

## 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.



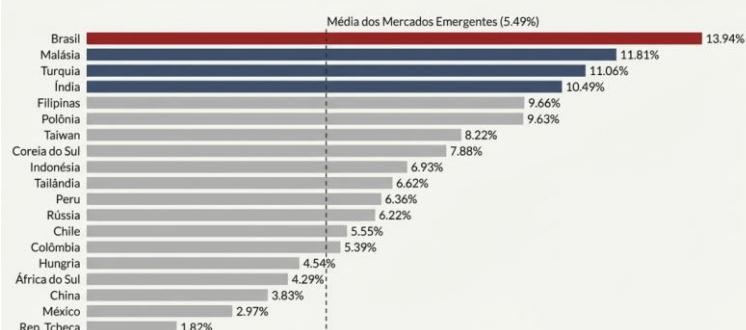
Fonte: (Banerjee and Hofmann, 2018)

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>

$$ZScore = 3.25 + 6.56(X_1) + 3.26(X_2) + 6.72(X_3) + 1.05(X_4)$$

#### 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.