

## A Terra dos Mortos-Vivos Corporativos: Por Que o Brasil é o Cenário Perfeito para um Filme de Terror Financeiro

Se Hollywood quisesse filmar uma sequência de *"The Walking Dead"* ambientada no mercado de capitais, não precisaria ir muito longe. Bastaria apontar as câmeras para a B3.

Segundo o estudo de *Granzotto, Sonza, Kirch e Nakamura (2025)*, publicado na Revista Brasileira de Finanças, o Brasil é, oficialmente, a maior "Zombieland" entre todos os mercados emergentes. E não é por pouca diferença: somos campeões com folga, o que normalmente seria motivo de orgulho, mas neste caso específico é como ganhar uma medalha de ouro em autodestruição financeira.

### Um Fenômeno Global em Ascensão

O problema não se restringe aos mercados emergentes. Em economias desenvolvidas, a prevalência de empresas zumbis tem crescido de forma consistente, sinalizando uma fragilidade estrutural mais ampla.

A proporção de **empresas zumbis** em países desenvolvidos saltou de apenas **2%** nos anos 80 para mais de **12%** em 2016.



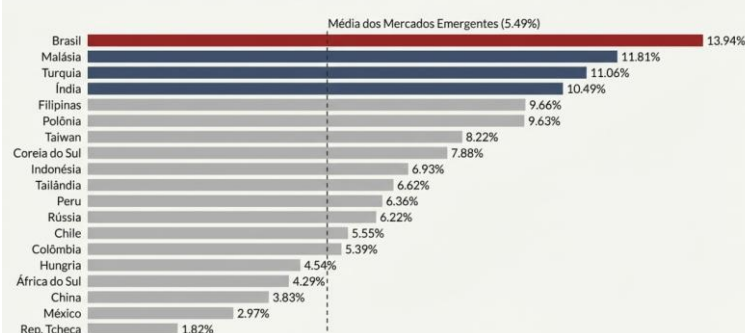
Fonte: (Banerjee and Hofmann, 2018)

Os pesquisadores analisaram 25 países emergentes ao longo de 20 anos (2002-2021) e descobriram que 16,75% das empresas listadas na bolsa brasileira (e incluídas no índice *MSCI Emerging Markets*) são zumbis – entidades corporativas que, tecnicamente, deveriam estar mortas, mas insistem em perambular pelo mercado, assustando investidores desavisados e devorando crédito que deveria alimentar empresas saudáveis.

Na métrica dinâmica, que considera três anos consecutivos de insolvência (para garantir que não estamos confundindo uma ressaca momentânea com decomposição terminal), o Brasil ainda lidera com 13,94%.

### O Ranking dos 'Zombielands' nos Mercados Emergentes

Média da proporção de empresas 'zumbis dinâmicas' (2002-2021).



Para colocar em perspectiva: a média dos mercados emergentes é de 7,58% para zumbis estáticos e 5,49% para dinâmicos. Ou seja, temos mais que o dobro de empresas mortas-vivas que nossos pares. Se fosse competição de futebol, seria um 2x0 que ninguém quer comemorar.

A metodologia do estudo é elegantemente macabra: **uma empresa só é classificada como zumbi se seu EBITDA não cobre as despesas financeiras (ou seja, não gera caixa suficiente nem para pagar os juros da dívida) e se seu Z-Score de Altman for negativo (indicando alta probabilidade de falência). É como exigir que o defunto apresente tanto a certidão de óbito quanto o laudo do IML – rigor científico para identificar cadáveres corporativos.** Detalhes da fórmula, vide referências ao fim do texto.

O estudo revela ainda que os zumbis brasileiros são particularmente resilientes – no sentido ruim. Enquanto em outros países as empresas insolventes eventualmente encontram seu descanso eterno (via falência ou reestruturação), no Brasil elas se arrastam por anos, **alimentadas por um sistema que parece ter aversão à "destruição criativa" de Schumpeter.** Em 2015-2016, durante a recessão doméstica, a taxa de zumbis estáticos brasileiros atingiu apocalípticos 24%. E mesmo em 2021, não conseguimos retornar aos níveis pré-2014.

### Brasil em Números: Uma Liderança Preocupante



Os autores apontam que essa zumbificação crônica gera um efeito perverso de "*crowding out*": **o crédito que mantém as empresas insolventes respirando artificialmente é o mesmo crédito que falta para empresas inovadoras crescerem. É como se os hospitais financeiros brasileiros dedicassem todas as UTIs para pacientes em estado vegetativo, enquanto atletas olímpicos morrem na fila de espera por falta de leito.**

A conclusão dos pesquisadores é que precisamos urgentemente de reformas nas leis de falência e reestruturação corporativa – basicamente, um Van Helsing regulatório que finalmente enfrente nossa epidemia de mortos-vivos. Até lá, a recomendação para investidores é clara: em mercados eficientes, gestão passiva funciona; na Zombieland brasileira, comprar ETF de índice é como fazer piquenique em um cemitério. Você vai levar para casa algo que não deveria.

Com isso podemos chegar em algumas conclusões;

1. **No Brasil, ao contrário dos Estados Unidos, a gestão ativa faz muito sentido**, dado que os índices passivos carregam um alto percentual de zumbis. Analogamente, o Brasil é o país da renda fixa e com motivos de sobra.
2. **Nem todos os mercados emergentes são iguais**, o estudo mostra um quadro bem diferente.
3. **O macro importa, e importa muito.** Quando temos um estado inchado, ineficiente, que drena recursos da sociedade e a obriga ao fardo de altas taxas de juros, quem sai perdendo são as empresas, que tem uma carga de juros (e tributária) bem maior que seus competidores globais.

---

**Referência:** Granzotto, A., Sonza, I. B., Kirch, G. & Nakamura, W. T. (2025). Brazil: The heart of the 'zombie' economy in emerging markets. *Revista Brasileira de Finanças*, 23, e202517.  
<https://periodicos.fgv.br/rbfin/article/download/94060/88085/219838>

$$Z_{Score} = 3.25 + 6.56(X_1) + 3.26(X_2) + 6.72(X_3) + 1.05(X_4)$$

1. Liquidez (Peso: 6.56)

- **A conta:** (Ativo Circulante - Passivo Circulante) dividido pelo Ativo Total.
- **O que mede:** É o **Capital de Giro Líquido** relativo ao tamanho da empresa.
- **Racional:** Se este número for negativo ou muito baixo, a empresa tem problemas imediatos de liquidez de curto prazo. Note o peso alto (6.56): em emergentes, quem não tem caixa morre rápido.

2. Rentabilidade Acumulada (Peso: 3.26)

- **A conta:** Lucros Retidos dividido pelo Ativo Total.
- **O que mede:** A **história de lucro** da empresa.
- **Racional:** Empresas novas ou "zumbis crônicas" têm poucos lucros retidos (ou prejuízos acumulados). Isso penaliza empresas que queimam caixa consistentemente ao longo dos anos, diferenciando-as de uma empresa que teve apenas *um* ano ruim.

3. Eficiência Operacional (Peso: 6.72)

- **A conta:** EBIT (Lucro Antes dos Juros e Impostos) dividido pelo Ativo Total.
- **O que mede:** A capacidade dos ativos da empresa de gerar lucro operacional (**ROA Operacional**).
- **Racional:** Este é o **fator mais pesado** da fórmula. Se a operação principal da empresa não gera retorno sobre os ativos instalados, o modelo a joga drasticamente para baixo. Zumbis tipicamente têm EBIT baixo ou negativo.

4. Estrutura de Capital / Alavancagem (Peso: 1.05)

- **A conta:** Patrimônio Líquido (Equity Contábil) dividido pelo Passivo Total.
- **O que mede:** A **solvência** contábil. Quanto do ativo é financiado pelos acionistas versus credores.
- **Racional:** Aqui, o estudo usa o valor contábil (*Book Value*) do Patrimônio, não o valor de mercado, o que é mais adequado para emergentes onde a volatilidade da bolsa pode distorcer a análise de crédito.