos provedores de crédito, sendo uma modalidade de *factoring* às avessas e concentrada efetivamente na cadeia de suprimentos. Contudo, a relação deve-se iniciar com a entidade compradora, esta negocia com uma instituição financeira para antecipar o pagamento das faturas de seus fornecedores. O Risco Sacado permite que as entidades façam *factoring* sem recurso monetário, o que propicia aos fornecedores transferir seu risco de crédito e contrair soluções de capital com base no risco de crédito de seus compradores.

A operação de Risco Sacado representa, em seu fundamento, um financiamento do comprador via suas atividades operacionais perante uma instituição financeira. Consiste basicamente em uma cessão de crédito de uma carteira de recebíveis à uma instituição financeira, sem coobrigação, tampouco direito de regresso, ficando o comprador obrigado agora a quitar seus títulos junto à instituição financeira. O objetivo maior é redução do risco de crédito, bem como do custo de capital, tanto para os compradores quanto para os fornecedores (RIBEIRO 2018).

### 3 Metodologia

Originado de uma base metodológica mais dinâmica, o Modelo Fleuriet possibilita um melhor desempenho e dinamismo em suas análises para o tema liquidez e situação financeira. A proposta aqui tem por finalidade objetar às entidades, mediante gestão do capital de giro, a reorganização e reestruturação de suas contas patrimoniais. A ideia principal do Modelo é interpor e separar o ciclo operacional do financeiro produzindo, desse modo, um novo balanço patrimonial, um Balanço Dinâmico.

Com isso, a proposição por meio do tratamento do uso de dados e informações das extraídos das Demonstrações Financeiras das cinco maiores entidades varejistas brasileiras de capital aberto dos anos de 2019 a 2023, é a investigação da real situação financeira implícita. Partindo-se da ideia principal do Modelo, os ativos e passivos são reclassificados, bem como as operações de Risco Sacado são destacadas, trazendo uma revisão dos elementos patrimoniais padronizados com intuito de mitigar a visão convencional da realidade empresarial eventualmente preestabelecida. Isto permite propiciar uma melhor percepção da conjuntura econômico-financeira a qual tais entidades estão inseridas, bem como propiciar a elas traçar estratégias para o equilíbrio dos seus fluxos monetários.

Para a aplicação do Modelo é preciso percorrer três etapas distintas: 1<sup>a</sup> - conceituar e classificar seus componentes, determinados por elementos de curto e longo prazo ligados ao Ciclo Operacional, bem como identificar os componentes do Ciclo Financeiro; 2<sup>a</sup> - calcular os três indicadores-base, sendo a NCG – Necessidade de Capital de Giro, o CDG – Capital de

Giro, e também o T – Saldo de Tesouraria; e 3<sup>a</sup> - categorizar as entidades por Tipos de Balanço.

1<sup>a</sup> Etapa - Como dito, primordial ao Modelo é a reclassificação do Balanço Patrimonial. Há a exigência de segregação de algumas contas tanto no Ativo Circulante como no Passivo Circulante em: (i) Operacionais ou Cíclicas; e (ii) Financeiras ou Erráticas. É exigida também a criação de um grupo de contas Não-Cíclicas. Este grupo é representado pelas contas do Ativo Não-Circulante, Passivo Não-Circulante e Patrimônio Líquido.

Com isso, representam-se no Balanço Dinâmico alguns grupos de contas, sendo um primeiro grupo o Ativo Operacional, referente aos processos exclusivamente funcional e produtivo, processos fundamentais da entidade associados diretamente ao negócio de curto prazo e, o seu contraponto, qual seja, um grupo subsidiariamente sustentando a atividade operacional, atuando como um passivo de funcionamento, ou um passivo não-oneroso, chamado Passivo Operacional. Tais grupos podem ser traduzidos como representativos das entradas e saídas monetárias referentes, exclusivamente, às operações da entidade.

Outros dois grupos referenciados no Balanço Dinâmico referem-se às Contas Financeiras, essas erráticas e representando valores monetários que não estão ligados às atividades operacionais da entidade e sim ao encargo ou utilidade monetária dos recursos aplicados. Representam disponibilidades e compromissos financeiros, essencialmente de curto prazo. Tais recursos são provenientes do capital da própria entidade ou derivado de eventos financeiros externos a ela, podendo ser empréstimos ou financiamentos. Sendo então um grupo modelado como Ativo Financeiro, este representado pela disponibilidade financeira pecuniária e outro grupo como Passivo Financeiro, representado pelos compromissos monetários.

Já o grupo de contas Não-Cíclicas é formado por valores representativos de direitos e obrigações de caráter permanente ou duradouro, composto por contas ativas e passivas não circulantes acrescido do patrimônio líquido. Tais rubricas contábeis não possuem um fluxo de conversão de capital ágil ou célere e excepcionalmente serão comutadas em disponibilidade monetária no curto prazo. Esses grupos, Ativo e Passivo Não Circulante, por serem de longo prazo possuem um caráter mais estratégico.

2<sup>a</sup> Etapa - Em relação aos três indicadores-base, o Modelo os conceitua como:

(i) NCG – Necessidade de Capital de Giro – form. (1) – podendo também ser encontrado na literatura como IOG – Investimento Operacional em Giro. Representa uma aplicação permanente de recursos na atividade operacional, decorre das saídas de caixa antecipadamente às entradas de caixa, referentes aos processos exclusivamente funcional e produtivo da entidade. Com isso, há uma necessidade de se cobrir este descaixe apresentado no fluxo de caixa de forma contínua e perene. Caso haja saídas de caixa posteriores às entradas evidencia-se uma fonte de recursos em valores monetários para a entidade.

A NCG é primariamente derivada da seguinte fórmula:

$$\text{NCG} = \text{AO} - \text{PO} \quad (1)$$

Onde: AO é o Ativo Operacional; e PO é o Passivo Operacional.

(ii) CDG – Capital de Giro – form. (2) – podendo também ser encontrado na literatura como CCL – Capital Circulante Líquido, caracterizado pelos autores Fleuriet, Kehdy e Blanc (1978) como sendo um “conceito econômico-financeiro” e “uma fonte permanente de fundos para a entidade com o propósito de financiar sua Necessidade de Capital de Giro”. Refere-se então ao capital de giro líquido, montante este que é necessário para financiar e custear a entidade permitindo que ela continue operacional. De forma direta o CDG é impactado pelos volumes e custos das vendas, pagamento de compras e respectivos gastos, bem como pelo prazo médio de estocagem. Os valores monetários permanentes contribuem também efetivamente para financiar a CDG.

O CDG é primariamente derivado da seguinte fórmula:

$$\text{CDG} = (\text{AO} + \text{AF}) - (\text{PO} + \text{PF}) \quad (2)$$

Onde: AO é o Ativo Operacional; AF é o Ativo Financeiro; PO é o Passivo Operacional; e PF é o Passivo Financeiro.

(iii) T (ou ST) – Saldo de Tesouraria – form. (3) – decorre da efetiva gestão do CDG, bem como da NCG. Funciona como um termômetro, um indicador das eventuais ameaças provocadas pelo desarranjo ou não-alinhamento entre ativos e passivos, operacionais e financeiros. Segundo BRAGA e MARQUES (1995) o saldo de tesouraria “pode sinalizar o grau de adequação da política financeira empregada pela administração” da entidade.

O T é primariamente derivado da seguinte fórmula:

$$\text{T} = \text{CDG} - \text{NCG} \quad (3)$$

Onde: CDG é o Capital de Giro; e NCG é a Necessidade de Capital de Giro.

Importante observar que a gestão do Saldo de Tesouraria, quer seja pela gestão do Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro, bem como pelos Ativos e Passivos Financeiros, pode gerar um resultado, decorrente dos tais indicadores-base, chamado efeito tesoura, que consiste no desequilíbrio do fluxo de caixa das entidades. Em síntese, deriva do aumento do seu desempenho funcional e produtivo sem uma adequação eficaz da política financeira, promovendo e fomentando um custoso grau de alavancagem operacional.

Na prática, refere-se a uma alta dependência e grande subordinação de recursos monetários, quer seja por via própria ou de terceiros. O alerta se dá quando o saldo em tesouraria se evidencia constantemente negativo e crescente frente a um crescimento reduzido, porém contínuo, da Necessidade de Capital de Giro, refletindo então em uma deterioração e declínio financeiro do negócio da entidade.

3ª Etapa - Em relação à classificação das entidades pelos tipos de balanço foram definidos seis classes que agrupam os indicadores-base a seguinte maneira:

Tipo 1: se CDG positivo; NCG negativo; e T positivo. As entidades categorizadas neste tipo de estrutura apresentam uma excelente situação financeira, sem necessidade de investimentos em sua operação, pois elas conseguem dar continuidade na execução de suas atividades de maneira funcional e produtiva – autofinanciamento.

Tipo 2: se CDG positivo; NCG positivo; e T positivo. As entidades categorizadas neste tipo de estrutura apresentam uma sólida situação financeira. Contudo, requerem alguma necessidade de investimento em giro na sua operação e com o saldo em tesouraria positivo as entidades conseguem lidar com os aumentos temporários e eventuais dessa necessidade.

Tipo 3: se CDG positivo; NCG positivo; e T negativo. As entidades categorizadas neste tipo de estrutura apresentam uma situação financeira insatisfatória, aqui se observa uma necessidade de financiamento de forma contínua para o seu ciclo operacional, o que, no longo prazo, pode configurar um endividamento extremo, tais entidades “lutam por sua sobrevivência”.

Tipo 4: se CDG negativo; NCG positivo; e T negativo. As entidades categorizadas neste tipo de estrutura apresentam uma situação financeira péssima, aqui se revela ausência de fontes de financiamento de longo prazo, não há disponibilidade financeira para se investir em giro, isto sobrecarrega suas fontes onerosas de curto prazo.

Tipo 5: se CDG negativo; NCG negativo; e T negativo. As entidades categorizadas neste tipo de estrutura possuem uma situação financeira muito ruim, embora a necessidade de capital de giro não seja uma percepção inicial, não há fontes de recursos nas entidades derivadas do autofinanciamento tampouco disponibilidades em tesouraria.

Tipo 6: se CDG negativo; NCG negativo; e T positivo. As entidades categorizadas neste tipo de estrutura possuem uma situação financeira de alto risco, muito embora possuam um saldo em tesouraria permitindo a execução de suas atividades no curto prazo, suas operações não geram capital suficiente para a continuidade da entidade no longo prazo.

O Modelo Fleuriet originalmente concebeu a categorização dos tipos de estrutura em seis classes, contudo BRAGA e MARQUES (1995) ampliaram o uso de forma mais efetiva como demonstra o quadro 1.

**Quadro 1 - Tipo de Estrutura e Situação Financeira**

Tipo	CDG	NCG	T	Situação
1	positivo	negativo	positivo	excelente
2	positivo	positivo	positivo	sólida
3	positivo	positivo	negativo	insatisfatória
4	negativo	positivo	negativo	péssima
5	negativo	negativo	negativo	muito ruim
6	negativo	negativo	positivo	alto risco

Fonte: Braga e Marques (1995)

#### **4 Análise dos resultados e Discussões**

Devido a estruturação do produto Risco Sacado e sua aplicação pelas citadas entidades varejistas não restou dúvida de que se trata de um produto financeiro para auxiliar no financiamento das atividades operacionais via a constituição de uma dívida junto a uma instituição financeira. Todas as cinco maiores entidades varejistas brasileiras de capital aberto utilizam o produto Risco Sacado em suas operações, contudo este produto não é o maior financiador de suas atividades.

#### **4.1 Atacadão S.A.**

O Modelo Fleuriet preconiza que entidades com balanços tipo 3 apresentam insolvência em nível elevado, já o tipo 4 registra que as vendas, quer seja aumento quer seja diminuição, impactam sobremaneira a necessidade de capital de giro, é o caso aqui para os balanços encontrados na entidade Atacadão S.A.

Em todo o período analisado o indicador NCG – Necessidade de Capital de Giro é positivo, representando, conforme o Modelo Fleuriet, saídas de caixa acontecendo antecipadamente às entradas de caixa. Não há potenciais fontes de recursos – capital – ligadas às operações da entidade, sendo necessário encontrar fundos alternativos para o financiamento de suas atividades operacionais.

Já o indicador CDG – Capital de Giro entre 2019 e 2021 foi positivo, contudo em 2022 e 2023 mostrou-se negativo o que evidencia uma deterioração da situação financeira. Quando isto ocorre sistematicamente por um longo período há o comprometimento do financiamento das atividades da entidade, sinalizando a necessidade que esta terá em financiar suas atividades operacionais, quer seja pela via de capital próprio ou de terceiros.

Resta evidente o chamado efeito tesoura, que consiste no desequilíbrio do fluxo de caixa do grupo Atacadão S.A. Isto provoca um desarranjo ou não-alinhamento entre ativos e passivos – operacionais e financeiros – sendo refletido no Saldo de Tesouraria. Este indicador se apresenta em todo o período analisado como negativo, e como reflexo o CDG é insuficiente para atender, ou financiar, a NCG.

Já a utilização do produto Risco Sacado como um instrumento financeiro de gerenciamento de fluxo de caixa mostra-se em queda. Quando analisado no início do período em 2019 até o final de 2023 o volume de tais operações em relação ao passivo financeiro total decresceu, de 29% para 13%.

Em relação às operações de Risco Sacado o Atacadão S.A. reportou, em suas Demonstrações Financeiras, que disponibiliza aos seus fornecedores um convênio, frente às instituições financeiras, para antecipar os seus fluxos de recebimentos de maneira definitiva, ou seja, sem direito de regresso. Relata que tais antecipações não alteram as características das transações, mantendo as mesmas condições comerciais, tais como: natureza, prazos e montantes.

Relata ainda que o passivo é registrado em rubrica de natureza similar a rubrica fornecedor e que estaria sendo avaliado os impactos das alterações necessárias sobre as novas exigências de divulgação do tema. Com isso, as transações Risco Sacado, do ponto de vista da entidade, se caracterizariam como um passivo operacional.

#### **4.2 Sendas Distribuidora S.A.**

A situação apresentada no quinquênio é de alto risco, Balanço Dinâmico tipo 6, a quebra desta tendência se dá pontualmente no ano de 2021, onde apresenta um Balanço Dinâmico tipo 1 com situação excelente. Observa-se em Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras da entidade em questão, que neste ano específico, há a consolidação dos resultados da aquisição da entidade Extra Hiper: “O ano de 2021 foi histórico ainda pois, em outubro, anunciamos a transação que envolve a conversão de 70 lojas do Extra Hiper em Assaí”.

Sendo o indicador CDG – Capital de Giro negativo para o período – exceto 2021 – evidencia-se uma deterioração da situação financeira, comprometendo o financiamento do ciclo produtivo da entidade, sinalizando a necessidade de financiar suas atividades operacionais, quer seja pela via de capital próprio ou de terceiros. Contudo, o fato do indicador NCG – Necessidade de Capital de Giro ser negativo, representando, conforme o Modelo Fleuriet, entradas de caixa acontecendo antecipadamente às saídas de caixa possibilita, eventualmente, um arrefecimento na deterioração do caixa.

Em contrapartida ao CDG, o indicador Saldo de Tesouraria para o período analisado se apresenta, no geral, positivo para o período, exceção feita em 2022. Isso traz uma perspectiva de fontes de recursos disponíveis dentro da própria entidade. Os capitais financeiros podem ser investidos no financiamento de suas atividades operacionais, bem como direcionadas ao Mercado Financeiro, a depender da estratégia da entidade para tais recursos.

O fato de Saldo de Tesouraria mostrar-se positivo evidencia uma subutilização dos recursos de capitais, há uma oportunidade de investimento financeiro frustrada pela entidade e, como prega o Modelo, existe uma engorda de caixa. Contudo, tal engorda é derivada de uma eventual falta de estratégia dos investimentos financeiros, pois no período analisado 37%, em média, do Ativo Financeiro encontra-se contabilizado em Caixa e Equivalente de Caixa, maior percentual entre as cinco maiores entidades do *ranking*.

Quanto à utilização do produto Risco Sacado como um instrumento financeiro de gerenciamento de fluxo de caixa por parte da entidade Sendas, verifica-se uma tendência de crescimento, tendo seu pico no ano de 2022, sendo 69% do passivo financeiro. Quando analisado no início do período em 2020 até o final de 2023 o volume de tais operações em relação ao Passivo Financeiro Total cresceu, de 12% em 2020 para 47% em 2023.

A Sendas Distribuidora reportou, em suas Demonstrações Financeiras, que disponibiliza aos seus fornecedores operações de Risco Sacado. O objetivo é fornecer liquidez antecipada aos fornecedores, sendo de critério exclusivo desses aderirem ao convênio junto à instituição financeira. A entidade alega que paga o novo credor nas mesmas condições contratuais acordadas originalmente com seus fornecedores, contudo recebe uma comissão por esta intermediação, esta contabilizada como receita financeira. Alega ainda que tais operações não resultam em despesa alguma para a entidade.

Relata que tais passivos não estão considerados em sua dívida líquida e que observou as orientações da Comissão de Valores Mobiliários sobre o tema, concluiu que dados os aspectos qualitativos dessas operações não há impactos relevantes em sua operação. Com isso, as transações de Risco Sacado, do ponto de vista da entidade, se caracterizariam como um passivo operacional.

### **4.3 Magazine Luiza S.A.**

O indicador CDG – Capital de Giro entre 2019 e 2023 foi positivo, o que representa uma adequada performance para este indicador, ficando evidenciado que existe a possibilidade de se cobrir riscos inerentes de sua operação, bem como o risco típico do negócio de varejo. Pode, ainda, financiar a sua Necessidade de Capital de Giro, tendo a possibilidade de efetivar seus investimentos em giro por meio de um financiamento.

Apesar da entidade ter um perfil peculiar sobre o fluxo de caixa de entrada de recursos superando o fluxo de caixa de saída, o fato do indicador NCG – Necessidade de Capital de Giro se apresentar positivo em todo período analisado, representa, conforme o Modelo Fleuriet, uma necessidade de aplicação permanente de recursos financeiros. Tais indicadores apresentam uma ligeira queda, contudo ainda se mostram positivos.

O indicador CDG no final do período se apresenta, ainda que positivo, no menor patamar da série sinalizando uma tendência contínua de queda a partir de 2021. Já o indicador NCG mostra que saídas de caixa ocorrem antecipadamente às entradas. Mesmo no início do período analisado, onde o indicador se encontrava em seu melhor nível dessa série, este se apresenta de forma desfavorável no quinquênio.

Ao analisar o resultado do indicador Saldo de Tesouraria para o período analisado vemos que este corrobora a aplicação permanente de recursos financeiros, pois a partir de 2021 o indicador mostrou-se negativo, significando que, potencialmente, os recursos em tesouraria, de curto prazo, podem estar financiando as atividades operacionais e principalmente financiando a necessidade de capital de giro.

É a partir, então, do ano 2021 que o efeito tesoura se potencializa, evidenciando uma estrutura financeira e de capitais inadequada, corroborando, então, para consolidar e intensificar a situação financeira como insatisfatória.

Sobre as operações de Risco Sacado vemos um alto uso do produto ao longo do quinquênio analisado, contudo sua utilização em relação ao passivo financeiro vem caindo, de 51% em 2019 para 25% em 2023.

A Magazine Luiza, em suas Demonstrações Financeiras, relata que na busca por melhores práticas de governança e transparência atendeu as sugestões emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários em seus normativos – Ofício-Circular – apresentando, então, de forma segregada suas transações com fornecedores decorrentes das operações de Risco Sacado.

Afirma que a natureza destes convênios com bancos parceiros é, em essência, uma transação mercantil. Relata ainda que tais antecipações aos fornecedores não alteram as características originais das transações, mantendo as mesmas condições de pagamento. Fica evidenciado em seus relatórios contábeis que as transações de Risco Sacado, do ponto de vista da entidade, se caracterizariam como um passivo financeiro apesar da alegada essência mercantil.

#### **4.4 Raia Drogasil S.A.**

Em todo o período analisado o indicador NCG – Necessidade de Capital de Giro é positivo. Saídas de caixa acontecendo antecipadamente às entradas de caixa é a principal característica desse balanço, admitindo-se aqui que não há potencial fontes de fundos – capital ou financeiro – ligadas às operações da entidade, sendo necessário encontrar alternativas para financiamento de suas atividades operacionais.

Já o indicador CDG – Capital de Giro para o mesmo período foi positivo, o que evidencia uma fonte de fundos e recursos de capital permanente. Esta fonte, em regra, é utilizada para financiar as necessidades de capital de giro da entidade.

Resta claramente evidenciado o efeito tesoura, que consiste no desequilíbrio do fluxo de caixa do grupo Raia Drogasil S.A. Isto provoca um desarranjo ou não-alinhamento entre ativos e passivos – operacionais e financeiros.

A situação financeira insatisfatória se apresenta em todo o período analisado, tal situação é evidenciada também pelo indicador Saldo de Tesouraria, que se apresenta em todo o período analisado como negativo tendo como reflexo um CDG insuficiente para atender, ou financiar, a NCG. Como resultado não se verifica o autofinanciamento, obrigando a entidade a recorrer a fundos externos, quer seja pela via de capital próprio ou de terceiros.

Em relação às operações de Risco Sacado vemos, no geral, baixo uso do produto ao longo do período analisado, sua utilização vem caindo sistematicamente, sua participação em relação ao passivo financeiro foi em média de apenas 3,3% entre 2020 e 2023, exceção feita à 2019 com 48,2%.

A Raia Drogasil, em suas Demonstrações Financeiras, relata que considerou as orientações divulgadas pela CVM em seus normativos – Ofício-Circular – concluindo que não haveria impactos relevantes nas suas operações de Risco Sacado, pois manteria a essência econômica das transações junto aos fornecedores preservando as características originais de suas obrigações contratuais.

Relata ainda que alguns de seus fornecedores cedem seu direito de recebimento para uma instituição financeira conveniada, permitindo com isso a antecipação de seus fluxos de caixa via operação de Risco Sacado, sendo tal instituição a nova credora. A entidade por sua vez efetua a liquidação dos recebíveis na mesma data originalmente acordada com os fornecedores, contudo recebendo comissões da instituição.

Fica evidenciado em seus relatórios contábeis que as transações de Risco Sacado, do ponto de vista da entidade, se caracterizariam como um passivo operacional apesar das orientações divulgadas pela CVM.

#### **4.5 Grupo Casas Bahia S.A.**

Como visto em todo o período analisado, o indicador NCG – Necessidade de Capital de Giro mostra-se positivo. Isso quer dizer que as entradas de caixa apenas se efetivam após as saídas. Não se identifica fontes de fundos de capital para financiar as atividades operacionais da entidade.

O indicador CDG – Capital de Giro para o mesmo período foi negativo – a exceção do ano de 2020 – o que evidencia ausência de fontes de recursos de capital permanente, fontes estas que deveriam ser utilizadas para financiar as necessidades de capital de giro da entidade e, ausentes, alertam para recursos insuficientes para extinguir, pagar ou solver seus compromissos e acordos financeiros.

A situação financeira péssima e insatisfatória é refletida também no indicador Saldo de Tesouraria, este apresentando-se em todo o período analisado como negativo tendo como reflexo um CDG insuficiente para fazer frente a NCG, obrigando a entidade a recorrer a fundos externos, quer seja pela via de capital próprio ou de terceiros.

Em relação às operações de Risco Sacado vemos um baixo uso do produto ao longo do período analisado, contudo sua utilização vem aumentando ligeiramente, de 9% em 2019 para 17% em 2023 em relação ao passivo financeiro.

O Grupo Casas Bahia, em suas Demonstrações Financeiras, relata que as operações de Risco Sacado são formadas por transações mercantis correntes, sendo que tais operações firmadas atenderiam interesses mútuos decorrentes de “variações conjunturais no nível da demanda e oferta de produtos e serviços” e que fornecedores, instituições financeiras e a entidade fazem parte de um esquema de captação de recursos via linhas de crédito disponibilizado por essas instituições. Relata ainda que os custos derivados dessas operações são devidamente ajustados no resultado financeiro.

Fica evidenciado em seus relatórios contábeis que as transações de Risco Sacado, do ponto de vista da entidade, se caracterizariam como um passivo financeiro.

## **5 Conclusões e Considerações finais**

Este estudo se propôs a identificar a natureza jurídica do produto Risco Sacado, o uso deste pelas entidades cinco maiores varejistas brasileiras e a aplicação do Modelo Fleuriet no quinquênio 2019-2023.

Devido à estruturação do produto Risco Sacado e sua aplicação pelas citadas entidades varejistas não restam dúvidas de que se trata de um produto financeiro para auxiliar no financiamento das atividades operacionais via a constituição de uma dívida junto a uma instituição financeira.

Todas as cinco maiores entidades varejistas brasileiras utilizam o produto Risco Sacado em suas operações, contudo, em geral, este produto não é o maior financiador de suas atividades. Houve ainda uma desaceleração no uso do produto no final do quinquênio analisado.

Observa-se nas Demonstrações Financeiras Padronizadas – CPC 00 (R1) – das entidades varejistas da amostra que duas delas, Magazine Luiza e Grupo Casas Bahia, o produto Risco Sacado se apresenta como um passivo financeiro, já para as outras três entidades, Atacadão, Sendas Distribuidora e Raia Drogasil, se observa o produto como sendo um passivo operacional.

Dado a natureza jurídica, o impacto das operações de Risco Sacado trazido pela análise dinâmica do Modelo Fleuriet através dos Balanços Dinâmicos das entidades varejistas da amostra, resulta no aumento do elemento Passivo Financeiro, repercutindo de forma desfavorável no desempenho do cálculo dos indicadores – NCG, CDG e T.

Quanto à aplicação do Modelo Fleuriet constatou-se que 18 dos 25 Balanços Dinâmicos ao longo dos cinco anos analisados retratam uma Situação Financeira entre insatisfatória e péssima.

Da aplicação do Modelo depreende-se, no geral, que não há entidade que apresenta situação financeira sustentável ao longo do período analisado, exceção feita à entidade Magazine Luiza S.A., onde esta apresentou situação sólida nos anos de 2019 e 2021.

Já o Grupo Casas Bahia apresentou situação financeira péssima em quatro anos dos cinco analisados.

A única entidade a apresentar para o indicador NCG – Necessidade de Capital de Giro resultado favorável foi a entidade Sendas Distribuidora S.A.. As demais entidades não conseguem autofinanciar suas atividades operacionais de maneira perene.

Para o indicador CDG – Capital de Giro apenas duas entidades apresentaram ao longo de todo o período analisado situação favorável, sendo elas Magazine Luiza S.A. e Raia Drogasil S.A.

Já para o indicador T – Saldo em Tesouraria apresentou-se desfavorável ao longo de todo período analisado às entidades Atacadão S.A., Raia Drogasil S.A. e Grupo Casas Bahia S.A.

Por fim, há uma grande deterioração da qualidade dos indicadores quando da aplicação do Modelo Fleuriet sobre o Ranking do Varejo 2023 para as cinco maiores entidades varejistas, pois a situação financeira predominante no quinquênio analisado encontra-se entre insatisfatória e péssima.

## 6 Referências

ATACADÃO. **Demonstrações Financeiras**. São Paulo: Atacadão S.A., 2024. Disponível em: <https://ri.grupocarrefourbrasil.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 12 mai.2024.

B3. **Consulta Demonstrações Financeiras**. São Paulo: B3, 2024. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/entidades-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/entidades-listadas.htm). Acesso em: 12 mai. 2024.

BEYER, H; HERZOG, B. Supply Chain Finance: Cost–Benefit Differentials under Reverse Factoring with Extended Payment Terms. **International Journal of Financial Studies**, Reutlingen, v. 9:59, Oct. 2021. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2227-7072/9/4/59>. Acesso em 8 jan. 2024.

BRAGA, R.; MARQUES J. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **RAE – Revista de Administração de Entidades**, São Paulo, v. 35, n. 3, P. 49-63, mai/jun. 1995. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/wxL7PTmdMn4MFsvk68XVb9R/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 15 abr. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP/ nº 1, de 18 de fevereiro de 2016**. Orientação quanto a aspectos relevantes a serem observados na elaboração das Demonstrações Contábeis para o exercício social encerrado em 31.12.2015. Rio de Janeiro, 18 fev. 2016. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/snc-sep/oc-snc-sep-0116.html>. Acesso em: 18 jan. 2023.

FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. **A dinâmica financeira das entidades brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro**. 1. ed. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 1978. 181 p.

FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. **O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das entidades brasileiras**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003. 169 p.

GRUPO CASAS BAHIA. **Demonstrações Financeiras**. São Paulo: Grupo Casas Bahia S.A., 2024. Disponível em: <https://ri.grupocasasbahia.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>. Acesso em: 12 mai. 2024.

KLAPPER, L. The role of factoring for financing small and medium enterprises. **Journal of banking & Finance**, Washington, v. 30, n. 11, p. 3111-3130, May 2005. Disponível em: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-3593>. Acesso em 12 jan. 2024.

MAGAZINE LUIZA. **Demonstrações Financeiras**. Franca: Magazine Luiza S.A., 2024. Disponível em: <https://ri.magazineluiza.com.br/ListResultados/Central-de-Resultados?=0WX0bwP76pYcZvx+vXUnvg==&linguagem=pt>. Acesso em: 12 mai.2024.

MARCHI, B.; ZANONI, S.; JABER, M. Improving Supply Chain Profit through Reverse Factoring: A New Multi-Suppliers Single-Vendor Joint Economic Lot Size Model. **International Journal of Financial Studies**. Toronto, v. 8:23, Apr. 2020. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2227-7072/8/2/23>. Acesso em 10 jan. 2024.

RAIADROGASIL. **Demonstrações Financeiras**. São Paulo: Raia Drogasil S.A., 2024. Disponível em: <https://ri.rdsaude.com.br/central-de-resultados>. Acesso em: 12 mai.2024.

RIBEIRO, D. **Um estudo sobre as transações de forfait realizadas pelas companhias abertas brasileiras e evidenciadas nas Demonstrações Contábeis de 31.12.2015 e ITRs de 31.03.2016**. 2018. 52p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018. Disponível em: [https://sucupira.capes.gov.br/sucupira/public/consultas/coleta/trabalhoConclusao/viewTrabalhoConclusao.jsf?popup=true&id\\_trabalho=6720680#](https://sucupira.capes.gov.br/sucupira/public/consultas/coleta/trabalhoConclusao/viewTrabalhoConclusao.jsf?popup=true&id_trabalho=6720680#). Acesso em 12 jun. 2023

SENDAS DISTRIBUIDORA. **Demonstrações Financeiras**. Rio de Janeiro: Sendas Distribuidora S.A., 2024. Disponível em: <https://ri.assai.com.br/informacoes-financeiras/relatorios-anuais/>. Acesso em: 12 mai.2024.