

ESTADO DE INSOLVÊNCIA E MODELO FLEURIET: O Caso da Avianca Brasil

<http://dx.doi.org/10.21527/2237-6453.2021.57.10907>

Recebido em: 5/6/2020

Aceito em: 29/7/2021

Hugo Alves Silva Ribeiro¹, Carlos Henrique Rocha², Mateus Sakai Aratani³,
Nathane Eva Santos Peixoto⁴

RESUMO

Este artigo mostra que o estado de insolvência da companhia aérea Avianca Brasil era previsível, de modo que medidas corretivas poderiam ter sido tomadas. A análise é conduzida a partir do uso do modelo Fleuriet. A peça-chave do modelo é o balanço patrimonial reestruturado da empresa. Os balanços patrimoniais tradicionais foram obtidos do site da Anac. Entre 2015 e 2018 (3T) a Avianca foi enquadrada pelo modelo Fleuriet como “Muito Ruim”, dependente de dívidas de curto prazo e sem dispor de fundos para servir suas atividades operacionais. Esse cenário costuma ser resolvido pela venda de ativos não circulantes (permanentes), representando o início de uma liquidação da companhia ou insolvência. Seu patrimônio líquido caiu vertiginosamente neste período, impedindo o desenvolvimento. A precariedade das finanças da Avianca poderia ser detectada antes da situação de seu provável colapso. Com a saída da Avianca, o mercado nacional de aviação comercial fica nas mãos de três companhias: Latam, Gol e Azul. Ao final, este estudo também mostra que parte do percurso falimentar em cena está sendo seguido por algumas empresas aéreas do país. Isso indica possível colapso no setor aéreo brasileiro, e, se nada for feito, pode comprometer o desenvolvimento do transporte de passageiros na nação.

Palavras-chave: Companhia aérea; insolvência; modelo Fleuriet.

INSOLVENCY AND FLEURIET MODEL: THE CASE OF AVIANCA BRASIL

ABSTRACT

This article shows that the insolvency status of Avianca Brasil airline was predictable, corrective measures could have been taken. The analysis is conducted with the Fleuriet model. The key part of the model is the company's restructured balance sheet. Avianca's traditional balance sheets were obtained from Anac's website. Between 2015 and 2018 (3Q), Avianca was classified by Fleuriet as “Very Bad”, dependent on short-term debts and without the funds to serve its operational activities. This scenario is usually solved by the sale of non-current (permanent) assets, representing the beginning of a company liquidation or insolvency. The company's shareholders' equity fell sharply during this period, preventing development. The precariousness of Avianca's finances could have been detected well before the current situation of its probable collapse. With the departure of Avianca, the national commercial aviation market are in the hands of three companies: Latam, GOL and Azul. In the end, this study also shows that part of Avianca's bankruptcy path is being followed by some airlines in the country. This indicates a possible collapse in the Brazilian airline industry and, if nothing is done, it could compromise the development of passenger transport in the nation.

Keywords: Airline; insolvency; Fleuriet model.

¹ Autor correspondente. Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT). Setor de Clubes Esportivos Sul – SCES, lote 10, trecho 3, Projeto Orla Polo 8. Brasília, DF, Brasil. CEP 70200-003. <http://lattes.cnpq.br/4517495827939276>. <https://orcid.org/0000-0003-0879-336X>.

² Universidade de Brasília (UnB). Brasília, DF, Brasil.

³ Universidade de Brasília (UnB). Brasília, DF, Brasil.

⁴ Instituto Federal do Triângulo Mineiro (IFTM). Uberlândia, MG, Brasil.

INTRODUÇÃO

No mês de abril de 2019 a companhia aérea Avianca Brasil, doravante Avianca, cancelou diversos voos e interrompeu a venda de passagens para vários destinos. Esse foi o resultado da redução paulatina da frota utilizada pela empresa, especialmente devido à devolução de algumas aeronaves às suas arrendadoras por incapacidade de pagamento. Trata-se de uma companhia de aviação que protocolou pedido de recuperação judicial em dezembro de 2018, apresentando lista de credores que somava R\$ 493,9 milhões em dívidas (VALOR ECONÔMICO, 2018). Com efeito, a companhia encontrava-se ilíquida, insolvente.

Autores ressaltam que o balanço patrimonial tradicional se mostra inadequado para uma análise de liquidez. A peça correta, para tanto, é o balanço patrimonial gerencial de Fleuriet (MARQUES; BRAGA, 1995; VIEIRA, 2008). Nele, o ativo circulante foi desmembrado em ativo errático e ativo cíclico, enquanto o passivo circulante foi dividido em passivo errático e passivo cíclico. As demais contas do balanço patrimonial tradicional não foram alteradas. As contas erráticas referem-se a aplicações e obrigações de curto prazo e não ligadas estreitamente às operações usuais da organização; por sua vez, as contas cíclicas são de curto prazo e vinculadas à atividade operacional da empresa. Os indicadores financeiros considerados no modelo são: (a) capital de giro, (b) necessidade de capital de giro e (c) saldo de tesouraria (FLEURIET; ZEIDAN, 2015; VIEIRA, 2008).

O modelo Fleuriet tem sido aplicado a empresas da indústria da transformação, bancos, seguradoras, empresas de serviços, do agronegócio e dos transportes. Araújo, Costa e Camargos (2013) resenharam a literatura aplicada entre 1995 e 2012. Pereira e Rocha (2019) analisaram a liquidez dos aeroportos brasileiros concedidos em 2012 (Brasília, Guarulhos e Viracopos) com o modelo Fleuriet.

A aviação civil é um setor de grande relevância socioeconômica para o desenvolvimento do Brasil. Isso porque, segundo dados da Associação Brasileira das Empresas Aéreas (Abear), a aviação doméstica brasileira movimentada, anualmente, milhares de passageiros, gera renda direta e indireta de bilhões de reais, emprega milhares de pessoas direta e indiretamente, e tem uma participação não desprezível no Produto Interno Bruto nacional, em torno de 3% ao ano (ABEAR, 2019). Acrescente-se que a aviação regular, no Brasil, tem um papel de destaque, facilitando o turismo, o transporte de pessoas de negócios e a distribuição de cargas (OLIVEIRA, 2007). Assinale-se que, a cada dia, US\$ 19 bilhões são transportados em mercadorias aéreas, correspondendo a 33% do total de carga transportada mundialmente (IATA, 2017; ROCHA; MOSTARDEIRO; ALVES, 2020).

A aviação civil regional tem também sua importância para a economia doméstica, demandando aeronaves de menor porte muitas vezes fabricadas pela brasileira Embraer, fazendo chegar pequenas encomendas do comércio virtual aos diversos municípios distantes das capitais dos Estados brasileiros, estimulando o turismo ecológico, ligando o interior às capitais dos Estados, sobretudo gerando empregos diretos e indiretos (TUROLLA; LIMA; OHIRA, 2011; ROCHA; MOSTARDEIRO; ALVES, 2020).

Consoante o modelo Fleuriet, este artigo tem por objetivo mostrar que o estado falimentar da Avianca era previsível. Gil (2002) e Martins e Theóphilo (2017) lembram que muito do conhecimento acumulado pela humanidade no decorrer dos séculos foi adquirido por meio de

estudos de caso. É com esta perspectiva que este artigo contribui para ampliar o conhecimento aplicado sobre insolvência de empresas. A implicação social do artigo é mostrar que a prática regulatória pode se beneficiar da utilização do modelo Fleuriet, auxiliando na previsão de colapsos e beneficiando o desenvolvimento de empresas, instituições e do próprio país. Registre-se que este artigo não é o primeiro a aplicar o modelo Fleuriet a companhias aéreas. Barbosa, Alves e Barbosa (2016) estudaram os balanços patrimoniais remodelados de cinco empresas da aviação comercial do Brasil: Vasp (1998-2003), Varig (2002-2004), Transbrasil (1995-2000), TAM (1997-2011) e Gol (2008-2016). Eles constataram que os indicadores do modelo Fleuriet são instrumentos robustos de averiguação de situações de solvência e insolvência empresarial.

O restante do artigo encontra-se organizado como segue. A seção 2 traz uma contextualização histórica sobre a companhia aérea Avianca e sua participação no mercado brasileiro, porém, antes, é apresentado um *overview* das três maiores concorrentes da Avianca: Latam, Gol e Azul. A seção 3 expõe o modelo Fleuriet. A seção 4 discute os resultados da aplicação do modelo na companhia aérea Avianca. O período analisado compreende os anos de 2015 a 2018 (3º trimestre). Os balanços patrimoniais tradicionais foram obtidos da Agência Nacional de Aviação Civil (Anac). Esta seção apresenta também a classificação Fleuriet para a Latam, Gol e Azul. A seção 5 conclui o artigo.

CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICO-MERCADOLÓGICA

Histórico da Latam, Gol e Azul

Latam

No processo de formação da TAM é possível identificar três períodos principais: a fase de criação, a etapa de expansão regional e a consolidação da marca e o período de expansão internacional (LOMBARDI, 2007).

Em 1975 o governo observou que as companhias aéreas estavam focando em rotas com maior viabilidade econômica e negligenciando as rotas regionais. Nesse sentido, para evitar que as cidades do interior ficassem sem serviço de transporte aéreo, o governo brasileiro criou o programa denominado de Sistema Integrado de Transporte Aéreo Brasileiro (Sitar), com a finalidade de desenvolver a aviação regional; de acordo com o programa, cada região seria atendida por uma companhia aérea. Nesse contexto, a TAM regional foi criada em 1976 pelo Comandante Rolim em conjunto com a Vasp para servir os Estados de São Paulo, Mato Grosso (região sul) e Paraná (região norte). Em 1979 o comandante Rolim assume o controle acionário da companhia e, na década seguinte, inicia-se um período de consolidação e crescimento da organização.

No ano de 1986 a TAM Regional passa a ser denominada de Brasil Central Linha Aérea Regional – BR Central – e, após a aquisição da Votec (companhia aérea brasileira especializada em transporte executivo particular regional), a companhia expande suas operações para as regiões Norte e Centro-Oeste do Brasil. Em 1989 a TAM adota a estratégia competitiva de enfoque na diferenciação, objetivando ser reconhecida como sinônimo de qualidade e bom atendimento ao cliente, e cria o *slogan* “o tapete vermelho mágico” como um símbolo dessa iniciativa.

No ano 1993 a TAM lança o TAM fidelidade, o primeiro programa de fidelidade de uma companhia aérea na América Latina. Em 1996 a companhia entra no mercado internacional com

a criação da TAM Mercosur, após a aquisição de 80% da companhia paraguaia Lapsa. No ano de 2000 a TAM Regional, TAM Mercosur e TAM Express são integradas pela TAM Linhas Aéreas. Em 2001 o comandante Rolim falece em um acidente de helicóptero, e, no mesmo ano, ocorrem os acontecimentos de 11 de setembro que afetam a aviação mundial, ensejando um período de retração para o setor. No ano de 2003 a companhia anuncia uma operação de voos Code-Share cooperativos com a Varig, primeiro passo para a futura fusão, que, no entanto, não ocorreu e houve uma migração dos passageiros da Varig para a TAM. Assim, a TAM ultrapassa a Varig e assume a liderança do mercado nacional ao fim de 2003 e da América Latina em 2006. No ano de 2010 a TAM entra para a Star Alliance – aliança global de companhias aéreas – formada pelas principais companhias aéreas do mundo. Recentemente, em 2012 ocorre o processo de fusão entre o grupo chileno LAN Airlines e a TAM, formando a Latam Airlines, a maior companhia aérea da América Latina em malha aérea abrangendo 150 destinos em 22 localidades; uma top-10 da aviação civil mundial. O valor da companhia conjugada foi estimado em US\$ 14,5 bilhões (ROCHA, 2019).

Gol

A companhia aérea Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. foi criada pelo Grupo Áurea, o maior grupo empresarial de transporte viários do país, como um projeto de seus controladores, de modo que sua proposta de valor refletia os aspectos do grupo, principalmente em relação à gestão de custos (CAMARGOS; MINADEO, 2009).

A Gol inicia suas operações em janeiro de 2001 com a proposta de atuar no mercado de aviação utilizando o modelo LLC (*Low Cost Carrier*), uma estratégia de Liderança no Custo Total, focando em baixa tarifas e baixos custos (*low cost, low fare*), após receber a autorização do Departamento de Aviação Civil (DAC) para atuar como uma companhia aérea regular. As operações iniciaram com apenas 6 aeronaves, 5% da participação nacional, e a intenção de gerar demanda em um público não atendido tradicionalmente pelo mercado de transporte aéreo – o passageiro sensível ao preço – tornando viável a uma fatia populacional (classe B e C) que fazia uso de outras modalidades de transporte (ROCHA, 2019).

Ao, analisar-se, contudo, a evolução da participação da Gol no mercado aéreo por meio dos dados obtidos do DAC, verifica-se que, antes de 2001, o mercado aéreo era dividido entre TAM, Vasp, Varig e Transbrasil. Em 2005, porém, após a falência da Vasp e Transbrasil, o mercado ficou dividido entre a Varig e a Gol, na faixa de 30% cada, e a TAM, com aproximadamente 40% do mercado. Assim, nos primeiros anos de sua criação conclui-se que não houve uma geração de demanda substancial por parte da Gol, mas uma transferência de usuários da Transbrasil e Vasp para a Gol, em menor escala da Vasp e TAM (BINDER, 2009).

Um ano após sua fundação em 2001, a companhia triplicou de tamanho, dobrando no ano seguinte. Em 2004 abriu o capital na bolsa de valores. Em 2005 começou a voar para os países vizinhos. Em 2006 a companhia conquistou 37% do mercado local e anunciou, em março, a compra, por 320 milhões de dólares, da Varig, empresa que detinha o controle de 40% do mercado doméstico e 80% das rotas internacionais quando a Gol começou (EXAME, 2007). No ano de 2007 ocorre a aquisição da VRG Linhas Aéreas e é criado o Smiles, um programa de fidelização por milhagens. Em julho de 2015 a Gol modificou sua identidade visual, a primeira desde sua fundação.

Azul

O setor aéreo brasileiro apresentou por algum tempo uma estrutura de mercado duopolista, com apenas dois grandes competidores. Esta situação econômica, na qual duas companhias detinham 85% do mercado – Gol e TAM – restando 15% para as demais companhias, contudo, começou a mudar com a criação da Azul (VALENT; DORNELLES; VALENT, 2014).

A companhia foi fundada em 2008 por David Neeleman, mesmo fundador da JetBlue, tendo como foco a aviação regional, ao contrário das outras grandes companhias, operando mercados com baixa concorrência e margens menos apertadas. Além disso, pelo fato de a companhia não estar focada somente em aumento da participação do mercado, pode se concentrar em rotas e *slots* mais rentáveis, como as fornecidas pelo aeroporto de Viracopos.

A empresa atua com a finalidade de captar passageiros em potencial, focando no público que viajava em ônibus interestaduais e não fazia uso do serviço de aviação por não dispor de alternativas convenientes de transporte aéreo. Nesse sentido, a Azul Linhas Aéreas começou operando com a política *low-cost, low fare* (VALENT; DORNELLES; VALENT, 2014).

Atualmente, a Azul é a maior companhia aérea do Brasil em quantidade de cidades atendidas e a terceira maior em participação de mercado. Conta com a maior malha aérea do país, abrangendo mais de cem destinos com 792 decolagens diárias. Além disso, foi eleita a melhor empresa aérea regional da América do Sul pelo oitavo ano consecutivo pela Skytrax e companhia mais pontual do Brasil e da América do Sul, segundo a Flight Stats, líder mundial em informações de voo em tempo real (AZUL, 2019).

Histórico da Avianca

A Avianca foi fundada pelo grupo empresarial Synergy Group em 1998, e até meados de 2010 operava no mercado com o nome Ocean Air Linhas Aéreas S.A. (BONELI; ROSA, 2016). A denominação Avianca passou a ser adotada daí em diante por estratégia mercadológica, tendo em vista que o Synergy Group já havia adquirido, em 2004, parte da companhia colombiana de mesmo nome.

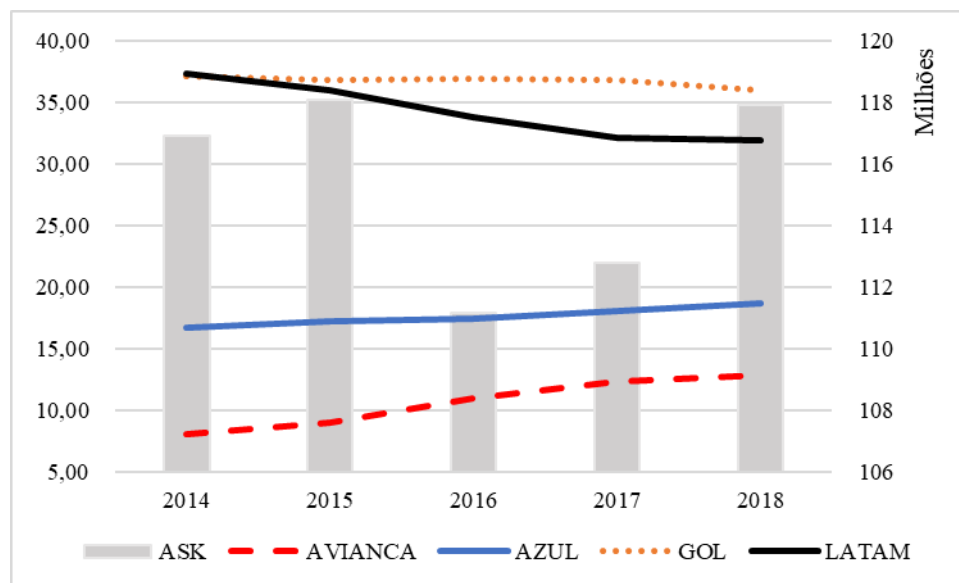
O processo de expansão da Avianca foi gradativo, chegando a ingressar na Star Alliance em 2015, ano em que atendia 25 cidades brasileiras e realizava mais de 200 voos diários. Desde então a situação econômico-financeira da empresa vinha sendo deteriorada, tanto pela queda no quantitativo de passageiros entre 2016 e 2017 quanto por fatores cambiais, afetando as contas da despesa operacional, principalmente (a) combustíveis e lubrificantes e (b) arrendamento de aeronaves. Na prática, tudo indica que a companhia aérea não acreditava que a crise brasileira duraria tanto tempo, expandindo suas operações ao invés de contraí-las.

No ano de 2018 a Avianca foi responsável por 12,9% do *market share* no que se refere à quantidade de passageiros-quilômetro disponíveis (ASK) no Brasil, atrás da Gol (35,9%), da Latam (31,9%) e da Azul (18,7%) (ABEAR, 2019). O Gráfico 1 mostra que, em 2014, esse mesmo *market share* da companhia aérea era de 8%.

Em 10 de dezembro de 2018 a Avianca apresentou pedido de recuperação judicial. O plano de recuperação foi divulgado em abril de 2019 no sítio eletrônico da companhia aérea. Nele consta que a crise da empresa decorreu de diversos fatores, dos quais destacam-se: (a) a crise que afetava o país desde meados de 2014, que reduziu o poder aquisitivo dos passageiros; (b)

o aumento de quase 60% do valor do combustível utilizado nas aeronaves; (c) a inconstante e crescente variação cambial e (d) a greve dos caminhoneiros em meados de 2018, que afetou seu fluxo de caixa.

Gráfico 1 – Market Share em ASK (%)



Fonte: ABEAR (2019).

Ressalta-se que a Avianca, assim como a Latam, não é conhecida por adotar políticas de baixa tarifa (*low fare*), mas, sim, por priorizar o conforto de seus passageiros por meio da modernidade de sua frota, do serviço de bordo diferenciado e do entretenimento a bordo, além de valorizar a pontualidade (BONELLI; ROSA, 2016). Adicione-se que a Avianca foi uma das poucas companhias aéreas brasileiras que não alterou seus processos de tarifação de bagagens imediatamente após a vigência da Resolução Anac nº 400, de 13 de dezembro de 2016 (NOLASCO *et al.*, 2018).

Concentração no setor aéreo

Com a saída da Avianca do mercado de aviação comercial do Brasil há aumento da concentração (ou diminuição da competição), impondo maior atenção por parte da agência reguladora. No caso em pauta, o Brasil retorna ao âmbito concorrencial dos anos 60 quando três companhias aéreas dominavam o mercado: a Varig (Viação Aérea Rio-Grandense), a Vasp (Viação Aérea São Paulo) e a Transbrasil (OLIVEIRA, 2011). Hoje, ficariam as empresas Latam, Gol e Azul.

O índice de concentração de mercado Herfindahl-Hirschman (IHH), calculado para o ano de 2017, com a presença da Avianca, é de 2.873; sem a companhia, o índice passa para 3.548, guardando a proporcionalidade de participação no mercado das companhias remanescentes. Mercados com IHH maior do que 2.500 são considerados altamente concentrados (BAYE, 2010; CADE, 2016). O índice Herfindahl-Hirschman é

$$IHH = 10.000 \sum w_i^2 \quad (1)$$

em que $w_i = S_i/S_T$, sendo S_i o faturamento da empresa i e S_T é o faturamento total na indústria. O índice é multiplicado por dez mil para eliminar a necessidade de decimais. Ao elevar ao quadrado os w_i antes somá-los, pondera-se, com maior peso, os maiores w_i .

Falências na aviação civil brasileira: um breve relato

A Panair do Brasil, fundada em 1929, fechou em 1965. A companhia aérea Cruzeiro do Sul, resultante da troca de nome da companhia Sindicato Condor, na época da Segunda Grande Guerra mundial, faliu em 1975. A Lóide Aéreo Nacional, já combalida, foi incorporada pela Vasp em 1968. A companhia Transportes Aéreos da Bacia Amazônica (Taba) faliu em 1999. A Real Aerovias entrou em operação em 1945, também combalida, e foi vendida para a Varig em 1999. A Varig sobreviveu por 80 anos (1927-2007). Em 2001 a Transbrasil fechou e em 2005 foi a vez da Vasp (BIELSCHOWSKY; CUSTÓDIO, 2011; CAMARGOS; MINADEO, 2009; FERREIRA, 2017). A companhia Nordeste Aviação Regional Linhas Aéreas (Noar), nascida em 2009, teve sua licença revogada pela Anac em 2014 em razão dos recorrentes acidentes aéreos.

As companhias aéreas regionais tornam-se insolventes, principalmente porque têm dificuldades de negociar melhores preços com os fornecedores de querosene e de negociar financiamentos a custos razoáveis com instituições financeiras, além de enfrentar a concorrência com companhias nacionais nos trechos de baixa demanda (TUROLLA; LIMA; OHIRA, 2011).

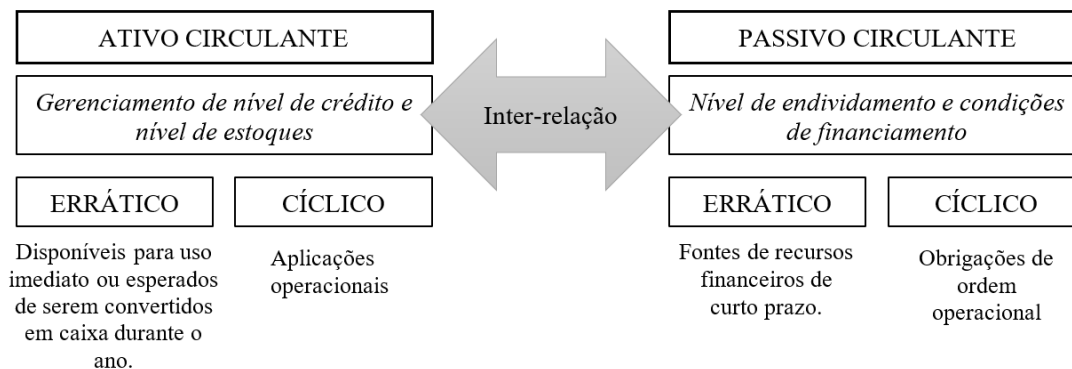
As companhias Varig, Vasp e Transbrasil sucumbiram pelos mesmos motivos, ou seja, porque fizeram maus julgamentos a respeito dos anseios, satisfações e comportamentos da demanda contemporânea por *ticket* aéreo (BIELSCHOWSKY; CUSTÓDIO, 2011).

MODELO FLEURIET

O balanço patrimonial de uma empresa tem dois grandes grupos de contas: ativo e passivo. O passivo é dividido em passivo circulante, passivo não circulante e patrimônio líquido, indicando a fonte do capital emprestado à empresa. O ativo é dividido em ativo circulante e ativo não circulante, detalhando como o capital emprestado é usado pela empresa.

No modelo Fleuriet, o ativo circulante é dividido em ativo errático e ativo cíclico e o passivo circulante em passivo errático e passivo cíclico. A redefinição do ativo circulante e do passivo circulante baseou-se no conceito de atividades operacionais e alheias a essas atividades (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Figura 1 – Elementos de giro no modelo Fleuriet



Fonte: Os autores.

O ativo errático representa os disponíveis para uso imediato, como também aqueles que são esperados serem convertidos em caixa durante o ano. O ativo cíclico refere-se às aplicações operacionais, como estoques, despesas antecipadas, créditos fiscais e adiantamentos a fornecedores. O passivo errático representa as fontes de recursos financeiros de curto prazo, como empréstimos e pagamentos de cupons e de dividendos. O passivo cíclico descreve as obrigações de ordem operacional, tais como salários de funcionários, impostos e fornecedores (FLEURIET; ZEIDAN, 2015; VIEIRA, 2008).

O modelo Fleuriet tem três indicadores principais: (a) capital de giro (*CDG*); (b) necessidade de capital de giro (*NCG*) e (c) saldo de tesouraria (*T*). O saldo de tesouraria corresponde ao termômetro dos riscos oriundos do desequilíbrio entre ativos e passivos. Estes indicadores são úteis para monitorar a liquidez e a saúde da empresa (BARBOSA, ALVES; BARBOSA, 2016; FLEURIET; ZEIDAN, 2015; PRADO *et al.*, 2018; VIEIRA, 2008).

Da divisão das contas do ativo circulante e do passivo circulante é possível calcular os indicadores *CDG*, *NCG* e *T*, conforme as equações (2), (3) e (4):

$$CDG = PNC + PL - ANC \quad (2)$$

$$NCG = ACI - PCI \quad (3)$$

$$T = AE - PE \quad (4)$$

Quando *CDG* é o capital de giro, *PL* é o patrimônio líquido, *ANC* é o ativo não circulante, *NCG* é a necessidade de capital de giro, *ACI* é o ativo cíclico, *PCI* é o passivo cíclico, *T* é o saldo de tesouraria, *AE* é o ativo errático e *PE* é o passivo errático.

É sabido da identidade do balanço patrimonial do modelo Fleuriet que:

$$AE - PE = PCI + PNC + PL - ACI - ANC \quad (5)$$

A partir da organização dos termos da Equação 5, é possível obter a Equação 6:

$$AE - PE = (PNC + PL - ANC) - (ACI - PCI) \quad (6)$$

Usando as definições das equações (2) e (3), e aplicando-as na Equação 6, chega-se a Equação 7:

$$AE - PE = CDG - NCG \quad (7)$$

Substituindo os termos da Equação 7 na Equação 4, obtém-se a Equação 8:

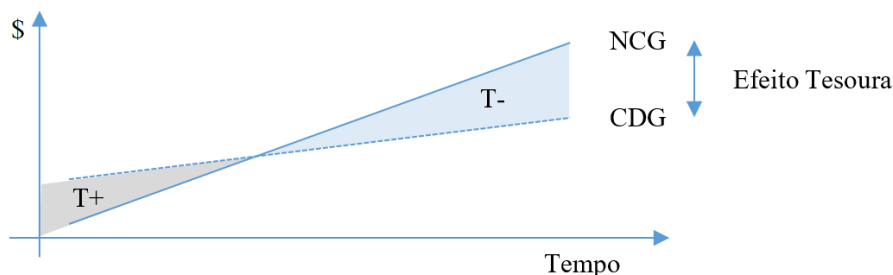
$$T = CDG - NCG \quad (8)$$

A equação (2), anteriormente apresentada, representa as fontes de recursos disponíveis de longo prazo, e a equação (3) as aplicações que precisam ser financiadas. Na Equação (8), se *NCG* for positivo e maior do que *CDG* ($CDG > 0$), o saldo de tesouraria aprofunda-se negativamente, surgindo o chamado efeito tesoura (Gráfico 2).

Esse feito implica da dependência cada vez mais acentuada dos recursos de curto prazo para o financiamento das atividades da empresa. Na prática, o efeito tesoura não significa que

a empresa tenha problemas graves, mas indica que sua situação de liquidez se deteriora e pode comprometer a obtenção de recursos no futuro. O nome deste efeito vem de sua visualização gráfica (Gráfico 2), tendo em vista que o *gap* entre as curvas de *NCG* e de *CDG* se assemelham à abertura das lâminas de uma tesoura (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Gráfico 2 – Representação Teórica do Efeito Tesoura



Fonte: Autores a partir dos conceitos de FLEURIET; ZEIDAN (2015).

Conclui-se, portanto, que o saldo de tesouraria não apenas pode ser calculado pela diferença entre o ativo errático (*AE*) e passível errático (*PE*), mas também pela diferença entre o capital de giro (*CDG*) e a necessidade de capital de giro (*NCG*). A partir dessa definição torna-se possível identificar o tipo de balanço patrimonial da empresa.

Tipos de balanço patrimonial

O modelo Fleuriet classifica a empresa em excelente (tipo 1), sólida (tipo 2), insatisfatória (tipo 3), alto risco (tipo 4), muito ruim (tipo 5) ou péssima (tipo 6) de acordo com o seu balanço patrimonial, conforme mostra o Quadro 1. Isso auxilia na compreensão do grau de desenvolvimento de cada instituição, alertando gestores e investidores a respeito das medidas futuras a serem tomadas.

Uma empresa do tipo 1 apresenta saldo de tesouraria positivo e recebe pagamentos adiantados por bens e serviços em produção. Uma empresa do tipo 2 é considerada sólida financeiramente. Uma empresa do tipo 3 apresenta necessidade de capital de giro maior do que o montante de capital de giro, impactando negativamente o saldo de tesouraria. Uma empresa do tipo 4 exibe saldo de tesouraria positivo porque a necessidade de capital de giro é negativa e maior do que o capital de giro. Uma empresa do tipo 5 exibe situação financeira ruim, com insuficiência de caixa. Uma empresa do tipo 6 com capital de giro negativo reforça o saldo negativo de tesouraria, dado que a necessidade de capital de giro é positiva (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Quadro 1 – Tipo de balanço patrimonial do modelo Fleuriet

Tipo	CDG	NCG	T	Regra
1	+	-	+	Excelente
2	+	+	+	Sólida
3	+	+	-	Insatisfatória
4	-	-	+	Alto risco
5	-	-	-	Muito ruim
6	-	+	-	Péssima

Fonte: Adaptado de MARQUES; BRAGA (1995).

Uma empresa do tipo 3, 5 e 6 opera com saldo de tesouraria negativo, revelando uma dependência exagerada de financiamentos a curto prazo, podendo levá-las a um estado falimentar. O valor de seus ativos é menor do que o valor de suas obrigações. Uma empresa do tipo 4 e 5 não possui fundos de longo prazo para servir suas atividades operacionais.

Índice de liquidez do modelo Fleuriet

O índice de liquidez do modelo Fleuriet (*ILF*) é definido conforme a Equação (9) (VIEIRA, 2008, p. 119). As variáveis do lado direito desta equação foram definidas anteriormente. A necessidade de capital de giro encontra-se em módulo.

$$ILF = \frac{T}{|NCG|} \quad (9)$$

A Equação (9) mostra que quanto mais negativo for o saldo de tesouraria, pior tenderá a ser a situação financeira da empresa, mais ilíquida. Ressalta-se que a utilização de recursos financeiros do saldo de tesouraria, representados principalmente pelos empréstimos e financiamentos bancários de curto prazo para servir a demanda operacional por recursos, indicada pela necessidade de capital de giro, demonstra um certo descaso financeiro e, por consequência, um risco de liquidez (VIEIRA, 2008; VIEIRA; BUENO, 2008), pois obriga a empresa a realizar com frequência negociações desfavoráveis de captação de recursos junto a instituições financeiras.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

Análise do balanço patrimonial da Avianca

A partir dos dados obtidos no *site* da Anac, construiu-se a Tabela 1, trazendo os balanços patrimoniais da Avianca entre 2015 e o 3º trimestre de 2018 (3T) para o formato do modelo Fleuriet. Após a análise dessas informações, constatou-se que:

O passivo errático a preços de 2018 cresceu 38,2% ao ano, no período 2015-2018 (3T). As dívidas de curto prazo foram responsáveis por isto.

O passivo cíclico, também a preços constantes de 2018, cresceu anualmente 30,5% neste mesmo período. As obrigações com fornecedores de combustíveis e lubrificantes e de aeronaves (*leasing*) responderam por boa parte de tal crescimento. Outra conta que pesou no passivo cíclico foi a referente a pouso e decolagem. As privatizações dos aeroportos em curso têm provocado aumentos expressivos de taxas e tarifas aeroportuárias.

O ativo errático cresceu 2,2% ao ano e o ativo cíclico 10,7% ao ano, entre 2015 e 2018 (3T), a preços de 2018.

Tabela 1 – Balanço Patrimonial Modelo Fleuriet da Avianca, 2015-2018 (3T) (R\$ mil)

Ativo	2015	2016	2017	2018 (3T)
Errático	30.252,10	83.156,00	11.997,00	38.205,12
Cíclico	416.870,95	385.533,00	504.694,00	669.308,65
ANC	580.278,96	785.415,00	826.427,00	1.413.073,44

AT	1.027.402,02	1.254.104,00	1.343.118,00	2.120.587,20
Passivo	2015	2016	2017	2018 (3T)
Errático	85.782,74	127.332,00	60.139,00	267.647,94
Cíclico	743.995,11	871.014,00	1.110.939,00	1.956.134,30
PNC	182.263,61	252.804,00	240.489,00	199.970,78
PL	15.360,57	2.954,00	-68.449,00	-303.165,82
PT	1.027.402,02	1.254.104,00	1.343.118,00	2.120.587,20

Nota: AT = ativo total. PT = passivo total. ANC = ativo não circulante. PNC = passivo não circulante. PL = patrimônio líquido. Elaborado a partir dos balanços patrimoniais tradicionais.

Por sua vez, os três indicadores do modelo calculados com base nos balanços patrimoniais de Fleuriet estão apresentados na Tabela 2. Entre 2015 e 2018 (3T) os ativos permanentes da Avianca foram maiores do que os passivos permanentes ($CDG < 0$). Isto representa que os fundos de longo prazo não foram suficientes para financiar a totalidade dos ativos permanentes nestes quatro anos. O saldo de tesouraria é, de maneira recorrente, negativo, $CDG > NCG$ em módulo. Verifica-se, portanto, a presença do efeito tesoura invertido, causado pelo aumento dos custos operacionais e pelos investimentos elevados com *payback* demorado.

Tabela 2 – Indicadores do Modelo Fleuriet para a Avianca, 2015-2018 (3T) (preços de 2018)

Indicador	2015	2016	2017	2018 (3T)
CDG	-382.654,79	-529.657,00	-654.387,00	-1.516.268,47
NCG	-327.124,15	-485.481,00	-606.245,00	-1.286.825,65
T	-55.530,64	-44.176,00	-48.142,00	-229.442,82
Classificação	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim

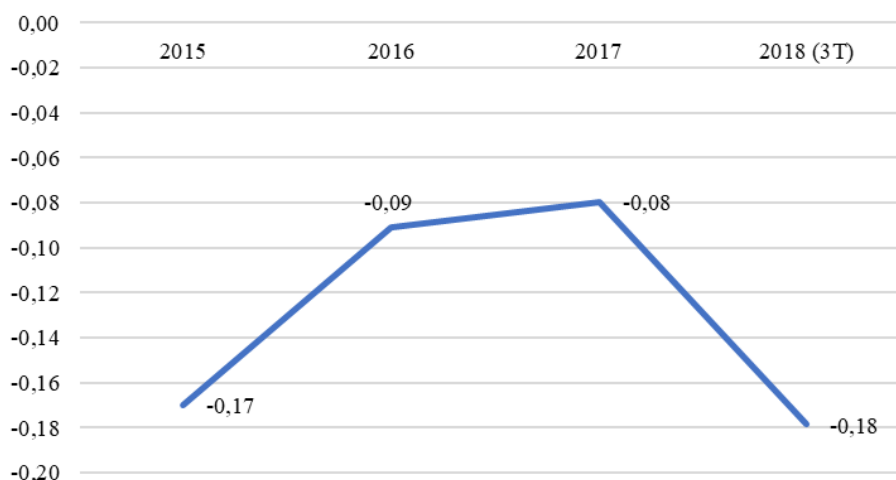
Do cotejamento dos resultados da Tabela 2 com o Quadro 1, constata-se que a Avianca, durante todo o período analisado, pode ser tipificada, à la Fleuriet, como “Muito Ruim”, dependente de dívidas de curto prazo e sem possuir fundos para servir suas atividades operacionais.

Avianca: índice de liquidez de Fleuriet

O Gráfico 3 apresenta o índice de liquidez da Avianca calculado pelo modelo Fleuriet. Como pode ser observado, a exposição da companhia a riscos de liquidez de curto prazo agravou-se entre 2017 e 2018 (3T); *ILF* de 2018 (3T) é praticamente igual ao de 2015.

O exame do Gráfico 3 mostra que em 2018 a companhia aérea avançou 18% nas fontes de recursos de curto prazo. O que não é algo desprezível. O agravante, contudo, é a baixa capacidade da Avianca de gerar e reter lucro e de aumentar o patrimônio líquido. Registre-se que, entre 2015-2018, o patrimônio líquido da companhia caiu de maneira acentuada.

Gráfico 3 – Avianca – ILF, 2015-2018 (3T)



Fonte: Os autores.

Comentários adicionais

A Tabela 3 apresenta a classificação Fleuriet da Latam, Gol e Azul para os anos de 2015 a 2018(3T). Como pode ser observado, a situação financeira das três companhias é parecida como a situação da Avianca. A Latam destacou-se no acumulado do 3º trimestre de 2018, enquanto a Gol apresenta dados preocupantes. Estes resultados reforçam a necessidade de as autoridades acompanharem as finanças das companhias aéreas, evitando um desgoverno na aviação comercial brasileira. Esse fator é essencial para o desenvolvimento do setor e para o equilíbrio socioeconômico do mercado de transporte aéreo.

Tabela 3 – Classificação Fleuriet da Latam, Gol e Azul, 2015-2018(3T)

Companhia	2015	2016	2017	2018(3T)
LATAM	Muito Ruim	Muito Ruim	Alto Risco	Excelente
GOL	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim	Muito Ruim
Azul	Muito Ruim	Alto Risco	Alto Risco	Alto Risco

CONCLUSÃO

Este artigo mostrou que o colapso da companhia aérea Avianca era previsível. O estado de insolvência da companhia foi avaliado por meio do modelo Fleuriet, uma vez que o balanço patrimonial tradicional, de acordo com especialistas, apresenta-se inadequado para uma análise de liquidez. Foram analisados, então, os balanços patrimoniais no formato do modelo Fleuriet de 2015 a 2018 (3º trimestre). Os dados foram obtidos do sítio da Anac.

Durante todo o período considerado, a Avianca foi qualificada como “Muito Ruim” pelo modelo Fleuriet, mostrando-se dependente de empréstimos e financiamentos a curto prazo e sem dispor de fundos para servir suas atividades operacionais. Foi perceptível que essa situação se agravou entre 2017 e 2018, retornando ao patamar de 2015. Este tipo de contexto costuma ser resolvido pela venda de ativos não circulantes ou permanentes, marcando o início de uma liquidação ou insolvência da empresa.

As autoridades reguladoras precisam necessariamente acompanhar o desempenho financeiro das companhias aéreas sob pena de haver perdas de empregos e a baixa de um competidor no mercado brasileiro de aviação comercial, sem falar das incansáveis tratativas de acordos de dívidas, do vai e vem dos custosos recursos judiciais e de favorecer o aumento do poder de mercado das companhias remanescentes junto a passageiros e fornecedores, inclusive, aeroportos.

Por fim, acrescenta-se que o estado de solvência das três companhias aéreas remanescentes é semelhante ao da Avianca. Isto pode ser um indício de falência e de colapso no setor aéreo brasileiro, de modo a exigir ações emergenciais do Estado para o controle da crise e para o desenvolvimento do país.

Este trabalho limitou-se a analisar dados de um período de pouco mais de três anos. Sobre isso, por se tratar de uma metodologia replicável, sugere-se, para trabalhos futuros, a atualização dos dados e a extensão de informações para monitoramento do mercado.

REFERÊNCIAS

- ABEAR. *Dados e fatos: estatística da aviação brasileira*. Disponível em: <https://abear.com.br/imprensa/dados-e-fatos/>. Acesso em: 17 abr. 2019.
- ARAÚJO, E. A. T.; COSTA, M. L. O.; CAMARGOS, M. A. Mapeamento da produção científica sobre o Modelo Fleuriet no Brasil. *Gestão Contemporânea*, a. 10, n. 14, p. 311-347, 2013.
- AZUL. Disponível em: <https://www.voeazul.com.br/conheca-a-azul/sobre-azul>. Acesso em: 11 jun. 2019.
- BARBOSA, S. C.; ALVES, F. J. S.; BARBOSA, A. G. *Modelo Fleuriet: aplicação de um estudo de caso no setor de transporte aéreo*. Rio de Janeiro: CRCRJ, 2016.
- BAYE, M. R. *Economia de empresas e estratégias de negócios*. Porto Alegre: Bookman, 2010.
- BIELSCHOWSKY, P.; CUSTÓDIO, M. C. A evolução do setor de transporte aéreo brasileiro. *Revista Eletrônica Novo Enfoque*, v. 13, n. 13, p. 72-93, 2011.
- BINDER, M. Rede de recurso: um modelo desenvolvido a partir do caso Gol Linhas Aéreas. *Revista de Administração e Inovação*, v. 6, n. 2, p. 28-43, 2009.
- BONELI, L. S.; ROSA, M. S. G. A competitividade como fator negativo na aviação brasileira. *Aviation in Focus: Journal of Aeronautical Sciences*, v. 7, n. 2, p. 29-37, 2016.
- CADE. *Guia para análise de atos de concentração horizontal*. Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2016.
- CAMARGOS, M. A.; MINADEO, R. Aquisições na aviação civil brasileira: uma análise da trajetória da Gol e da Varig até a sua aquisição. *Revista Eletrônica Gestão e Sociedade*, v. 1, n. 2, p. 1-30, 2009.
- FERREIRA, J. C. Um breve histórico da aviação comercial brasileira. CONGRESSO BRASILEIRO DE HISTÓRIA ECONÔMICA, 12., 2017. Niterói, RJ. *Anais [...]*. Niterói, RJ, 2017.
- EXAME. A mais veloz da história. *Revista Exame*. Tiago Lethbridge e Melina Costa. Ano 41, n. 6., abril de 2007. p. 23.
- FLEURIET, M.; ZEIDAN, R. *O modelo dinâmico de gestão financeira*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2015.
- GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 2002.
- IATA. *White paper: air cargo serving e-commerce*. Montreal: IATA, 2017.
- LOMBARDI, M. F. S. Estratégias empresariais e formação de competências: o caso TAM Linhas Aéreas S.A. ENCONTRO DE ESTUDOS EM ESTRATÉGIA, 3., 2007. São Paulo. *Anais [...]*. São Paulo, 2007.
- MARQUES, J. A. V. C.; BRAGA, R. A. A dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. *Revista de Administração de Empresas*, v. 35, n. 3, p. 49-63, 1995.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- MELO, A. C.; COUTINHO, E. S. O modelo Fleuriet como indicador conjunto de solvência e rentabilidade. ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007. Rio de Janeiro. *Anais [...]*. Rio de Janeiro, 2007.

NOLASCO, C. V. E.; NAZÁRIO, E. K.; ÁVILA, G. P. G.; LACERDA, M. S.; LOURENÇO, R. L.; MALDONADO R. O. *Resolução 400: desregulamentação da exigência de franquia mínima de bagagem de mão*. 2018. Trabalho (Conclusão de Curso) – Fundação Dom Cabral, Programa de Especialização em Gestão de Negócio, Rio de Janeiro, 2018.

OLIVEIRA, A. V. M. Performance dos regulados e eficácia do regulador: uma avaliação das políticas regulatórias do transporte aéreo e dos desafios para o futuro. In: SALGADO, L. H.; MOTTA, R. S. (org.). *Regulação e concorrência no Brasil: governança, incentivos e eficiência*. Rio de Janeiro: Ipea, 2007.

OLIVEIRA, S. R. *Rota de colisão: a história, a crise e o fim da Varig*. Rio de Janeiro: E-Papers, 2011.

PEREIRA, E. S.; ROCHA, C. H. Concessões aeroportuárias brasileiras, saúde financeira e prática regulatória: uma aplicação do modelo Fleuriet. *Revista Estudos e Pesquisas em Administração*, v. 3, n. 3, p. 148-161, 2019. DOI: 10.30781/repad.v3i3.9011

PRADO, J. W.; CARVALHO, F. M.; BENEDICTO, G. C.; ALCÂNTARA, V. C.; SANTOS, E. A. C. Uma abordagem para análise do risco de crédito utilizando o modelo Fleuriet. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 12, n. 3, p. 341-363, 2018.

ROCHA, C. H. *Estratégia de aquisição da companhia aérea brasileira Webjet pela brasileira Gol: uma abordagem da metodologia Strategic Variance Analysis*. ENCONTRO DA ANPAD, 43., 2019. São Paulo, 2019.

ROCHA, C. H.; SOUSA, R. R. C.; CAMPOS, N. Uma análise da situação financeira da indústria brasileira de aviação civil. *Journal of Transport Literature*, v. 10, n. 3, p. 35-39, 2016.

ROCHA, C. H.; MOSTARDEIRO, P.; ALVES, L. A. S. Demand for air cargo and demand for virtual commerce goods in Brazil. *Gepros. Gestão da Produção, Operações e Sistemas*, v. 15, n. 1, p. 256-272, 2020.

TUROLLA, F. A.; LIMA, M. F. F.; OHIRA, T. H. Políticas públicas para a melhoria da competitividade da aviação regional brasileira. *Revista de Literatura dos Transportes*, v. 5, n. 4, p. 188-231, 2011.

VALENT, V. D.; DORNELLES, G. S.; VALENT, J. Z. A inserção da Azul Linhas Aéreas no mercado brasileiro: o estudo descritivo de uma estratégia inovadora. *Revista de Administração e Inovação*, v. 11, n. 3, p. 125-149, 2014.

VALOR ECONÔMICO. Avianca pede recuperação judicial e não perde aviões. *Jornal Valor Econômico*, 12/12/2018. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/6021831/avianca-pede-recuperacao-judicial-e-nao-perde-avioes>. Acesso em: 17/4/2019.

VIEIRA, M. V. *Administração estratégica do capital de giro*. São Paulo: Atlas, 2008.

VIEIRA, S. F. A.; BUENO, W. O *modelo dinâmico de análise econômico-financeira de empresas: uma aplicação nas companhias distribuidoras de energia elétrica do sul do Brasil*. ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 28., 2008. Rio de Janeiro. *Anais [...]*. Rio de Janeiro, 2008.