

DECLÍNIO E INSOLVÊNCIA: UM ESTUDO DE CASO SOBRE AS EMPRESAS DO SEGMENTO DE FIOS E TECIDOS DA B3

Guilherme Wolf de Souza – guiwolfsouza@gmail.com

Cláudio José Müller – cmuller@producao.ufrgs.br

Resumo

O declínio de uma empresa decorre da falta de capacidade de gestores em reconhecer a necessidade de mudança e da inabilidade em provocá-las de forma significativa. Nesse contexto, o objetivo deste trabalho é entender quais fatores são determinantes para o declínio e, posteriormente, para a insolvência de uma empresa. Em adição, propor a criação de um método para a análise desses fatores que seja replicável a qualquer setor, a partir de modelos de previsão de insolvência. Tais objetivos se revelam de suma importância para analistas de crédito, investidores e gestores, sobretudo após o período de grave recessão que provocou o maior número de pedidos de recuperação judicial na história do Brasil. Os fatores observados que provocaram a insolvência no segmento de fios e tecidos foram os desinvestimentos em equipamentos e maquinário, que minaram a capacidade de oferta de um mix de produtos atrativo, bem como a incapacidade de seguir políticas de gestão de riscos de forma disciplinada, os quais preveniram as empresas do grupo oposto em momentos de crise e permitiram sua rápida recuperação. Para trabalhos futuros, sugere-se a replicação do método para segmentos diferentes e a análise crítica de quais modelos de previsão de insolvência se adequam à realidade de cada segmento.

Palavras-Chave: *declínio; insolvência; recuperação judicial; modelos de previsão de insolvência; segmento de fios e tecidos.*

1. INTRODUÇÃO

Após uma desaceleração do crescimento econômico brasileiro entre 2001 e 2003, o Brasil retomou seu crescimento em 2004, sobretudo devido a um *boom* de *commodities* e ao aumento do consumo das famílias, impulsionado pelo maior estímulo ao crédito bancário (PAULA; PIRES, 2017). Nos anos seguintes, de 2004 até 2013, o país esteve em um período de expansão acelerado, a uma taxa de crescimento anual média do Produto Interno Bruto (PIB) de 4%, segundo dados do IBGE (2018).

De acordo com Barbosa Filho (2017), com as perspectivas de crescimento econômico vislumbradas entre 2009 e 2010, somadas a políticas governamentais de concessão de subsídios e de intervenção nos preços, as empresas investiram em aumento de capacidade produtiva, substancialmente através da alavancagem de sua estrutura de capital a partir de empréstimos (ASSIS; MARTINS, 2017). Em 2015, entretanto, o país ingressou em um forte ciclo recessivo, apresentando uma retração do PIB de 3,8% naquele ano e de 3,6% em 2016 (BARBOSA FILHO, 2017). Diversas empresas, endividadas, decretaram falência ou entraram em recuperação judicial, havendo um recorde em número de processos de recuperação judicial e falências decretadas entre 2014 e 2016 (SERASA, 2017).

Nesse contexto, destaca-se a importância do acompanhamento e do controle de indicadores econômicos e financeiros nas organizações, frente a uma economia instável, cujo comportamento é alternante entre curtos ciclos de crescimento e desacelerações econômicas, por vezes abruptas (PAULA; PIRES, 2017). Diante desse comportamento da economia, torna-se essencial o acompanhamento de informações relativas à solvência das empresas e, sobretudo, a compreensão de atitudes que levam a uma situação de potencial insolvência.

Segundo Assaf Neto (2015), a solvência representa a capacidade da empresa em cumprir suas obrigações a longo prazo. Já a insolvência reflete a incapacidade de quitação das dívidas da empresa, ou seja, a incapacidade de solvência de suas obrigações (MATARAZZO, 2017). A insolvência pode levar a empresa a entrar em recuperação judicial, a decretar falência ou a realizar sua liquidação.

Os indicadores econômicos e financeiros, se mensurados corretamente, podem ser aplicados em modelos de previsão de insolvência – modelos preditivos desenvolvidos com o intuito de estimar a situação de solvência das empresas no futuro. Como destacam Altman, Baidya e Dias (1979), os modelos de previsão de insolvência possuem limitações quanto à capacidade preditiva, mas podem ser utilizados para identificar problemas potenciais, permitindo que as empresas tomem providências preventivas. Além disso, segundo Matarazzo (2017), podem auxiliar os bancos desde a mensuração do valor do crédito a ser concedido até a criação da hierarquia entre clientes potenciais.

A potencial insolvência de uma empresa no futuro é uma das principais características do declínio organizacional. Esse declínio inicia, sobretudo, com a falta de capacidade de adaptação. Segundo Madeira (2003), tal inabilidade se atribui à falha em reconhecer a necessidade de mudança ou à incapacidade das gerências em provocar mudanças significativas.

O objetivo deste trabalho, portanto, é entender a diferença entre as ações e as decisões tomadas entre as empresas em situação de solvência e de insolvência. Como objetivo

secundário, este trabalho visa identificar um método adequado para a análise das causas de insolvência, replicável a diversos setores. Para responder à questão, este estudo irá analisar o declínio de duas empresas de capital aberto e comparar as decisões e atitudes que adotaram com empresas saudáveis financeiramente no mesmo setor, em um estudo de caso múltiplo. Essas empresas serão selecionadas a partir da classificação de sua solvência à luz de modelos de previsão de insolvência em uma linha do tempo e, então, analisadas a partir de indicadores econômicos e financeiros.

Este estudo está organizado em cinco seções. A primeira é a introdução, onde o tema é contextualizado e é delineado o objetivo principal do trabalho e suas especificidades. A segunda aborda o referencial teórico, que resume as discussões de outros autores sobre o assunto, com o intuito de embasar o desenvolvimento do estudo. Em seguida, são explicados os procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento da pesquisa e, então, são apresentados os resultados do estudo de caso. Por fim, são feitas as considerações finais sobre o declínio de empresas do setor e do segmento selecionado, as limitações deste estudo e as sugestões de trabalhos futuros acerca do tema.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A fundamentação teórica do presente estudo foi dividida em quatro tópicos: Relatórios Contábeis, Principais Índices Contábeis, Previsão de Insolvência e Declínio Organizacional. Primeiro, os relatórios contábeis são brevemente explicados, em virtude de fundamentarem todas as análises posteriores. Em seguida, são conceituados os principais índices contábeis, que compreendem a técnica mais empregada na análise de demonstrações financeiras (MATARAZZO, 2017) e que servem de base aos modelos de previsão de insolvência. Então, são contextualizados os métodos de Previsão de Insolvência e, por fim, são abordadas as bases teóricas para a discussão do Declínio Organizacional.

2.1. Relatórios contábeis (ou demonstrações financeiras)

Os relatórios contábeis são uma exposição resumida e estruturada de dados contábeis. Na terminologia adotada pela Lei das Sociedades por Ações – Lei nº 6404/1976 (BRASIL, 1976) – os relatórios contábeis são denominados demonstrações financeiras. Tais demonstrações são obrigatórias para as sociedades anônimas e parte delas compreende outros tipos de sociedades, através do Imposto de Renda. Ao final de cada exercício fiscal, as sociedades anônimas devem publicar suas demonstrações financeiras no Diário Oficial e em um jornal de grande circulação (IUDÍCIBUS; MARION, 2010).

As demonstrações financeiras são compostas por quatro peças: Balanço Patrimonial (BP), Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) e Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados (DLPA). Esta última pode ser substituída pela Demonstração das Mutações de Patrimônio Líquido (MATARAZZO, 2017).

O Balanço Patrimonial é a demonstração que apresenta todos os bens e direitos de uma empresa, os Ativos, bem como suas obrigações, os Passivos. Além disso, através da diferença entre Ativo e Passivo, apresenta o Patrimônio Líquido, que representa o capital investido pelos proprietários (MATARAZZO, 2017). Os Ativos e Passivos, por fim, são divididos em função do seu prazo de vencimento, sendo Circulante para vencimentos de curto prazo e Não Circulante para vencimentos de longo prazo (ASSAF NETO, 2015).

O DRE, por sua vez, explica de maneira esquematizada os resultados auferidos pela empresa, podendo ser lucro ou prejuízo. Subtraindo-se custos e despesas das receitas incorridas no período, determina-se o lucro ou prejuízo, que será transferido para o Patrimônio Líquido (ASSAF NETO, 2015).

A Demonstração de Fluxo de Caixa demonstra a origem e aplicação de todo o dinheiro que foi movimentado em um determinado período (IUDÍCIBUS; MARION, 2010). Por fim, a Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados promove a integração entre o Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado do Exercício, permitindo a visualização do destino do lucro líquido do exercício anterior (ASSAF NETO, 2015).

A partir do emprego da análise, os dados são transformados em informação, enfim auxiliando a tomada de decisões dentro da organização (IUDÍCIBUS; MARION, 2010). Segundo Matarazzo (2017), a análise das demonstrações deve ser orientada conforme os objetivos do analista, sujeita ao nível de profundidade desejado. Para a análise de balanços, adota-se tipicamente a análise vertical, a análise horizontal e o cálculo de índices (ASSAF NETO, 2015).

2.2. Principais índices contábeis

A característica fundamental dos índices é fornecer a visão ampla da situação econômica ou financeira de uma empresa, calculados através da relação entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras (MATARAZZO, 2017). Também denominados quocientes, representam um dos mais importantes desenvolvimentos da contabilidade, segundo Iudicibus (2010b). Segundo o mesmo autor, sua principal finalidade é a observação de tendências e a comparação dos índices com padrões preestabelecidos, fornecendo indícios sobre o que ocorrerá no futuro. Os principais índices contábeis são classificados em índices de liquidez, de

estrutura e endividamento, de atividade e de rentabilidade (ASSAF NETO, 2015). De preferência, tais índices devem ser analisados em conjunto, tendo em vista que perdem em significação caso analisados isoladamente (IUDÍCIBUS, 2010a).

2.2.1. Índices de liquidez

Os índices de liquidez servem para evidenciar a situação financeira de uma empresa frente a seus compromissos (ASSAF NETO, 2015). A Liquidez Imediata revela a porcentagem de dívidas de curto prazo capazes de serem liquidadas imediatamente. É calculada a partir da divisão do capital disponível pelo passivo circulante. A Liquidez Seca corresponde à porcentagem de dívidas a curto prazo em condições de serem quitadas através de bens monetários de maior liquidez. É calculada através da divisão do ativo circulante, subtraído de itens monetários mais ilíquidos, como estoques e despesas antecipadas, pelo passivo circulante.

A Liquidez Corrente, por sua vez, demonstra a quantidade de ativo circulante para cada unidade de dívida a curto prazo, através da divisão do ativo circulante pelo passivo circulante. Finalmente, a Liquidez Geral indica a liquidez tanto a curto quanto a longo prazo. Ela revela o quanto de direitos e haveres há para cada unidade de dívida, dividindo o ativo circulante e o realizável a longo prazo pelo passivo circulante e o exigível a longo prazo. A Liquidez Geral é frequentemente utilizada como medida de segurança financeira da empresa a longo prazo, visto que revela sua capacidade de saldar todas suas dívidas (MARION, 2012).

Altos índices de liquidez podem revelar uma sólida situação financeira. Todavia, tal posição pode comprometer a rentabilidade da empresa, com excessos de caixa, por exemplo, indicando recursos ociosos não investidos (ASSAF NETO, 2015). Por outro lado, segundo o autor, índices de liquidez baixos são motivos de preocupação, visto que revelam o risco de continuidade da empresa.

2.2.2. Índices de estrutura e endividamento

Os índices de estrutura e endividamento são usados para analisar a estrutura das fontes passivas de recursos de uma empresa, procurando retratar a quantidade de recursos próprios com relação ao capital de terceiros (IUDÍCIBUS, 2010a). Segundo Matarazzo (2017), os índices desse grupo descrevem as grandes decisões financeiras em termos de obtenção e de aplicação de recursos. A Dependência Financeira representa a dependência da empresa com relação a suas exigibilidades totais (ASSAF NETO, 2015). A Participação de Capitais de Terceiros indica quanto a empresa tomou de empréstimos para cada \$ 100 de capital próprio (MATARAZZO, 2017). A Composição do Endividamento, por sua vez, indica qual o

percentual de dívidas de curto prazo em relação às obrigações totais. A Imobilização do Patrimônio Líquido, outro índice de estrutura de capital, descreve a quantidade de recursos aplicados no Ativo Permanente para cada \$ 100 de Patrimônio Líquido.

2.2.3. Índices de atividade

Os índices de atividade visam a mensuração dos ciclos operacionais, desde a aquisição de insumos até o recebimento das vendas realizadas. Assim representam a velocidade com que elementos patrimoniais se renovam (IUDÍCIBUS, 2010a). São divididos em: Prazo Médio de Renovação de Estoques (PMRE), Prazo Médio de Recebimento de Vendas (PMRV), Prazo Médio de Pagamento de Compras (PMPC), Ciclo Operacional, Ciclo Financeiro e Giro do Ativo (MATARAZZO, 2017).

O Giro do Ativo é o quociente entre as vendas e o ativo médio, representando a renovação dos ativos a partir das vendas. O PMRE representa o prazo médio de estocagem de mercadorias, enquanto o PMRV expressa o tempo decorrido entre a venda e o recebimento (MATARAZZO, 2017). A soma desses dois tempos corresponde ao Ciclo Operacional, que representa o tempo entre a compra de uma mercadoria e o recebimento de sua venda. O Ciclo Operacional revela o prazo de investimento, enquanto, em paralelo, ocorre o financiamento concedido pelos fornecedores, representado pelo PMPC. Subtraindo-se o PMPC do Ciclo Operacional, tem-se o Ciclo Financeiro ou Ciclo de Caixa. Quanto mais longo o Ciclo Financeiro, maior será o volume de recursos destinados ao financiamento da atividade (ASSAF NETO, 2015). Por conseguinte, a relação entre prazos de pagamento e recebimento possui grande influência na posição presente e futura de liquidez de uma empresa (IUDÍCIBUS, 2010).

2.2.4. Índices de rentabilidade

Segundo Matarazzo (2017), os índices de rentabilidade mostram qual o grau de êxito econômico de uma empresa, através da rentabilidade dos capitais investidos. A Margem Líquida indica quanto a empresa obteve de lucro para cada \$ 100 em receitas. A Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) indica a rentabilidade do acionista. Segundo Iudícibus (2010), representa o percentual de retorno em relação ao patrimônio médio investido.

O Giro do Ativo, explorado acima como índice de atividade, compõe o Retorno Sobre o Investimento (ROI), que é, segundo Iudícibus (2010), o índice mais importante individualmente na análise de balanços. A taxa de Retorno Sobre o Investimento representa a eficiência com que uma empresa gera lucro e remunera seus acionistas (MATARAZZO, 2017). O ROI Operacional é calculado multiplicando-se a Margem Operacional pelo Giro do Ativo

Operacional (IUDÍCIBUS, 2010a). Já o ROI Total representa a quantidade de Lucro Líquido obtido com os Ativos, e é calculado através da multiplicação da Margem Líquida pelo Giro do Ativo Total (IUDÍCIBUS, 2010a).

2.3. Modelos de previsão de insolvência

Na avaliação econômico-financeira, é importante a incorporação de modelos de previsão de insolvência e de solvência além dos índices contábeis frequentemente utilizados (ASSAF NETO, 2015). Os índices supracitados, como explica o mesmo autor, proporcionam condições limitadas de previsão do desempenho futuro de uma empresa, devido, sobretudo, à sua análise isolada.

Visando a identificação das relações entre os índices e a previsão do desempenho futuro de uma companhia, é possível adotar a técnica estatística de análise discriminante, que extrai um padrão de comportamento das variáveis relacionadas nos índices (ASSAF NETO, 2015). No Brasil, segundo Aranha e Lins Filho (2005), o pioneiro em estudos sobre previsão de insolvências através de métodos estatísticos foi Stephen Charles Kanitz, em 1974, denominando seu modelo de “termômetro de insolvência”.

Segundo Cauoett, Altman e Narayanan (1999), o desenvolvimento econômico e a diversificação de mercados e operações tornaram necessário o surgimento de modelos de classificação da solvência mais robustos, que atendessem aos anseios de intermediadores de crédito. Assim, além de Kanitz (1978), diversos autores desenvolveram modelos de previsão de solvência no Brasil. Dentre eles, destacam-se os de Elisabetsky (1976), Matias (1976), Altman, Baidya e Dias (1979) e Sanvicente e Minardi (1998).

O modelo de Kanitz (1978) pondera vários índices contábeis a partir da análise discriminante e regressão múltipla, gerando uma medida única da situação econômica financeira de uma empresa, denominada fator de insolvência. Em seu modelo, o fator de insolvência é um indício do que pode acontecer no futuro caso uma empresa não altere sua estratégia. Assim, em uma amostra de 42 empresas, ele as hierarquizou em uma escala de solvência, classificando metade delas como insolventes e a outra metade entre a zona de penumbra e solventes, com uma precisão de 80% para o primeiro grupo (MATARAZZO, 2017).

Elisabetsky (1976) desenvolveu seu modelo para o setor de confecções, com o objetivo de padronizar o processo de avaliação e concessão de crédito a clientes de um banco comercial. Compôs-se uma amostra de 373 empresas, das quais 99 foram classificadas como insolventes.

Ele propôs três modelos de previsão de insolvência, com 5, 10 e 15 variáveis, onde, neste último, atingiu 88,9% de acerto na classificação das empresas.

Com o mesmo intuito de aperfeiçoar a análise de crédito convencional, Matias (1976) construiu seu modelo a partir de 100 amostras. Trabalhando com empresas de diversos setores, não ultrapassando mais de cinco por ramo, atingiu precisão de aproximadamente 70% para empresas insolventes classificadas corretamente.

Altman, Baidya e Dias (1979), por sua vez, utilizaram uma amostra de 58 empresas. Segundo seu modelo, as empresas podem ser classificadas em duas categorias: uma com problemas financeiros potenciais e outra sem indicação de problemas financeiros. Os autores conseguiram classificar 23 empresas no primeiro grupo, com uma precisão de 88% para um ano de previsão e 78% para até três anos.

Já Sanvicente e Minardi (1998) realizaram três análises discriminantes diferentes, utilizando demonstrações financeiras de um, dois e três anos antes do pedido de recuperação judicial das empresas da amostra. No grupo de 92 empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo o modelo classificou 37 empresas como insolventes, com uma precisão de 81,1%.

Matarazzo (2017) ressalta que o uso de modelos de previsão de insolvências pode apresentar resultados inconsistentes, visto que eles são muito dependentes da amostra original à qual o modelo foi originado. Dessa forma, tendo em vista sua capacidade de predição limitada, os modelos devem ser utilizados principalmente como instrumentos de avaliação de riscos empresariais (KASSAI; KASSAI, 1998) e de construção de hierarquias entre clientes potenciais (MATARAZZO, 2017).

2.4. Declínio Organizacional

O declínio organizacional se refere à redução do tamanho organizacional, seja da força de trabalho, quota de mercado, ativos, lucros, cotação das ações, capacidade física de produção, número ou qualidade das entradas e saídas (GREENHALGH, 1982). Tal autor definiu o declínio organizacional como a deterioração na capacidade de uma empresa em se adaptar ao ambiente ou quando deixa de aumentar sua quota de mercado em um mercado em declínio. Já para Levy (1986), o declínio é definido como um estágio no qual necessidades internas e externas não se adaptam de forma apropriada e quando os sinais de mudança são ignorados.

Madeira (2003) destaca que a falta de capacidade de adaptação decorre da falha em reconhecer a necessidade de mudança ou da inabilidade das gerências em provocar mudanças. Além dessa perspectiva, Platt e Platt (1994) sugerem que o ciclo natural da economia pode

provocar a falência empresarial. Em um cenário recessivo, como no período de 2014 a 2016, diversas mudanças ambientais que provocam o declínio das empresas de acordo com Koksál (2002) ocorreram, tais como: recessão econômica, aumento das taxas de juros, fraco crescimento da indústria, diminuição na procura e quebras de fornecimento.

Dentre as características marcantes durante a fase de declínio, Schendel, Patton e Riggs (1976) citam a elevação dos custos, o declínio da demanda, greves, aumento da pressão competitiva, problemas de administração e falhas no *marketing*. O declínio organizacional possui diversos estágios, iniciando com a falta de compreensão do ambiente externo, denominada “fase da cegueira” e culminando na dissolução da empresa, caso o processo não seja revertido (WEITZEL; JONSSON, 1989). A fase da dissolução é irreversível, onde a empresa, em situação de insolvência, é obrigada a entrar em um processo de recuperação e falência em tribunal. Para Altman (1968), a ameaça à sobrevivência da empresa é denominada de severidade da situação, sendo classificada como de baixa severidade em declínios de vendas e de alta severidade quando há falência iminente.

2.4.1. Insolvência, falência e recuperação judicial

Segundo Assaf Neto (2015), a solvência representa a capacidade da empresa em cumprir suas obrigações a longo prazo. Já a insolvência reflete a incapacidade de quitação das dívidas da empresa, ou seja, a incapacidade de solvência de suas obrigações (MATARAZZO, 2017). Trata-se, portanto, de um desequilíbrio por excesso de dívidas, que antecede a falência.

O conceito econômico de falência prende-se à noção do estado de insolvência, levando em consideração primordialmente a situação patrimonial do devedor. Já segundo o conceito jurídico, para caracterizar a falência não basta o estado de insolvência; é preciso que haja a execução coletiva das dívidas. A falência é o reconhecimento jurídico da inviabilidade da empresa e representa o estágio final de sua existência (FAZZIO JUNIOR, 2005).

A Lei Federal nº 11.101/2005 (BRASIL, 2005), também denominada de Nova Lei de Falências, provocou diversas mudanças na regulação da recuperação judicial e extrajudicial e da falência do empresário e da sociedade empresária (DALLAVALLE, 2006). Segundo Fazzio Junior (2005), a recuperação judicial tem o intuito de oportunizar a manutenção da fonte produtora e proteger o emprego, evitando o decreto de falência. Conforme o Artigo 47 da mesma Lei Federal:

A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

Criaram-se, então, novas possibilidades de reestruturação de débitos das empresas, mediante a apresentação de um Plano de Recuperação. Para Dallavalle (2006), o sucesso de uma recuperação é fundamentado na construção e execução de um planejamento detalhado, onde a empresa é capaz de discernir quais operações ou negócios exigem mudanças prioritárias.

A partir da análise conjunta de indicadores econômicos e financeiros, bem como da classificação das empresas por modelos de previsão de insolvência, é possível ter indícios acerca do futuro das empresas analisadas, caso mantenham a mesma estratégia. O estudo de casos de empresas em declínio, comparadas a empresas prósperas, pode servir de base para que empresas em uma situação complicada percebam sua situação crítica e adotem estratégias vencedoras dentro do próprio segmento. Na próxima seção, é detalhado o método de pesquisa que definiu o segmento e as empresas estudadas, bem como a metodologia de análise do desempenho das empresas.

3. MÉTODO

A metodologia de pesquisa adotada para este trabalho é o estudo de casos múltiplos, conforme o modelo proposto por Yin (2005). Empresas de capital aberto do mesmo segmento foram selecionadas a partir da classificação de sua situação de solvência ao longo do tempo, por meio de cinco modelos de previsão de insolvência. Selecionou-se as empresas mais insolventes e as menos insolventes dentro da amostra. Reunindo-se um conjunto de informações detalhadas e sistemáticas sobre essas empresas, foram elaboradas hipóteses referentes aos motivos que levaram à insolvência do grupo mais devedor, que analisadas conjuntamente forneceram insumos para a análise do processo de insolvência como um todo.

3.1. Cenário

O objeto de estudo são empresas de capital aberto, registradas na B3, atual bolsa de valores oficial do Brasil, do mesmo setor de atuação ou relacionadas na cadeia produtiva. Trata-se de empresas de médio a grande porte que estavam sujeitas a um mercado conturbado. A partir dos modelos de previsão de insolvência, foram selecionadas as empresas representantes dos dois grupos mais extremos: as mais solventes e as mais insolventes.

3.2. Classificação da pesquisa

A pesquisa é de natureza aplicada, visando gerar conhecimento para a aplicação prática, e de caráter descritivo. A metodologia adotada é o estudo de casos múltiplos, adequada,

conforme Dubé e Paré (2003), para o estudo de fenômenos amplos e complexos. Conforme Patton (2002), seu objetivo é agregar informações detalhadas e sistemáticas acerca de um fenômeno. Tal procedimento metodológico permite o conhecimento aprofundado de um ou poucos objetos de maneira aprofundada e exaustiva (GIL, 2007), enfatizando o contexto real onde ocorreu esse fenômeno (EISENHARDT, 1989) sem prescindir da representatividade nessa compreensão contextual (LLEWELLYN; NORTHCOTT, 2007).

A análise de dados é majoritariamente qualitativa, através da qual se infere sobre a variação dos indicadores financeiros das empresas estudadas e se analisa suas estratégias a partir das informações disponíveis. Ainda, complementa-se a análise quantitativamente, com índices financeiros e dados contábeis. A análise recairá sobre dados secundários como demonstrações contábeis e relatórios publicados pelas empresas, notícias e livros, e é de caráter retrospectivo.

3.3. Método de Trabalho

O método de trabalho se resume em cinco etapas principais: (i) definição do período, (ii) definição do setor, (iii) seleção de empresas, (iv) levantamento de dados e (v) análise.

(i) Na primeira etapa, define-se o período de estudo entre o declínio e a recuperação das empresas. O período deve ser escolhido conforme a disponibilidade de dados acerca das empresas, sobretudo de demonstrações contábeis. Além disso, o período de análise deve englobar uma recessão e recuperação econômica – cenário que influi no número de falências e recuperações judiciais – e deve ser longo o suficiente (mínimo de oito anos) para que se comprove uma tendência consistente no comportamento da empresa. Por fim, deve ser recente para estar de acordo com a legislação vigente e com as normas atuais de publicação de resultados da Comissão de Valores Mobiliários.

(ii) Na segunda etapa é definido o setor a ser estudado. O setor será definido conforme o número de empresas que o constitui, a fim de garantir uma amostra maior de empresas, e conforme o número de falências decretadas no setor no período do estudo, para que haja uma boa base comparativa entre empresas solventes e insolventes. Após a definição do setor é definido o segmento, excluindo-se segmentos com regulações e instrumentos particulares que interfiram na possibilidade de falência ou decreto de recuperação judicial.

(iii) A terceira etapa compreende a seleção das empresas a serem estudadas no período e no segmento escolhidos. Primeiramente, foram escolhidas empresas de capital aberto, listadas na bolsa de valores do Brasil, visto que atendem a requisitos de governança e demonstração de resultados que auferem maior acesso e confiabilidade às informações publicadas. Em seguida,

os dados contábeis das empresas da amostra foram aplicados a modelos de previsão de insolvência, gerando uma classificação de sua solvência, a fim de compreender o comportamento do segmento e a previsibilidade dos modelos. Assim, escolhe-se as empresas que representam as situações mais distintas dentro do mesmo grupo, com o objetivo de comparar as práticas e ações adotadas pelos dois grupos.

Os modelos de previsão de insolvência escolhidos foram o de Elisabetsky (1976), Matias (1976), Kanitz (1978), Altman, Baidya e Dias (1979) e Sanvicente e Minardi (1998), por se tratarem dos mais utilizados e difundidos na literatura (PINHEIRO et. al, 2007). Das empresas que atenderam aos requisitos anteriores, seleciona-se de quatro a oito que fazem parte do mesmo segmento, atendendo à recomendação metodológica proposta no estudo de Eisenhardt (1989) relativa ao número de casos a serem analisados.

(iv) A quarta etapa consiste no levantamento de dados acerca das empresas selecionadas. Nesta etapa são utilizadas duas fontes principais de evidências: documentação e registro em arquivos. A primeira abrange artigos e notícias publicados na mídia, estudos sobre o segmento, avaliações formais sobre as empresas e outros documentos administrativos. Segundo Yin (2005), os benefícios dessa fonte de dados é que pode ser revisada inúmeras vezes (estável), não foi criada como resultado do estudo de caso (discreta), contém nomes, referências e detalhes exatos de um evento (exata) e cobre um longo espaço de tempo (ampla cobertura).

A segunda fonte de evidências são registros em arquivos, que possuem os mesmos benefícios destacados acima para a documentação, além de serem precisos e quantitativos. Os registros geralmente são computadorizados e podem ser registros organizacionais, como tabelas e os orçamentos de organizações, mapas e tabelas das características geográficas de um lugar, listas de nomes e de outros itens importantes, dados oriundos de levantamentos, como o censo demográfico ou os dados previamente coletados sobre uma empresa, e registros pessoais, como diários e anotações.

Nessa etapa, é realizada uma pré-análise do material, análoga à pré-análise proposta por Bardin (1977) em relação à análise de conteúdo. Durante o processo, são escolhidos os documentos que serão analisados, são formuladas hipóteses com base nas leituras e então definidos os indicadores que nortearão a interpretação final.

(v) Finalmente, os dados coletados são analisados, a fim de se identificar padrões nas ações estratégicas e financeiras adotadas que distinguem as empresas sólidas financeiramente das empresas que decretaram recuperação judicial. O princípio que norteia a análise é a triangulação de fontes de evidências distintas, visando convergir as linhas de investigação às mesmas conclusões a partir de fontes distintas.

O método de análise compreende duas fases: a exploração do material e, então, tratamento e inferência a partir do material explorado. Durante a exploração, é feita uma categorização, agregando os dados brutos em categorias. Neste caso, foram elencadas quatro categorias, que englobam as principais diretrizes que impactam a solvência de uma empresa: a) Desempenho Setorial e Faturamento, b) Operacional, c) Investimentos e d) Gestão de Riscos.

Em Desempenho Setorial e Faturamento analisa-se dados de mercado e se infere acerca da percepção das empresas em relação ao comportamento do mercado, compreendendo: taxas de juros, consumo, preço de insumos básicos e incentivos fiscais. Adicionalmente, são analisadas as vendas, mix de produtos, marketing, preço e fidelização de clientes. Em Operacional, são analisadas as despesas e o comportamento dos custos das empresas estudadas. Em Investimentos, analisa-se a política de investimentos da empresa e sua modernização. Por fim, em Gestão de Riscos é analisada a política de gestão de riscos da empresa, seu endividamento, despesas financeiras e suas inferências acerca dos próprios riscos futuros.

O conteúdo estratificado é então comparado aos indicadores escolhidos durante a pré-análise. Aqui, as hipóteses formuladas são validadas ou refutadas através dos índices contábeis das empresas, indicadores de mercado e demais indicadores coletados. Agregando-se as inferências sobre as hipóteses, conclui-se sobre as diferenças entre as empresas saudáveis financeiramente e as empresas insolventes, bem como o processo de insolvência em sua totalidade.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Primeiramente, definiu-se o período de estudo das empresas entre 2009 e 2018, configurando as informações mais recentes disponíveis. Além disso, conforme o método, o período deveria ser atual o suficiente para estar atualizado com relação às normas vigentes, em especial à Nova Lei de Falências de 2005. Por fim, esse período é póstumo à Instrução nº 457 da Comissão de Valores Imobiliários, que passou a exigir das empresas de capital aberto a disposição das demonstrações financeiras consolidadas com base no padrão contábil internacional, em um período de adequação entre 2007 e 2009 e fixando como obrigatória a adoção dos padrões a partir de 2010 (CVM, 2007). Assim, garantiu-se que os dados contábeis utilizados fossem da maior qualidade e transparência possível dentro dos padrões brasileiros.

Em seguida, durante a definição do setor, foram elencadas todas as empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil, conforme a classificação setorial da própria Bolsa de Valores. Os critérios adotados por ela consideram, principalmente, os tipos e os usos dos produtos ou serviços desenvolvidos pelas empresas. A Tabela 1 enumera as empresas de cada setor.

Tabela 1 – Número de empresas por setor da B3

SETOR	EMPRESAS
Financeiro	113
Consumo Cíclico	101
Bens Industriais	82
Utilidade Pública	67
Consumo não Cíclico	37
Materiais Básicos	36
Saúde	35
Tecnologia da Informação	24
Outros	22
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	20
Telecomunicações	8

Fonte: B3 (2019)

Tendo em vista os objetivos de analisar empresas que entraram em recuperação judicial ou decretaram falência e compará-las a empresas saudáveis financeiramente, o setor financeiro não foi selecionado como setor de preferência. Essa definição decorreu da compreensão de que o setor possui regulamentações específicas que visam evitar falências e proteger o consumidor, como, por exemplo, o acordo de Basileia firmado em 1988, que fixava índices máximos de alavancagem para bancos comerciais (BACEN, 2019). Assim, o setor de estudo foi definido como o de consumo cíclico, o segundo com o maior número de empresas para estudo. Em seguida, definiu-se o segmento de Fios e Tecidos para delimitar o escopo de atuação das empresas do estudo, visto que em 2011, por exemplo, o segmento possuía cinco empresas em recuperação judicial e seis empresas em atividade normal listadas na bolsa e, em 2018, duas empresas em recuperação judicial e nove em atividade normal. Dessa forma, o segmento escolhido atendia aos requisitos do método e permitia a comparação entre empresas em recuperação judicial e em atividade normal.

Posteriormente, na terceira etapa do método, foram coletados os dados contábeis das onze empresas de capital aberto em 2019 do segmento de fios e tecidos, dentre elas: Coteminas, Cedro, Cataguases, Encorpar, Santanense, Springs, Pettenati, Karsten, Renauxview, Dohler e Teka. A fim de definir quais dessas empresas seriam objeto de estudo aprofundado, foram aplicados os cinco modelos de previsão de insolvência para as onze empresas durante o período de 2009 a 2018.

Durante a aplicação dos modelos, percebeu-se que o modelo de previsão de insolvência de Kanitz (1978) era incapaz de retratar a realidade das empresas, visto que classificou todas as empresas como solventes ao longo dos dez anos de aplicação, com exceção de quatro classificações de “zona de penumbra”, mas que não se referiam às empresas que efetivamente decretaram recuperação judicial. Assim, o modelo de Kanitz foi excluído do conjunto de modelos que descreveriam a potencial insolvência das empresas.

Além disso, dentre as onze empresas do segmento, a Encorpar foi a única a apresentar peculiaridades na apresentação de seus resultados. Por ser uma empresa controlada pela Encorpar Empreendimentos Imobiliários Ltda., a empresa não apresenta diversos dados contábeis, como receita de venda de bens ou serviços, apenas como parte da controladora. Impossibilitando-se o cálculo dos fatores de insolvência para a Encorpar, ela foi eliminada do estudo.

Considerando, portanto, os quatro modelos de insolvência e as dez empresas do segmento restantes, calculou-se o percentual de classificação das empresas como insolventes. A Tabela 2 retrata a média desse percentual em ordem crescente.

Tabela 2 – Percentual de classificação de insolvência por ano

Empresa	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	% Insolvência
Santanense	50%	50%	50%	25%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	48%
Dohler	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	25%	48%
Cataguases	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Pettenati	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Coteminas	50%	50%	50%	50%	50%	50%	75%	100%	75%	75%	63%
Cedro	50%	50%	50%	50%	50%	50%	75%	100%	75%	75%	63%
Springs	50%	50%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	70%
Karsten	75%	75%	75%	75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	90%
Renauxview	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	75%	100%	98%
Teka	100%	100%	100%	75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	98%

Fonte: elaboração própria com base nas demonstrações financeiras padronizadas das empresas.

De acordo com os modelos, as duas empresas mais saudáveis financeiramente seriam a Santanense e a Dohler, classificadas, em média, 48% das vezes como insolventes pelos modelos. Em contrapartida, as duas empresas mais insolventes seriam a Renauxview e a Teka, classificadas 98% das vezes como insolventes - demonstrando a coerência dos modelos de previsão, visto que ambas empresas foram justamente as que entraram em recuperação judicial. Assim, definiu-se que as empresas que seriam objeto de estudo seriam essas quatro empresas, que representam os casos mais extremos dentro do segmento.

4.1. Pré-Análise

Durante essa etapa, foi realizada uma primeira leitura dos relatórios anuais para entender sobre o setor e os principais problemas enfrentados pelas empresas. Além disso, foi feita uma leitura de artigos que analisavam empresas do segmento de fios e tecidos da Bovespa. Somadas às conclusões de autores acerca do declínio organizacional, apresentadas no referencial teórico, determinaram-se três hipóteses sobre o motivo do declínio de empresas no segmento. A primeira foi determinada com base nas conclusões de Greenhalgh (1982), Levy (1986) e Madeira (2003) e nos relatórios anuais das empresas selecionadas:

H1: As empresas mais insolventes foram incapazes de se adaptar rapidamente à realidade do mercado.

A segunda hipótese foi determinada com base nas conclusões de Brannstrom (2010), Junckes (1998) e Meyer-Stamer (1998) sobre o setor têxtil brasileiro. Para Junckes (1998), por exemplo, quanto maior a inovação da fábrica menores serão os custos e maior a qualidade do produto final, em especial devido à complexidade do processo de produção têxtil. Segundo a autora, o investimento em inovação reflete diretamente nos resultados da empresa.

H2: As empresas mais insolventes investiram menos em equipamentos, o que provocou custos mais elevados, piores preços e mix de serviços menos atrativo.

Finalmente, a hipótese três foi definida a partir da pré-análise dos materiais e do artigo de Silva et al. (2018), que indica que o custo de capital elevado e a dificuldade para conseguir empréstimos estão entre as principais justificativas para a solicitação do pedido de recuperação judicial no Brasil.

H3: As empresas mais insolventes e que aderiram à recuperação judicial possuíam semelhanças na estrutura de capital e no índice de endividamento elevado, motivos pelos quais pediram recuperação judicial.

As três hipóteses, analisadas conjuntamente, deverão fornecer insumos acerca do fenômeno de declínio das empresas em sua totalidade. As hipóteses foram elaboradas de maneira abrangente, permitindo a validação ou refutação de alguns elementos presentes dentro de cada uma.

4.2. Análise

a) Desempenho Setorial e Faturamento

As empresas estudadas destacam que o setor têxtil é muito sensível ao cenário econômico do país e extremamente dependente do custo de matérias primas básicas, de políticas de taxa de juros e da taxa de câmbio. Dessa forma, há uma relação muito próxima entre o desempenho econômico do país e o comportamento das receitas do setor. O período de 2009 a 2018 foi extremamente desafiador para o setor têxtil, havendo uma diminuição do tamanho do mercado de fios e tecidos no Brasil ao longo dos dez anos do estudo. O consumo industrial de fibras e filamentos no Brasil diminuiu a uma taxa média acumulada de 0,6% ao ano entre 2009 e 2018 (ABIT, 2019). Além disso, somando a receita de vendas das empresas do segmento, houve uma queda anual de receita a uma taxa média de 1,8%.

Com um mercado em decréscimo, as empresas do segmento competiram para manter suas receitas e aumentar seu market-share sobre um consumo menor. Segundo as empresas

estudadas, a queda de receita se justifica a partir da diminuição da competitividade dos preços do setor têxtil brasileiro frente aos produtos importados, que ocorre devido a: inflação do preço do algodão; recessão e queda do consumo das famílias; alto custo de produção no país – que engloba a taxa de câmbio, carga tributária e tarifas de energia elétrica; aumento dos produtos importados, sobretudo da China.

Na Tabela 3 é possível ver a comprovação do aumento expressivo das importações e da taxa de câmbio do dólar, que cresceram em média 6% e 8,1% por ano, respectivamente. Na mesma tabela é possível observar o crescente saldo negativo da balança comercial de produtos têxteis no Brasil, que até 2005 era positivo (MDIC, 2019).

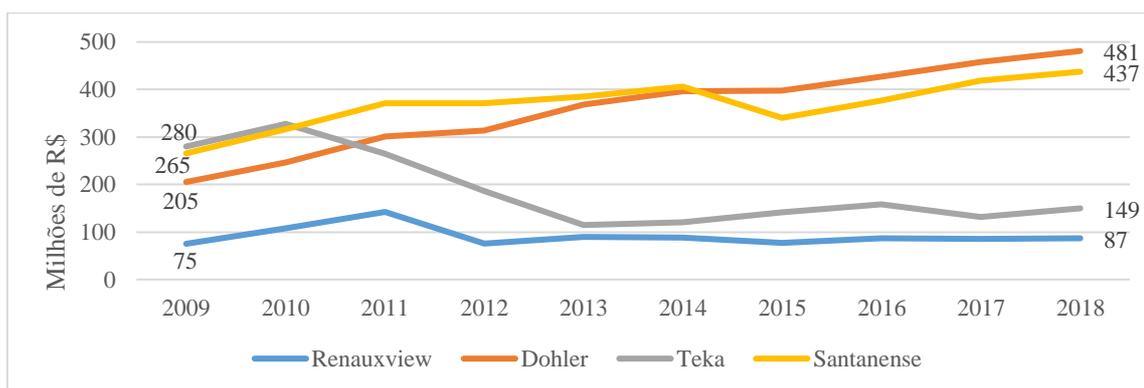
Tabela 3 – Saldo da balança comercial e comportamento da taxa de câmbio

Descrição	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Média
Importados	3.460	4.968	6.171	6.597	6.757	7.081	5.850	4.171	5.028	5.607	5.569
Exportados	1.206	1.443	1.422	1.279	1.261	1.176	1.081	997	1.013	980	1.186
Saldo	-2.254	-3.525	-4.749	-5.318	-5.496	-5.905	-4.769	-3.174	-4.015	-4.627	-4.383
Cresc. % Importação	-8,4%	43,6%	24,2%	6,9%	2,4%	4,8%	-17,4%	-28,7%	20,5%	11,5%	6,0%
Taxa de Câmbio (US\$)	R\$1,99	R\$1,76	R\$1,67	R\$1,95	R\$2,16	R\$2,35	R\$3,34	R\$3,49	R\$3,19	R\$3,67	R\$2,56
Cresc. % Taxa de Câmbio	8,2%	-11,6%	-5,1%	16,8%	10,8%	8,8%	42,1%	4,5%	-8,6%	15,0%	8,1%

Fonte: MDIC (2019)

Nesse cenário competitivo, a Renauxview apresentou um crescimento médio de receita de 1,5% ao ano, em comparação a 8,9% de crescimento da Dohler e 5,1% de crescimento da Santanense. A Teka, por sua vez, apresentou resultados abaixo da média do setor, diminuindo o faturamento 6,1% ao ano em média. Na Figura 1 é possível ver o comportamento do faturamento das quatro empresas estudadas de 2009 a 2018.

Figura 1 – Evolução do faturamento ao longo dos anos



Fonte: elaboração própria com base nas demonstrações financeiras padronizadas das empresas.

As principais quedas de receita da Teka têm início com o aumento do preço do algodão entre 2010 e 2011, o que acarretou um incremento na necessidade de capital de giro e na dificuldade do repasse dos custos aos preços dos produtos, fazendo com que houvesse uma redução na produção e no volume de vendas. Como resposta, a empresa precisou se

reposicionar como prestadora de serviços de industrialização de produtos têxteis, comprometendo boa parte de sua capacidade produtiva (TEKA, 2012).

A Renauxview justificou a dificuldade de crescer pelo descompasso entre a oferta de produtos e a demanda. Segundo ela, seus preços praticados se tornaram pouco competitivos, devido à alta carga tributária e os valores de tarifas de energia elétrica, o que, somado ao aumento de produtos importados, diminuiu fortemente a demanda pelos seus produtos (TEXTIL RENAUXVIEW, 2014). A empresa descreveu ao longo dos anos a necessidade de inovar nos produtos para poder lidar com a voracidade de inovação que o mercado busca para novas coleções no setor têxtil. Todavia, não foi capaz de se reposicionar, destacando a queda dos preços praticados em 2017 e 2018.

A Santanense contextualizou seu crescimento através do aumento de preços. Como exemplo, em 2011, com a quebra de safra do algodão pluma, enquanto a Renaxuview e a Teka não foram capazes de repassar a elevação dos custos aos preços, a Santanense elevou seus preços médios em 22,7% (CIA DE TECIDOS SANTANENSE, 2012). Segundo a empresa, o aumento da receita ao longo dos anos é explicado pelo balanço entre o aumento da produção ou aumento de preços, trabalhando-se a composição dos produtos vendidos. Sua capacidade de aumentar os preços ao longo dos anos comprova a tese da empresa de que possui um mix de produtos robusto e adaptável, o que refletiu no aumento de sua receita em um segmento recessivo.

Seguindo a mesma estratégia, a Dohler também aumentou sua receita devido à diversificação de sua linha de produtos e agregação de valor à manufatura. Um indicador frequentemente citado pela companhia foi a fidelidade de seus clientes, justificada pelo acerto nas políticas de venda e de marketing. Ademais, nos períodos de retração do PIB, em especial 2015 e 2016, a empresa adotou políticas agressivas de preços, aumentando a produção e abrindo mão de margem para elevar o faturamento (DOHLER, 2017), demonstrando velocidade na adaptação à realidade mercadológica e sua consciência da necessidade de constante atualização.

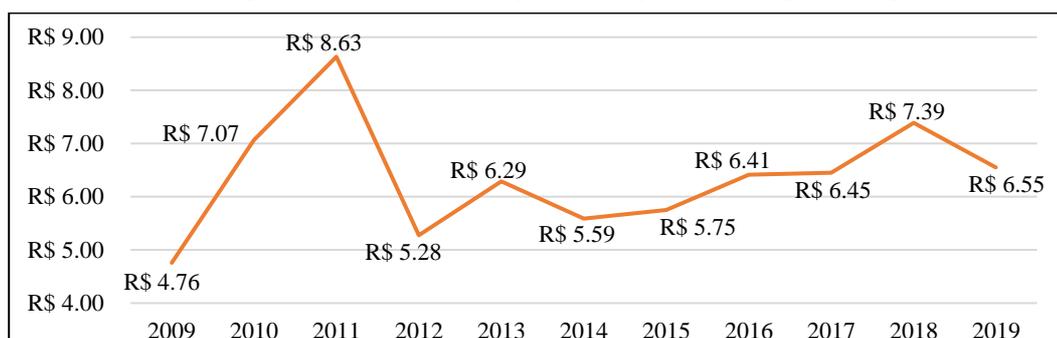
b) Operacional

Segundo a empresa Santanense (2018), os fatores relevantes para a competitividade de uma empresa são baixos custos de produção, gerados através de uma combinação de preços baixos de algodão, de mão de obra e de energia elétrica. Os custos, portanto, são fundamentais para a margem das empresas do segmento, tendo em vista que representam em média 76% da receita bruta para as empresas do estudo. Diversos autores destacam que a indústria têxtil brasileira pauta-se por uma tradição baseada em tecnologia, economias de escala e baixo custo,

em especial Richartz *et al.* (2011), que estudou o comportamento dos custos nas empresas catarinenses de fios e tecidos. Para que se mantenha a competitividade, portanto, a empresa deve gerir com eficiência a compra de matérias primas básicas, sua mão de obra e o consumo de energia elétrica. Esse quadro se agrava devido à concorrência com produtos importados da Ásia.

A principal matéria prima para o setor têxtil é o algodão pluma, cujo preço tem oscilado muito nos últimos dez anos devido a quebras de safra, destacadamente entre 2009 e 2011. Conforme o índice Cepea/Esalq, de 2009 para 2010, o valor do insumo cresceu 49%, seguido de um crescimento de mais 22% em 2011 (CEPEA, 2019), o que encareceu a produção das empresas e tornou esse período um momento crítico no intervalo de tempo estudado. O crescimento médio ano a ano do valor do insumo, já deflacionado pelo IGP-DI, foi de 4,5%, como é possível observar na Figura 2.

Figura 2 – Média anual do preço do algodão em R\$ por Quilograma



Fonte: CEPEA (2019)

A quebra de safra ente 2010 e 2011 impactou de forma mais grave o custo do produto vendido da Teka, que aumentou em 12,3 pontos percentuais de 2010 para 2011. No mesmo período, a Renauxview decidiu suspender a produção de fios de algodão, por entender que seria incapaz de remunerar seu capital investido (RENAUXVIEW, 2011). A Santanense, por sua vez, sofreu uma elevação dos custos de apenas 2,9 pontos percentuais, enquanto a Dohler ainda foi capaz de baixar seu CPV em 5,2 pontos percentuais, como é possível observar na Tabela 4.

Tabela 4 – Comportamento dos custos ao longo dos anos

Empresa	Descrição	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Média	Desvio-Padrão
Santanense	CPV (%)	-74,2%	-74,2%	-77,1%	-73,8%	-76,5%	-83,5%	-86,3%	-83,7%	-78,0%	-76,8%	-78,4%	4,3%
	Cresc. Anual (%)	-	0,1%	3,8%	-4,3%	3,7%	9,2%	3,3%	-3,0%	-6,8%	-1,5%	0,5%	-
Tekka	CPV (%)	-75,3%	-74,0%	-86,3%	-75,5%	-69,4%	-76,6%	-72,8%	-78,6%	-78,8%	-84,8%	-77,2%	4,9%
	Cresc. Anual (%)	-	-1,8%	16,7%	-12,6%	-8,1%	10,4%	-4,9%	7,9%	0,3%	7,6%	1,7%	-
Renauview	CPV (%)	-74,3%	-72,8%	-63,6%	-87,2%	-72,1%	-82,7%	-90,8%	-70,9%	-70,6%	-72,7%	-75,8%	8,0%
	Cresc. Anual (%)	-	-2,0%	-12,7%	37,1%	-17,3%	14,7%	9,8%	-21,9%	-0,4%	3,0%	1,1%	-
Dohler	CPV (%)	-80,6%	-76,0%	-70,8%	-72,0%	-66,3%	-67,8%	-72,3%	-75,8%	-71,4%	-71,9%	-72,5%	3,9%
	Cresc. Anual (%)	-	-5,6%	-6,9%	1,6%	-7,9%	2,2%	6,7%	4,8%	-5,9%	0,8%	-1,1%	-

Fonte: elaboração própria com base nas demonstrações financeiras padronizadas das empresas.

Segundo a Dohler (2012), a companhia foi capaz de gerir a alta do algodão através uma boa política de gestão de estoques. A variação de preços do principal insumo teve seu impacto financeiro no momento da reposição desses estoques, ao final de 2010, mas sem afetar seu resultado operacional devido à recomposição de preços ocorrida em 2011. A Santanense explica seus custos mais elevados pela produção de produtos de maior valor agregado, à base de poliéster. A estratégia de redução de custos da empresa se pauta em investimentos em maquinário e na geração própria de energia elétrica através de quatro PCHs (Pequenas Centrais Hidroelétricas). Entre 2014 e 2016, a elevação brusca de seus custos ocorreu devido à crise hídrica na região das PCHs, quando a empresa deixou de operá-las e passou a comprar energia mais cara no mercado spot (SANTANENSE, 2016).

Já as empresas mais insolventes destacam que não possuem estratégias para mitigar a oscilação do valor dos insumos. A Renauview destaca que já sofreu com oscilações no preço do algodão em mais de 300% em um mesmo ano (RENAUXVIEW, 2011). A exposição à volatilidade é comprovada através do desvio-padrão mais elevado para o CPV da Tekka e da Renauview.

Ao se comparar as despesas das quatro empresas, a partir de suas demonstrações financeiras, percebe-se que a Santanense é a empresa mais eficiente, seguida da Dohler. Pelo investimento maior na qualidade do produto final por parte da Santanense, demonstrado pelos custos mais elevados, a empresa despense em média 5,3% em despesas administrativas em relação à receita e apenas 8,5% em vendas. A Dohler, por sua vez, apresenta uma despesa administrativa média de 6,2% e uma despesa de vendas média de 15,2%. As despesas administrativas da Tekka representam 8,8% e suas despesas com vendas 17,8%. A Renauview, por fim, é a mais ineficiente administrativamente, com despesas médias de 12%, e a segunda que mais gasta com vendas – com uma despesa média de 13,6%.

c) Investimentos

A partir do balanço patrimonial divulgado pelas empresas é possível saber qual o valor de seus ativos imobilizados. Dos ativos, coletou-se ano a ano o valor em máquinas e equipamentos que as empresas possuíam, sendo sua diferença o saldo líquido do valor investido naquele ano. Na Tabela 5, é possível analisar o comportamento dos investimentos em cada uma das empresas do estudo ao longo dos dez últimos anos, em milhões de reais. A Dohler manteve um percentual médio de investimentos de 3,5% do faturamento, aumentando seus investimentos em 4% a cada ano. A Santanense manteve um percentual médio de investimentos na ordem de 2% do faturamento, aumentando-os 4,2% ao ano. A empresa apresentou três anos com saldo negativo em investimentos, que se referem à liquidação de ativos ou desativação devido ao obsolescimento, totalizando quase R\$ 13 milhões em baixas.

Tabela 5 – Saldo líquido do valor investido ao longo dos anos em milhões de R\$

Empresa	Descrição	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Média
Dohler	Máquinas e Equipamentos	302.329	302.687	313.587	321.988	335.397	344.649	374.395	382.002	391.909	428.622	349.757
	Investimento	-	358	10.900	8.401	13.409	9.252	29.746	7.607	9.907	36.713	14.033
	Sobre faturamento (%)	-	0,1%	3,6%	2,7%	3,6%	2,3%	7,5%	1,8%	2,2%	7,6%	3,5%
	Cresc. Anual (%)	-	0,1%	3,6%	2,7%	4,2%	2,8%	8,6%	2,0%	2,6%	9,4%	4,0%
Santanense	Máquinas e Equipamentos	148.674	152.999	154.597	161.567	183.244	176.613	207.442	217.218	211.751	210.887	182.499
	Investimento	-	4.325	1.598	6.970	21.677	-6.631	30.829	9.776	-5.467	-864	6.913
	Sobre faturamento (%)	-	1,4%	0,4%	1,9%	5,6%	-1,6%	9,1%	2,6%	-1,3%	-0,2%	2,0%
	Cresc. Anual (%)	-	2,9%	1,0%	4,5%	13,4%	-3,6%	17,5%	4,7%	-2,5%	-0,4%	4,2%
Renauxview	Máquinas e Equipamentos	82.639	86.042	71.888	82.292	101.499	102.436	101.012	83.675	83.682	84.689	87.985
	Investimento	-	3.403	-14.154	10.404	19.207	937	-1.424	-17.337	7	1.007	228
	Sobre faturamento (%)	-	3,1%	-10,0%	13,8%	21,3%	1,1%	-1,9%	-20,1%	0,0%	1,2%	1,0%
	Cresc. Anual (%)	-	4,1%	-16,5%	14,5%	23,3%	0,9%	-1,4%	-17,2%	0,0%	1,2%	1,0%
Teka	Máquinas e Equipamentos	291.912	294.431	295.875	295.891	298.547	242.125	239.217	236.634	237.470	238.457	267.056
	Investimento	-	2.519	1.444	16	2.656	-56.422	-2.908	-2.583	836	987	-5.939
	Sobre faturamento (%)	-	0,8%	0,5%	0,0%	2,3%	-47,0%	-2,1%	-1,6%	0,6%	0,7%	-5,1%
	Cresc. Anual (%)	-	0,9%	0,5%	0,0%	0,9%	-18,9%	-1,2%	-1,1%	0,4%	0,4%	-2,0%

Fonte: elaboração própria com base nas demonstrações financeiras padronizadas das empresas.

A Renauxview, por sua vez, investiu apenas 1% do seu faturamento, aumentando seus investimentos, em média, 1% ao ano. Importante ressaltar que a empresa apresentou três anos com saldo negativo em investimentos, que se referem, segundo a própria empresa, à liquidação de ativos na ordem de R\$ 32,9 milhões (RENAUXVIEW, 2016). A Teka, finalmente, apresentou um saldo negativo em investimentos ao final de dez anos, vendendo 5,1% de suas máquinas e equipamentos a cada ano em relação ao faturamento e diminuindo os investimentos em 2% a cada ano. O valor das liquidações totalizou R\$ 57,9 milhões.

A Dohler, em todos os documentos publicados à CMV no período, destacou que seus investimentos foram orientados para o aumento de linhas de produtos e melhoras no processo produtivo, buscando ganhos adicionais de produtividade e aumento de qualidade. A empresa citou diversas vezes a realização de projetos de pesquisa e desenvolvimento realizados com a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) que realizou visando a agregação de valor ao produto final. Destacadamente, em 2014, ao perceber as dificuldades de mercado, a empresa

investiu a mais do que o orçado inicialmente na ampliação das instalações físicas e em máquinas e equipamentos, o que aumentou a produção de fios e, por conseguinte, aumentou a regularidade no suprimento, diminuindo sua dependência do mercado (DOHLER, 2014).

A empresa Santanense também direcionou seus investimentos para aumentar os índices de produtividade e, conseqüentemente, reduzir custos de produção. Com a mesma estratégia da Dohler, a empresa investiu no desenvolvimento de linhas de produtos de maior valor agregado. As máquinas e equipamentos adquiridos permitiram, assim, tanto a melhora do mix de produtos quanto ajustes nos custos de conversão da matéria prima. Segundo a companhia, a necessidade de alto investimento em maquinário em todas as etapas do processo de produção constitui a principal vantagem para os agentes de maior porte já atuantes nesse mercado, permitindo sua consolidação (DOHLER, 2015).

Em seus comentários acerca do desempenho, a Renauxview destacou diversas tentativas de reposicionamento, almejando uma transição de produtora de fios de algodão e tecidos a produção de soluções para os segmentos de moda feminina, infantil, masculina e homewear. Esse reposicionamento explica os desinvestimentos na ordem de R\$ 14 milhões em 2011. Já os desinvestimentos realizados em 2015 e 2016 são explicados como uma readequação da capacidade produtiva à demanda real, visando a redução dos custos de produção. Assim, seus investimentos e desinvestimentos se resumem a tentativas de reposicionamento, culminando em desinvestimentos para se adequar a uma demanda inferior.

Os desinvestimentos da Teka também se enquadram em tentativas de readequação da capacidade produtiva, visando a redução de custos e a geração de caixa. Seu objetivo com a Recuperação Judicial foi definido como uma tentativa de reescalonamento do passivo, através do ingresso de fluxo de caixa e da alienação de bens tidos como não essenciais às atividades econômicas (TEKA, 2012). Entre 2011 e 2013, a empresa fez reestruturações drásticas, reduzindo os níveis hierárquicos, fechando unidades fabris e desligando mais de 1500 pessoas. A empresa, então, reduziu seu portfólio de produtos, custos e despesas e adequou toda sua estrutura para produção a um nível bem menor do que o praticado anteriormente (TEKA, 2013). Com a homologação de seu plano de recuperação judicial, a empresa vendeu diversas máquinas e equipamentos como tentativas de geração de caixa e de reposicionamento, totalizando R\$ 67,9 milhões em desinvestimentos.

Comparando 2009 a 2018, ao final de dez anos de investimentos, a Dohler e a Santanense aumentaram o valor total de seus ativos de máquinas e equipamentos em 42%. Comparativamente, a Renauxview aumentou seus ativos em 2% e a Teka reduziu seus ativos em 18%. Esses investimentos não refletiram em um custo de produto vendido menor para as

empresas de maior investimento, como demonstrado anteriormente. Porém, contribuíram para retardar o crescimento percentual dos custos. No período, a Dohler conseguiu reduzir seus custos a uma média anual de 1,1% e os custos da Santanense aumentaram 0,5% ao ano. Comparativamente, a Renauxview e a Teka sofreram um aumento anual médio de 1,1% e 1,7% dos custos, respectivamente.

Analisando a hipótese 2, conclui-se que não há relação direta entre o percentual dos custos de produto vendido e o valor investido ao ano. Porém, a política de investimentos da empresa reflete diretamente no mix de produtos que é capaz de ofertar e na inovação de seus produtos, o que as empresas mais solventes destacam como critérios fundamentais para o aumento das vendas e a fidelização de seus clientes. Comprova-se, assim, a importância da inovação na estratégia de produção para que a empresa se mantenha competitiva no setor têxtil, como concluído por Junckes (1998).

d) Gestão de Riscos

Conforme instruções da CVM, as empresas de capital aberto devem publicar anualmente fatores de risco ao próprio negócio e as políticas de gestão de risco que adotam para mitigá-los. Nenhuma das quatro empresas descreveu que possuía uma política formalizada de gestão de riscos. Apesar de suas perspectivas quanto aos riscos do setor têxtil apresentarem muitas sinergias, as estratégias adotadas variaram significativamente entre o grupo das empresas mais solventes em comparação com as insolventes, como é possível observar no Quadro 1.

Quadro 1 – Fatores de risco e estratégia de gestão dos riscos

	Fatores de Risco	Estratégia de Gestão do Risco
Dohler	Taxa de câmbio	Adiantamento cambial e controle da exposição a níveis aceitáveis
	Taxas de juros	Financiamento de insumos a juros subsidiados
	Liquidez	Manter nível seguro de disponibilidades de caixa ou acessos a recursos imediatos
	Preço das commodities	Nível de estoque e contratos de compra futura do algodão
	Crédito	Análises de créditos, limites de exposição por clientes e pulverização
	Operacional	-
Santanense	Concorrência	Pesquisas financiadas com auxílio de órgãos públicos
	Taxa de câmbio	Instrumentos financeiros derivativos e controle de exposição
	Taxas de juros	Equivalência entre receitas e despesas financeiras
	Liquidez	Controle dos níveis de liquidez e endividamento geral
	Preço das commodities	-
	Crédito	Seletividade de clientes, limites de crédito e política de concessão de créditos
Renauxview	Operacional	Geração própria de energia elétrica
	Concorrência	Composição do mix de produtos vendidos
	Taxa de câmbio	Manutenção da exposição a níveis aceitáveis
	Taxas de juros	Diversificação das fontes de captação de recursos
	Liquidez	Monitoramento das previsões de exigências de liquidez e caixa
	Preço das commodities	Gerenciamento de estoques
Teka	Crédito	Análise financeira e patrimonial dos clientes e estimativa de perdas
	Operacional	Busca por eficiência em custos e padrões de funcionamento
	Concorrência	-
	Taxa de câmbio	Controle dos níveis de exposição
	Taxas de juros	Controle dos níveis de exposição
	Liquidez	Redução de custos e despesas, gestão do fluxo de caixa e renegociação de dívidas

Fonte: elaboração própria com base nos formulários de referência divulgados pelas empresas.

Os níveis de estoque médio da Renauxview e da Dohler foram de 33,2% e 28,1% em relação à receita, respectivamente, fazendo jus à política de gerenciamento de estoques referenciada como estratégia de proteção à volatilidade do preço das commodities. Em comparação, os níveis médios de estoque da Santanense e da Teka foram de 22,7% e de 10,7%. Os riscos de crédito e da taxa de câmbio não exerceram impacto significativo no resultado de nenhuma das empresas. Este último, em especial, foi pouco significativo porque nenhuma delas ultrapassou 10% de suas receitas provenientes de exportações.

Os principais efeitos das ações adotadas em relação aos riscos de liquidez e de taxa de juros podem ser resumidos nos índices da Tabela 6. Tanto a Dohler quanto a Santanense demonstraram preocupação constante em manter níveis de endividamento e liquidez saudáveis, entendendo que a manutenção das disponibilidades em caixa e a gestão adequada da estrutura de capital forneceriam maior capacidade de adaptação e segurança após resultados negativos. Observa-se que a Santanense não ultrapassou um percentual de endividamento geral acima de 56% e a Dohler não ultrapassou 26% de endividamento, comprovando a execução de suas estratégias de controle de liquidez de forma satisfatória.

Em comparação, a Renauxview e a Teka não cumpriram suas estratégias de gestão de riscos. Ambas empresas extrapolaram muito o nível saudável de endividamento e atingiram patamares muito elevados de despesas financeiras ao longo dos anos. Apesar de visarem o controle dos níveis de exposição das taxas de juros, as empresas concentraram seus empréstimos em *factorings* e bancos com taxas de juros muito elevadas, proporcionais ao crescente risco de insolvência de ambas.

A insolvência da Teka e da Renauxview é revelada através da redução substancial do seu ciclo financeiro, exposto na Tabela 6. Enquanto as empresas mais saudáveis possuíam um ciclo financeiro muito longo, as empresas mais insolventes renegociaram muitos prazos de pagamentos com seus fornecedores, aumentando forçosamente o intervalo entre o recebimento de suas vendas e o pagamento dos insumos. A Dohler apresentou um resultado financeiro positivo durante os anos do estudo, advindos de receitas financeiras provenientes de juros de aplicações e de juros cobrados de seus clientes (DOHLER, 2018).

Tabela 6 – Índices de atividade e liquidez e resultado financeiro ao longo dos anos

Empresa	Índice	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Média
Dohler	Liquidez Geral	1,97	1,91	1,98	1,84	2,01	1,91	1,98	2,24	2,25	2,43	2,05
	Endividamento Geral	25%	24%	24%	26%	24%	25%	24%	21%	22%	20%	23,4%
	CO	234	232	228	228	225	224	227	208	211	230	224
	CF	199	202	202	204	201	199	203	187	189	213	200
	Resultado Financeiro	3,6%	4,7%	1,4%	0,5%	0,3%	1,4%	2,1%	0,2%	1,1%	3,1%	1,8%
Santanense	Liquidez Geral	2,12	1,85	1,85	2,59	1,70	1,67	1,56	1,53	1,49	1,30	1,77
	Endividamento Geral	30%	35%	36%	25%	35%	38%	41%	43%	49%	56%	38,7%
	CO	185	187	176	183	181	189	231	192	173	197	189
	CF	170	160	147	161	166	172	211	173	154	178	169
	Resultado Financeiro	-2,8%	-2,0%	-1,7%	-1,8%	-0,5%	-2,5%	-5,3%	-2,7%	-3,6%	-4,1%	-2,7%
Renauxview	Liquidez Geral	0,26	0,30	0,31	0,17	0,21	0,17	0,09	0,09	0,11	0,11	0,18
	Endividamento Geral	144%	148%	148%	190%	262%	309%	308%	353%	270%	279%	241,0%
	CO	178	181	207	289	253	245	235	235	245	234	230
	CF	85	141	147	179	175	125	57	-9	-81	-103	72
	Resultado Financeiro	-21,2%	-24,4%	-28,1%	-64,1%	-23,3%	-43,1%	-177,8%	-99,8%	-87,0%	-28,8%	-59,8%
Teka	Liquidez Geral	0,22	0,20	0,15	0,34	0,32	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31	0,28
	Endividamento Geral	197%	223%	271%	190%	210%	226%	233%	238%	240%	249%	227,7%
	CO	109	142	167	151	149	140	120	123	156	136	139
	CF	-12	52	52	-99	-375	-642	-906	-813	-995	-757	-449
	Resultado Financeiro	-38,6%	-35,3%	-55,7%	-91,7%	-86,8%	-95,4%	-93,3%	-90,7%	-80,8%	-72,6%	-74,1%

Fonte: elaboração própria com base nas demonstrações financeiras padronizadas das empresas.

4.3. Resultados

A hipótese referente à incapacidade de adaptação rápida ao mercado por parte das empresas insolventes se mostrou correta. Primeiramente, essa afirmação se confirma pela velocidade de adaptação do grupo oposto, no qual nenhuma das empresas mais solventes apresentou mais de dois anos consecutivos de resultados negativos. Assim que apresentou um lucro operacional negativo, a Dohler implementou políticas agressivas de vendas, trabalhando a relação entre número de produtos produzidos e preços para aumentar suas vendas (DOHLER,

2011). A Santanense, por sua vez, reagiu aos prejuízos realizando cortes em despesas com vendas, gerais e administrativas e trabalhando o mix de produtos oferecido (SANTANENSE, 2014). Em comparação, ao analisar tendências de mercado em seus comentários acerca do desempenho, a Teka e a Renauxview fizeram leituras erradas do cenário futuro. Dentre as constatações, a crença de que a pressão dos produtos importados seria passageira, de que as flutuações no câmbio seriam controladas e de que o preço dos insumos se estabilizaria em anos seguintes foram equivocadas, culminando na incapacidade de adaptação à realidade do mercado.

A hipótese dois, referente aos investimentos em equipamentos, provou-se parcialmente correta. É fato que as empresas menos solventes investiram menos em equipamentos e se modernizaram com velocidade menor ou até retroagiram. O principal motivo que levou aos anos de desinvestimento foi a necessidade de aumentar o capital de giro, realizada através da venda de ativos. O investimento maior em equipamentos, todavia, provocou apenas um retardamento no aumento dos custos, mas não gerou um CPV maior para as empresas que investiram menos. Apesar de não ter um impacto nítido na redução dos custos, a aquisição de máquinas e equipamentos permitiu maior velocidade às empresas mais solventes para trabalharem seu mix de produtos, aumentando a oferta de produtos e reduzindo seus preços quando necessário ou apostando em produtos de maior valor agregado.

Finalmente, a hipótese três também está parcialmente correta. Enquanto a estrutura de capital altamente dependente do capital de terceiros e o elevado nível de endividamento foram os principais motivos que levaram as empresas ao pedido de recuperação judicial, tais efeitos são apenas consequências das inabilidades que se descreveu anteriormente. Primeiramente, as empresas não foram capazes de competir de forma adequada no seu segmento, o que provocou a redução do seu faturamento. Como destacado pelas empresas mais solventes, a capacidade de competir é diretamente relacionada à sua capacidade de inovação e adaptação, dependendo da identificação antecipada das preferências de clientes por estampas, cores e estilos de tecidos, bem como da adaptação a flutuações dos níveis de consumo de seus produtos.

A redução do faturamento, por conseguinte, exigiu a adaptação do custo fixo ou das despesas à nova realidade, o que não foi feito com velocidade. Assim, ambas empresas acumularam anos de resultados econômicos negativos, o que provocou a corrosão do capital próprio, o aumento do endividamento e a redução da capacidade de pagamento. Tais motivos levaram à liquidação de ativos importantes, como máquinas e equipamentos, e obrigaram as empresas a buscar fontes de financiamentos a taxas mais elevadas, devido ao risco de não pagamento.

A partir da análise conjunta das três hipóteses, conclui-se que manter uma boa relação entre custos e receitas é apenas uma condição primária para a competição dentro do segmento de fios e tecidos. A velocidade de resposta a novas tendências de mercado revela-se fundamental para a administração de resultados negativos e, por conseguinte, da manutenção do caixa e do acesso a crédito. Esses dois critérios são essenciais para a capacidade da empresa de manter seus investimentos a um percentual saudável da receita e introduzir produtos inovadores no mercado. A inovação nos produtos revelou-se o fator mais relevante para a capacidade das empresas de elevarem seus preços, fidelizarem seus clientes e aumentarem suas receitas a partir de novos nichos no mercado. No caso da Dohler, por exemplo, esse nicho foi de produtos para a rede hoteleira, hospitalar e escolar, enquanto para a Santanense foram uniformes profissionais e equipamentos de proteção individual. A diferenciação fez com que ambas empresas fossem capazes de aumentar seus preços enquanto o grupo oposto não foi capaz de fazê-lo.

Somadas à inovação, as estratégias de gerenciamento de riscos se revelaram outro fator importante de diferenciação entre os dois grupos. As empresas do grupo solvente mantiveram sempre um valor relevante em disponibilidades de caixa para suportar prejuízos e poder reagir com velocidade, controlando continuamente seu grau de endividamento e sua liquidez geral. Tanto a Dohler quanto a Santanense reagiram a resultados negativos sem realizar cortes em investimentos, visto que essa estratégia comprometeria sua competitividade a longo prazo. Inclusive, em um dos anos de maior dificuldade, a Dohler entendeu que deveria aumentar seus investimentos, vendo a aquisição de máquinas e equipamentos como fator chave para vencer a concorrência em momentos de crise do setor (DOHLER, 2014).

5. CONCLUSÃO

Após um período com recorde de pedidos de recuperações judiciais, a compreensão do declínio e insolvência das empresas tornou-se um tema de extrema relevância para o contexto brasileiro. A partir desses acontecimentos, este artigo teve o objetivo de entender quais fatores são determinantes para o declínio e insolvência de uma empresa, servindo de base para a tomada de decisão de gestores, investidores e analistas de crédito. Além disso, propôs-se um método para a análise desses fatores, a partir de modelos de previsão de insolvência, com o intuito de replicá-lo a outros segmentos.

A partir do método proposto, foi definido o setor e segmento de estudo, o período analisado e, aplicados os cinco modelos de previsão de insolvência escolhidos sobre a amostra de empresas, definidos os objetos de análise aprofundada: Dohler, Santanense, Renauxview e

Teka. Essas empresas compreendiam os dois grupos mais distintos entre si. Em seguida, os dois grupos foram analisados nas categorias de Desempenho Setorial e Faturamento, Operacional, Investimentos e Gestão de Riscos. Comparadas as práticas adotadas pelas empresas mais e menos insolventes, concluiu-se acerca dos fatores que provocaram o declínio e posterior insolvência das empresas do pior grupo.

Um dos fatores que provocaram o declínio no segmento de fios e tecidos foi o baixo investimento ou até desinvestimento em equipamentos e maquinário praticado pelo grupo insolvente, o que reduziu substancialmente sua capacidade de oferta de um mix de produtos atrativo e, por conseguinte, sua capacidade de fidelização de clientes e de repasse de preços. Outro fator relevante identificado foi a incapacidade de seguir políticas de gestão de riscos de forma disciplinada, que, apesar de serem constatadas pelas empresas, não foram cumpridas. Assim as empresas mais insolventes se expuseram a uma maior volatilidade em períodos de instabilidade do mercado e não mantiveram disponibilidades em caixa para poder suportar prejuízos e, rapidamente, se recuperar em períodos seguintes, como feito pelo grupo oposto.

A análise das empresas, todavia, apresentou limitações quanto ao número de empresas estudadas e quanto ao intervalo de tempo do estudo. A Renauxview cita renegociações de dívidas desde 2006, enquanto o último exercício com resultado positivo da Teka foi em 2001, o que indica que a deterioração de ambas empresas é muito mais longa do que o horizonte de tempo estudado. Para trabalhos futuros, sugere-se adotar um período mais longo de análise das empresas, remontando às maiores crises do setor – notadamente 1990 e 2004. Além disso, sugere-se analisar um maior número de empresas do segmento, a fim de entender, também, as diferenças entre as empresas mais competitivas e as empresas medianas. Isso só se torna possível com a adoção de métodos mais eficazes de análise qualitativa, como análise de conteúdo com o auxílio de *softwares*, por exemplo, tendo em vista o longo tempo necessário para a análise aprofundada de cada uma das empresas estudadas.

Por fim, um dos objetivos secundários deste trabalho foi elaborar um método que poderia ser replicado para o estudo de outros segmentos. Para tal, mostrou-se fundamental entender a validade dos modelos de previsão de insolvência em cada setor, comparando os resultados do teste de solvência ao decreto de recuperações judiciais. No segmento de fios e tecidos, o termômetro de Kanitz não foi capaz de prever a insolvência das empresas. Assim, sugere-se replicar o método para vários segmentos, a fim de se entender mais afundo as limitações dos modelos de previsão de insolvência e do método de análise proposto, bem como se há convergência nas ações que levam à insolvência em outros segmentos.

REFERÊNCIAS

- ABIT - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INDÚSTRIA TÊXTIL E DE CONFECÇÃO. **Brasil: Consumo Industrial De Fibras E Filamentos - 1970 A 2018**, 2019. Disponível em: <<https://www.abit.org.br/uploads/arquivos/Consumo%20Industrial%20de%20Fibras%20e%20Filamentos%20-%201970%20a%202018%20-.pdf>> Acesso em 16 mai. 2019.
- ALTMAN, E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The Journal of Finance**, v.23, n.4, p-589-609, set. 1968.
- ALTMAN, E. I.; BAYDIA, T. K. N.; DIAS, L. M. R. Previsão de problemas financeiros em empresas. **Revista de Administração de Empresas**, v. 19, p. 17-28, 1979.
- ARANHA, J. A. M.; LINS FILHO, O. S. Modelos de previsão de insolvências: o termômetro de Kanitz na avaliação de empresas do setor de aviação comercial. In: JORNADA CIENTÍFICA DO CENTRO-OESTE DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO, 5., 2005, Campo Grande. **Anais...** Campo Grande: UFMS, 2005.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- ASSIS, L. M.; MARTINS, M. A. dos S. Aplicação do termômetro de Kanitz a partir da evidenciação de indicadores econômico-financeiros de empresas listadas na BM&FBOVESPA. **RGSN - Revista Gestão, Sustentabilidade e Negócios**, Porto Alegre, v. 5, n. 1, p. 62-80, jun. 2017.
- B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Critério de classificação do setor de atuação das companhias**, 2019. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/antigo/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/criterio-de-classificacao/>. Acesso em: 22 jan. 2019.
- BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Recomendações de Basileia**, 2019. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>>. Acesso em: 10 jun. 2019.
- BARBOSA FILHO, F. A. crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 51-60, mar. 2017.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. 1 ed. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BRANNSTROM, C. Forests for cotton: Institutions and organizations in Brazil's mid-twentieth-century cotton boom. **Journal of Historical Geography**, v. 36, ed. 2, p. 169-182, 2010.
- BRASIL. **Lei Federal n. 11.101, de 09 de fev. de 2005**, Brasília, 2005.
- BRASIL. **Lei Federal n. 6404, de 15 de dez. de 1976**. Brasília, 1976.
- BRUNASSI SILVA, V. A., SAMPAIO, J. O., GALLUCCINETO, H. Pedidos de Recuperação Judicial no Brasil: Uma Explicação com Variáveis Econômicas. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 16, n.3, set. 2018.

CAUOETTE, J. B.; ALTMAN, E. I.; NARAYANAN, P. **Gestão do risco de crédito: o próximo grande desafio financeiro**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

CEPEA - Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada. **Indicador do Algodão em Pluma CEPEA/ESALQ – Média Mensal**, 2019. Disponível em: <<https://www.cepea.esalq.usp.br/br/indicador/algodao-30-dias.aspx>>. Acesso em: 24 abr. 2019.

CIA DE TECIDOS SANTANENSE. **Formulário de Referência**. Disponível em: <<http://sitelite.mz-ir.com/site/?ccvm=4081>>. Acesso em: 04 mar. 2019.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **CVM publica norma sobre elaboração de Demonstrações Financeiras Consolidadas**, 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2007/20070713-1.html>>. Acesso em: 10 mai. 2019.

DALLAVALLE, A. **Turnaround empresarial: uma abordagem estratégica**. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.

DOHLER S.A. **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. Disponível em: <<http://www.dohler.com.br/institucional/relacao-com-investidores/informacoes-financeiras/>>. Acesso em: 04 mar. 2019.

DOHLER S.A. **Formulário de Referência**. Disponível em: <<http://www.dohler.com.br/institucional/relacao-com-investidores/formularios-de-referencia/>>. Acesso em: 04 mar. 2019.

DUBÉ, L.; PARÉ, G. Rigor in information systems positivism case research: current practices, trends, and recommendations. **MIS Quartely**, v. 27, n. 4, p. 597-635, 2003.

EISENHARDT, K. M. Building Theories from Case Study Research. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 532-550, 1989.

ELISABETSKY, R. **Um modelo matemático para decisões de crédito no banco comercial**. 1976. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1976.

FAZZIO JUNIOR, W. **Nova lei de falência e recuperação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2007.

GREENHALGH, L. Maintaining organizational effectiveness during organizational retrenchment. **Journal of Applied Behavioral Science**, New Hampshire, v. 18, p. 155-170, jun. 1982.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **PIB avança 1,0% em 2017 e fecha ano em R\$ 6,6 trilhões**, 2018. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/20166-pib-avanca-1-0-em-2017-e-fecha-ano-em-r-6-6-trilhoes>>. Acesso em: 13 set. 2018.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de Balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010a.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010b.

IUDÍCIBUS, S.; MARION, J. C. **Contabilidade comercial**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

JUNCKES, N. M. **O nível de utilização das técnicas financeiras pelas micro e pequenas empresas do setor têxtil do estado de Santa Catarina**. Dissertação (Pós-graduação) – Departamento de Engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 1998.

KANITZ, S. C. **Como prever falências**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1978.

KASSAI, J. R.; KASSAI, S. Desvendando o termômetro de insolvência de Kanitz. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 22., 1998, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998.

KOKSAL, A. **Predicting the development of decline in construction companies**. Tese (Doutorado) – Illinois Institute of Technology, Chicago, mai. 2002.

LEVY, A. Second-order planned change: definition and conceptualization. **Organizational Dynamics**, e. 36, n.3, p. 259-275, 1986.

LLEWELLYN, S.; NORTHCOTT, D. The “singular view” in management case studies qualitative research in organizations and management. **An International Journal**, v. 2, n. 3, p. 194-207, 2007.

MADEIRA, P. Falência ou recuperação empresarial como resultado do declínio organizacional: uma estrutura conceptual explicativa. **GESTIN**, Castelo Branco, v. 2, n. 2, p. 191-206, dez. 2003.

MARION, J. C. **Análise das Demonstrações Contábeis**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

MATIAS, A. B. **Indicadores contábeis e financeiros de previsão de insolvência: a experiência da pequena e média empresa**. 1976. Tese (Livre-docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1976.

MDIC – MINISTÉRIO DA ECONOMIA, INDÚSTRIA, COMÉRCIO EXTERIOR E SERVIÇOS. **Base de Dados do Comércio Exterior Brasileiro**, 2019. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior/comex-vis/frame-pppe?pppe=3275>>. Acesso em: 10 jun. 2019.

MEYER-STAMER, J. Path dependence in regional development: Persistence and change in three industrial clusters in Santa Catarina, Brazil. **World Development**, v. 26, ed. 8, p. 1495-1511, 1998.

PATTON, M. G. **Qualitative Research and Evaluation Methods**. 3. ed, Thousand Oaks, CA: Sage, 2002.

PAULA, L. F. de; PIRES, M. Crise e perspectivas para a economia brasileira. **Estudos avançados**, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 125-144, abr. 2017.

PINHEIRO, L. et. al. Validação de Modelos Brasileiros de Previsão de Insolvência. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 4, p. 83-103, dez. 2007.

PLATT, H.; PLATT, M. Business cycle effects on the state corporate failure rates. **Journal of Economics and Business**, v. 46, n. 2, p. 113-127, Boston, 1994.

RICHARTZ, F. et. al. Comportamento dos custos das empresas catarinenses que atuam no segmento fios e tecidos da BM&FBOVESPA. **Anais**. XVIII Congresso Brasileiro de Custos, Rio de Janeiro, 07 nov. 2011.

SANVICENTE, A. Z.; MINARDI, A. M. A. F. Identificação de indicadores contábeis significativos para previsão de falência de empresas. **Finance Lab Working Papers**, Ibmec Business School, São Paulo, 1998.

SCHENDEL, D.; PATTON, G. R.; RIGGS, J. Corporate Turnaround Strategies: A Study of Profit Decline and Recovery. Krannert Graduate School of Business Administration, Purdue University. **Journal of General Management**, v.3, n.3, 1976.

SERASA EXPERIAN. **Empresas que pediram recuperação judicial em 2016**, 2017. Disponível em: <<https://www.serasaexperian.com.br/amplie-seus-conhecimentos/blog/empresas-que-pediram-recuperacao-judicial-em-2016>>. Acesso em: 10 set. 2018.

SILVA, et al. Pedidos de Recuperação Judicial no Brasil: Uma Explicação com Variáveis Econômicas. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 429-454, set. 2018.

TEKA – TECELAGEM KUEHNRICH S.A. **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. Disponível em: <<http://www.teka.com.br/relacao-com-investidores/>>. Acesso em: 04 mar. 2019.

TEKA – TECELAGEM KUEHNRICH S.A. **Formulário de Referência**. Disponível em: <<http://www.teka.com.br/relacao-com-investidores/>>. Acesso em: 04 mar. 2019.

TEXTIL RENAUXVIEW S.A. **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. Disponível em: <<https://renauxview.com.br/informacoes-de-mercado/>>. Acesso em: 04 mar. 2019.

TEXTIL RENAUXVIEW S.A. **Formulário de Referência**. Disponível em: <<https://renauxview.com.br/informacoes-de-mercado/>>. Acesso em: 04 mar. 2019.

WEITZEL, W.; JONSSON, E. Decline in Organizations: a literature integration and extension. **Administrative Science Quarterly**, v. 34, n.1, p.91-109, mar. 1989.

YIN. R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.