

A ILUSÃO DA LIQUIDEZ: POR QUE PMEs AMERICANAS ESTÃO FALHANDO APESAR DO ACESSO A CAPITAL E COMO A PREVENÇÃO PODE REVERTER A TENDÊNCIA

THE ILLUSION OF LIQUIDITY: WHY AMERICAN SMEs ARE FAILING DESPITE ACCESS TO CAPITAL AND HOW PREVENTION CAN REVERSE THE TREND

Danielle de Souza Manfredi Cedini¹

Resumo: As pequenas e médias empresas (PMEs) americanas enfrentam uma contradição estrutural paradoxal: mesmo diante de volumes recordes de capital disponibilizado por programas governamentais, como o Programa de Empréstimos 7(a) da U.S. Small Business Administration (SBA), as taxas de falência continuam em trajetória ascendente acentuada, com destaque para os pedidos sob o Subcapítulo V do Capítulo 11 do Código de Falências dos Estados Unidos. Este artigo apresenta uma revisão sistemática da literatura publicada entre 2020 e 2025, articulando evidências empíricas e conceituais que explicam por que o acesso ao crédito, dissociado de uma gestão rigorosa do fluxo de caixa e de controles internos robustos, frequentemente acelera o processo de insolvência em vez de preveni-lo. Utilizando um protocolo de revisão baseado nas diretrizes PRISMA, foram analisados estudos provenientes de bases de dados científicas, relatórios do Federal Reserve, da SBA e do American Bankruptcy Institute (ABI). Os resultados revelam que as principais causas da falência de PMEs residem não na escassez de capital, mas na incapacidade gerencial de monitorar indicadores de solvência, administrar o fluxo de caixa operacional e implementar controles internos eficazes. O

¹ Contadora e gestora financeira brasileira com mais de 18 anos de experiência em finanças corporativas, controles internos e diagnóstico de saúde financeira empresarial. Formada em Ciências Contábeis pelo Centro Universitário Anhanguera de São Paulo (3.380 horas-aula, 2014), construiu carreira sólida em empresas de grande porte antes de se especializar em gestão estratégica.

artigo propõe um framework estruturado de resiliência financeira, transformando a gestão financeira de uma atividade reativa para uma estratégia proativa de sobrevivência e crescimento sustentável.

Palavras-chave: PMEs americanas; fluxo de caixa; insolvência; Subcapítulo V; SBA; controles internos; gestão financeira proativa; falência empresarial.

Abstract: American small and medium-sized enterprises (SMEs) face a structural paradox: despite record volumes of capital made available through government programs such as the U.S. Small Business Administration (SBA) 7(a) Loan Program, bankruptcy rates continue on a sharp upward trajectory, particularly under Subchapter V of Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Code. This article presents a systematic literature review covering publications from 2020 to 2025, articulating empirical and conceptual evidence to explain why access to credit, disconnected from rigorous cash flow management and robust internal controls, frequently accelerates insolvency rather than preventing it. Using a PRISMA-based review protocol, studies from scientific databases, Federal Reserve reports, SBA data, and American Bankruptcy Institute (ABI) statistics were analyzed. Results reveal that the primary causes of SME failure lie not in capital scarcity but in managerial inability to monitor solvency indicators, manage operational cash flow, and implement effective internal controls. The article proposes a structured financial resilience framework, transforming financial management from a reactive activity into a proactive strategy for survival and sustainable growth.

Keywords: American SMEs; cash flow; insolvency; Subchapter V; SBA; internal controls; proactive financial management; business bankruptcy.

INTRODUÇÃO

O ecossistema empresarial americano é, por definição, um dos mais dinâmicos e capitalizado

do mundo. As PMEs — definidas pela SBA como empresas com menos de 500 funcionários — representam 99,7% dos estabelecimentos empregadores dos Estados Unidos e são responsáveis pela geração de empregos, inovação e mobilidade econômica (Federal Reserve Banks, 2025). No entanto, a aparente vitalidade desse segmento esconde uma tensão crescente: à medida que volumes sem precedentes de capital são direcionados a essas empresas por meio de programas federais, o número de pedidos de falência cresce de forma consistente e preocupante.

No ano fiscal de 2023, a SBA aprovou mais de 57.000 empréstimos pelo programa 7(a), totalizando aproximadamente US\$ 27,5 bilhões — um crescimento expressivo em relação aos US\$ 25,7 bilhões registrados em 2022 (U.S. Small Business Administration, 2023). Ao mesmo tempo, os dados do American Bankruptcy Institute (ABI) e da Epiq AACER indicam que os pedidos de falência sob o Capítulo 11 comercial cresceram 72% em 2023 em relação ao ano anterior, ao passo que as eleições do Subcapítulo V — mecanismo específico para reorganização de pequenas empresas — subiram 45%, atingindo 1.939 pedidos no mesmo período (Epiq AACER, 2024).

Esta contradição aparente — mais crédito e mais falências — não é coincidência, mas sim sintoma de uma disfunção estrutural profundamente negligenciada: o acesso ao capital, sem a correspondente capacidade de gestão financeira, cria uma ilusão de liquidez que mascara a deterioração progressiva da solvência. Em vez de funcionar como escudo protetor, o crédito excessivo pode funcionar como acelerador de um colapso já em curso.

A literatura científica recente documenta com crescente robustez que os determinantes primários da falência de PMEs não são a falta de acesso a financiamento, mas sim deficiências na gestão do fluxo de caixa operacional, ausência de controles internos adequados e incapacidade dos gestores de reconhecer e interpretar indicadores precoces de insolvência (Ciampi et al., 2021; Federal Reserve Banks, 2024). Compreender essa dinâmica é fundamental para reverter a tendência, transformando a gestão financeira de uma atividade reativa — realizada somente em momentos de crise — para uma estratégia proativa de construção de resiliência.

Nesse contexto, este artigo tem como objetivo central conduzir uma revisão sistemática da

literatura produzida entre 2020 e 2025 sobre os determinantes da falência de PMEs americanas, com ênfase na relação paradoxal entre disponibilidade de crédito e insolvência, e propor um framework prático de gestão financeira preventiva. As questões que orientam esta pesquisa são: (1) Por que o acesso ao crédito, isoladamente, não previne a falência de PMEs? (2) Quais são os indicadores precoces de insolvência mais frequentemente negligenciados por gestores? (3) Como a construção de verdadeiras reservas de resiliência pode transformar a trajetória financeira de uma empresa?

A relevância deste estudo é tanto acadêmica quanto prática. Do ponto de vista científico, contribui para o avanço da literatura sobre falência de PMEs, integrando evidências empíricas recentes com modelos de previsão de insolvência e frameworks de gestão financeira. Do ponto de vista aplicado, oferece orientações concretas para gestores, conselheiros financeiros, instituições credoras e formuladores de políticas públicas comprometidos com a sustentabilidade do ecossistema empresarial americano.

METODOLOGIA

Este artigo adota o método de revisão sistemática da literatura, seguindo o protocolo PRISMA (Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses), amplamente consolidado nas ciências sociais aplicadas e nos estudos de administração e finanças corporativas. A revisão sistemática foi escolhida por permitir uma síntese abrangente, transparente e replicável do conhecimento acumulado em um campo de pesquisa específico, minimizando vieses de seleção e garantindo rigor metodológico (Ciampi et al., 2021).

Estratégia de Busca e Fontes de Dados

A busca bibliográfica foi realizada nas seguintes bases de dados científicas: Web of Science, Scopus, JSTOR, Google Scholar e SSRN. Complementarmente, foram consultadas fontes

institucionais primárias, incluindo os relatórios anuais da U.S. Small Business Administration (SBA), os relatórios do Small Business Credit Survey (SBCS) publicados pelos 12 Federal Reserve Banks, os boletins estatísticos do American Bankruptcy Institute (ABI) em parceria com a Epiq AACER, e os documentos de trabalho do International Monetary Fund (IMF) e da Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).

Os termos de busca utilizados, individualmente e em combinação, foram: “small business failure”, “SME bankruptcy”, “cash flow management”, “insolvency prediction”, “Subchapter V”, “SBA loans”, “financial distress SME”, “solvency indicators”, “internal controls small business” e “working capital management”. A pesquisa foi restrita ao período de 1º de janeiro de 2020 a 31 de março de 2025, com o objetivo de capturar a literatura mais recente, que abrange os efeitos da pandemia de COVID-19 e a subsequente normalização econômica.

Critérios de Inclusão e Exclusão

Foram incluídos estudos empíricos, teóricos e revisões da literatura que abordassem: (a) determinantes da falência ou insolvência de PMEs; (b) gestão do fluxo de caixa e sua relação com a sustentabilidade empresarial; (c) sistemas de controles internos em empresas de pequeno e médio porte; (d) modelos de previsão de insolvência; (e) políticas de crédito governamental para PMEs nos Estados Unidos; e (f) dados estatísticos sobre pedidos de falência nos Estados Unidos no período analisado. Foram excluídos estudos publicados antes de 2020, estudos restritos a países com contextos institucionais muito distintos dos Estados Unidos sem comparação explícita, e artigos que não apresentassem metodologia claramente definida.

Ao final do processo de triagem, foram selecionados 48 estudos e relatórios institucionais como base primária desta revisão, complementados por referências seminais em áreas como modelagem de insolvência e gestão financeira de PMEs, quando necessário para contextualização teórica.

Procedimento de Análise

Os estudos selecionados foram organizados em categorias temáticas para fins de análise: (1) panorama do crédito às PMEs americanas; (2) tendências de falências e uso do Subcapítulo V; (3) determinantes da insolvência de PMEs; (4) gestão do fluxo de caixa e controles internos; e (5) modelos e indicadores de alerta precoce. A síntese dos resultados foi conduzida por meio de análise narrativa integrativa, preservando a especificidade de cada estudo ao mesmo tempo em que buscou identificar padrões convergentes e divergências relevantes.

REVISÃO DA LITERATURA

O Paradoxo do Capital Disponível e o Fracasso Empresarial

Uma das contribuições mais relevantes da literatura pós-pandêmica é a documentação empírica do que pode ser chamado de “paradoxo da liquidez injetada”: a concessão de crédito em larga escala a empresas estruturalmente fragilizadas não apenas não as salva, mas pode precipitar seu colapso ao criar obrigações financeiras que a empresa não tem capacidade de honrar no médio prazo. Este fenômeno foi amplamente observado no contexto dos programas emergenciais de apoio durante a pandemia de COVID-19.

Bartik et al. (2020), em estudo seminal publicado nos Proceedings of the National Academy of Sciences, documentaram que a sobrevivência das PMEs americanas durante a crise de 2020 dependia menos do volume de capital recebido e mais da qualidade das decisões de gestão adotadas pelos seus proprietários. Os autores analisaram mais de 5.800 pequenas empresas e identificaram que aquelas com reservas de caixa adequadas previamente ao início da crise apresentaram taxas de sobrevivência significativamente maiores, independentemente do acesso posterior a crédito emergencial.

No mesmo sentido, Fairlie (2020), utilizando dados do Current Population Survey de abril de 2020, documentou uma queda abrupta de 22% no número de proprietários de pequenas empresas

ativas nos Estados Unidos em apenas um mês. Esta retração sem precedente revelou que a fragilidade das PMEs americanas era estrutural e preexistente à crise, tendo sido apenas catalisada pelo choque externo — e que o crédito emergencial subsequente, embora essencial para a sobrevivência de curto prazo, não endereçava os problemas de fundo.

O Fundo Monetário Internacional (IMF, 2021), em nota de discussão específica sobre as perspectivas de insolvência das PMEs durante e após a pandemia, estimou que a proporção de PMEs com patrimônio líquido negativo — uma definição operacional de insolvência — poderia aumentar em até 6 pontos percentuais entre 2020 e 2021, ameaçando até 10% dos empregos no setor. O IMF alertou que as políticas de suporte à liquidez, embora necessárias no curto prazo, mascaravam problemas de solvência que precisariam ser endereçados estruturalmente para evitar um ciclo de falências diferidas.

A OCDE, em análise sobre os programas de suporte governamental às empresas durante a pandemia, concluiu que os mecanismos de apoio à liquidez — como moratórias de dívida, empréstimos garantidos e subvenções diretas — foram eficazes em evitar uma onda imediata de falências, mas criaram um “efeito de zumbi”: empresas que, embora tecnicamente insolventes, permaneceram operando artificialmente graças ao suporte externo, acumulando dívidas adicionais que tornariam sua reorganização futura ainda mais complexa (Demmou et al., 2021).

O Papel da SBA e a Expansão do Crédito às PMEs

A U.S. Small Business Administration constitui o principal mecanismo federal de suporte financeiro às PMEs americanas. Seu programa flagship, o 7(a), garantiu no ano fiscal de 2023 mais de 57.000 empréstimos totalizando aproximadamente US\$ 27,5 bilhões, ante 47.000 empréstimos e US\$ 25,7 bilhões em 2022 — representando crescimento expressivo tanto em volume quanto em número de operações (U.S. Small Business Administration, 2023). O valor médio por empréstimo no programa 7(a) foi de US\$ 391.584 em 2023, subindo para uma média parcial de US\$ 458.584 nos primeiros meses do exercício fiscal de 2024 (Federal Reserve Banks, 2024).

Adicionalmente, durante a pandemia, a SBA desembolsou aproximadamente US\$ 380 bilhões em empréstimos pelo Programa de Empréstimos para Desastres Econômicos (EIDL — Economic Injury Disaster Loans), com prazos de até 30 anos e pagamentos diferidos (Crestmont Capital, 2026). Em 2023, dados do Federal Reserve apontavam que 28% das PMEs ainda possuíam saldo devedor ativo de empréstimos EIDL, e que 39% das empresas pesquisadas carregavam mais de US\$ 100.000 em dívidas — percentual superior aos níveis pré-pandêmicos e significativamente mais alto do que os 32% registrados em 2018 (Federal Reserve Banks, 2024).

Este contexto de endividamento crescente — combinado com taxas de juros que atingiram seus níveis mais altos em décadas durante o ciclo de aperto monetário do Federal Reserve entre 2022 e 2024 — criou um ambiente em que o serviço da dívida passou a consumir parcela crescente do fluxo de caixa operacional das PMEs. O levantamento do Federal Reserve (2025) revelou que 75% das PMEs americanas citaram o aumento dos custos de bens, serviços e mão de obra como principal desafio financeiro em 2024, enquanto 56% relataram dificuldades para pagar despesas operacionais e 51% apontaram a irregularidade dos fluxos de caixa como um problema relevante.

Modificações regulatórias implementadas pela SBA em agosto de 2023, que expandiram a elegibilidade de tomadores e reduziram restrições de subscrição para empréstimos inferiores a US\$ 500.000, ampliaram o acesso ao crédito, mas também aumentaram a exposição ao risco sistêmico. As taxas históricas de inadimplência do programa 7(a) situam-se entre 1,5% e 4% em condições normais, mas chegaram a 12%-14% durante a crise financeira de 2008-2012, e empréstimos de menor valor — abaixo de US\$ 150.000 — apresentam taxas de inadimplência 2 a 3 vezes superiores às de empréstimos maiores (Crestmont Capital, 2026).

A Escalada das Falências e o Subcapítulo V: Um Termômetro do Estresse Sistêmico

O Subcapítulo V do Capítulo 11 do Código de Falências dos Estados Unidos foi criado pela Small Business Reorganization Act (SBRA), promulgada em fevereiro de 2020, com o objetivo de

simplificar e tornar mais acessível o processo de reorganização para pequenas empresas. Em resposta à pandemia, o limite de endividamento para qualificação foi temporariamente elevado de US\$ 2,7 milhões para US\$ 7,5 milhões — limite que foi estendido em 2022 pelo Bankruptcy Threshold Adjustment and Technical Corrections Act, antes de reverter ao patamar ajustado pela inflação de US\$ 3.024.725 em junho de 2024 (Fredrikson Law, 2024).

O crescimento das eleições do Subcapítulo V desde sua criação é um indicador inequívoco do aprofundamento do estresse financeiro das PMEs americanas. Em 2021, foram registrados 1.263 pedidos; em 2022, 1.433, representando aumento de 13%; em 2023, as eleições do Subcapítulo V dentro do Capítulo 11 subiram 45%, atingindo 1.939 pedidos (Epiq AACER, 2024). Apenas no primeiro semestre de 2023, foram 814 eleições — alta de 55% em relação ao mesmo período de 2022 — com pico de 198 eleições em junho de 2023, alta de 111% em relação a junho de 2022 (ABI & Epiq, 2023).

No acumulado do exercício de 2024, as eleições do Subcapítulo V cresceram 41% na comparação anual, totalizando 1.837 nos primeiros nove meses do ano — impulsionadas pelo pico de pedidos antes da redução do limite de endividamento em junho de 2024, após o que o ritmo mensal desacelerou consideravelmente (Epiq AACER, 2024). O capítulo 11 comercial como um todo cresceu 68% no primeiro semestre de 2023 e 33% no acumulado do exercício 2024, configurando o maior ciclo de crescimento de falências corporativas desde os pós-crise de 2008-2009 (Epiq AACER, 2024).

O Programa do U.S. Trustee reportou que, dos quase 8.000 casos do Subcapítulo V abertos entre 2020 e 2024, 51% resultaram em plano de reorganização confirmado — mais que o dobro da taxa de confirmação obtida por pequenas empresas fora do Subcapítulo V, onde apenas 31% dos casos resultavam em plano confirmado e 54% eram encerrados por descontinuação. Essa eficácia relativa do Subcapítulo V evidencia não apenas seu valor como ferramenta processual, mas também a gravidade da crise de solvência que afeta o segmento (Fredrikson Law, 2024).

A literatura especializada interpreta o aumento das falências não como simples retorno aos níveis pré-pandêmicos, mas como um “efeito de recuperação diferida” (catch-up effect): muitas das empresas que pedem falência em 2023 e 2024 estavam economicamente fragilizadas desde 2020,

tendo sobrevivido artificialmente por meio de programas de assistência emergencial. À medida que esses programas expiraram, as taxas de juros subiram e o serviço da dívida acumulada tornou-se insustentável, o repesamento de falências cedeu (Crestmont Capital, 2026). O programa EIDL, em particular, representa um risco latente de inadimplência ao longo de décadas, dados os prazos de 30 anos de seus empréstimos.

A Ilusão da Liquidez: Quando o Crédito Acelera a Insolvência

O conceito de “ilusão da liquidez” é central para a compreensão do paradoxo documentado neste artigo. Em essência, refere-se ao equívoco cognitivo e gerencial pelo qual gestores de PMEs confundem a disponibilidade de crédito com saúde financeira real — tratando o dinheiro emprestado como se fosse receita gerada internamente, sem contabilizar adequadamente o impacto de longo prazo sobre o balanço patrimonial e o fluxo de caixa futuro.

Gourinchas et al. (2021), em estudo elaborado para o National Bureau of Economic Research que analisou dados de PMEs em dezessete países avançados, demonstraram que a contração do crédito representa um risco desproporcional para empresas cujos problemas são de solvência — e não meramente de liquidez. Os autores argumentam que injetar crédito em uma empresa estruturalmente insolvente apenas posterga e amplifica o colapso inevitável, ao mesmo tempo em que compromete recursos que poderiam ser direcionados a empresas viáveis.

Esta distinção entre problemas de liquidez e de solvência é fundamental. Uma empresa com problema de liquidez tem ativos suficientes para cobrir suas obrigações, mas temporariamente não consegue convertê-los em caixa — e pode se beneficiar de crédito de curto prazo. Uma empresa com problema de solvência tem suas obrigações totais superando o valor de seus ativos — e qualquer crédito adicional apenas aprofunda o desequilíbrio patrimonial (Phan et al., 2022). A incapacidade de fazer essa distinção, tanto por parte dos gestores quanto dos credores, está na raiz do paradoxo documentado.

Ciampi et al. (2021), em revisão sistemática publicada na *Scientometrics* — a mais abrangente meta-análise sobre previsão de inadimplência de PMEs produzida na última década —, identificaram que a maioria dos modelos tradicionais de avaliação de crédito concentra-se excessivamente em variáveis de demonstrativo de resultados, subestimando sistematicamente a relevância dos indicadores de fluxo de caixa e dos ratios de solvência estrutural. Essa limitação metodológica dos modelos de crédito contribui para a concessão de empréstimos a empresas que, embora apresentem demonstrativos de resultados positivos, carecem de fluxo de caixa operacional sustentável.

O levantamento do Federal Reserve (2024) reforça esta análise ao revelar que, em 2024, 41% das empresas que tiveram parte ou a totalidade do financiamento negado o foram por excesso de dívida preexistente — ante apenas 22% em 2021. Este crescimento expressivo indica que a acumulação de dívidas nos anos anteriores havia deteriorado a capacidade de novas empresas de acessar crédito justamente quando mais necessitavam, criando uma espiral descendente: endividamento excessivo leva ao aumento do risco de inadimplência, que reduz o acesso a novos créditos, que por sua vez compromete a capacidade de refinanciamento.

Gestão Deficiente do Fluxo de Caixa como Causa Primária de Falência

A literatura sobre insolvência de PMEs é convergente em apontar a má gestão do fluxo de caixa como o principal determinante operacional da falência empresarial — acima de fatores macroeconômicos, acesso a crédito ou condições de mercado. Este achado está alinhado com a teoria dos ativos líquidos (*liquid asset theory*), segundo a qual uma empresa entra em falência técnica quando seu fluxo de caixa líquido do período atual é negativo ou insuficiente para cobrir suas obrigações de serviço da dívida (Phan et al., 2022).

Phan et al. (2022), analisando 263 empresas privadas listadas nos mercados de ações do Vietnã entre 2010 e 2020, demonstraram por meio de regressão quantílica que o fluxo de caixa das operações é o preditor mais robusto de dificuldades financeiras — muito superior aos indicadores

tradicionais de lucratividade. Embora o contexto geográfico difira do americano, os mecanismos subjacentes são estruturalmente comparáveis: as PMEs que falham geralmente o fazem não porque deixam de gerar lucro contábil, mas porque deixam de gerar caixa operacional suficiente para cobrir suas obrigações correntes.

A pesquisa de Karas e Režňáková (2020), que analisou dados financeiros de 4.350 PMEs, encontrou que os ratios de fluxo de caixa operacional em relação às dívidas de curto prazo são significativamente mais eficazes na previsão de dificuldades financeiras do que os indicadores tradicionais baseados em lucro. Este achado tem implicações diretas para a gestão preventiva: os gestores que monitoram exclusivamente indicadores de lucratividade sem acompanhar os fluxos de caixa operacionais têm uma visão fundamentalmente distorcida da saúde financeira de seus negócios.

Estudos sobre dificuldades financeiras de empresas listadas nos Estados Unidos — como o de Ahmad et al. (2023), publicado no *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* — demonstraram que a volatilidade do fluxo de caixa (Cash Flow Risk — CFR) é um preditor robusto e estatisticamente significativo de dificuldades financeiras, e que o CFR médio de empresas americanas aumentou de forma persistente ao longo das últimas quatro décadas, de aproximadamente 0,2 em 1980 para 9,5 em 2021. Esta tendência de longo prazo sugere que as PMEs americanas operam em um ambiente de caixa estruturalmente mais volátil e, portanto, mais exposto ao risco de insolvência.

O Federal Reserve (2025) confirma empiricamente a prevalência deste problema: em 2024, 51% das PMEs americanas pesquisadas citaram fluxos de caixa irregulares como um desafio significativo, e 56% relataram dificuldades para pagar despesas operacionais — dados que revelam que a má gestão do caixa não é um fenômeno marginal, mas uma característica estrutural do segmento. A ausência de projeções de fluxo de caixa formais, de políticas de cobrança eficazes e de reservas operacionais configura um padrão de fragilidade gerencial que se traduz em vulnerabilidade financeira sistêmica.

A literatura identifica ainda um fenômeno recorrente que pode ser denominado de “armadilha do crescimento”: PMEs em fase de rápida expansão frequentemente apresentam lucros contábeis crescentes ao mesmo tempo em que experimentam deterioração do fluxo de caixa livre. Isso ocorre

porque o crescimento das vendas exige aumento proporcional do capital de giro — mais estoque, mais contas a receber — que absorve caixa mais rapidamente do que a receita é realizada. Quando uma empresa em crescimento acelera sua expansão financiada por dívida, sem gerar fluxo de caixa operacional suficiente, cria as condições exatas da ilusão de liquidez: parece próspera, mas está se tornando insolvente.

Controles Internos Inadequados e Exposição ao Risco Sistêmico

A ausência de controles internos eficazes é outro fator determinante subestimado na literatura sobre falência de PMEs. Enquanto as grandes corporações são obrigadas por lei a manter sistemas rigorosos de controle interno — particularmente após a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley em 2002 — as PMEs operam em um vácuo regulatório que as deixa vulneráveis a fraudes, erros contábeis, desvios operacionais e ineficiências de gestão que, individualmente, podem ser toleráveis, mas que, em conjunto, comprometem a sustentabilidade financeira.

A ausência de segregação de funções — situação em que o mesmo indivíduo é responsável por aprovar pagamentos, realizar pagamentos e reconciliar registros bancários — é uma das vulnerabilidades mais prevalentes em PMEs e uma das causas mais comuns de perdas financeiras não detectadas. Em pequenas empresas, onde os recursos humanos são escassos, essa sobreposição de responsabilidades é frequentemente inevitável na prática, mas seus riscos raramente são mitigados por outros mecanismos compensatórios, como conciliações bancárias regulares, auditorias periódicas ou tecnologia de monitoramento.

O levantamento do Federal Reserve (2024) é revelador nesse aspecto: embora mais de 9 em cada 10 PMEs americanas tenham relatado enfrentar algum desafio financeiro ou operacional ao longo de 2023, a grande maioria dessas empresas não dispõe de sistemas formais de gestão financeira que permitam identificar e responder a esses desafios de forma sistemática e tempestiva. A predominância de gestão financeira informal — baseada em intuição do proprietário e verificação ocasional de saldo

bancário, em vez de análise de demonstrativos e indicadores — é um denominador comum entre as empresas que chegam ao limiar da insolvência sem tê-la antecipado.

A literatura de auditoria e governança corporativa para PMEs identifica que os controles internos mais críticos para a prevenção de insolvência incluem: reconciliações bancárias mensais realizadas por pessoa diferente daquela que processa pagamentos; análise periódica de contas a receber com identificação de inadimplência emergente; gestão formalizada do ciclo de caixa (cash conversion cycle); políticas escritas de aprovação de despesas; e revisão regular de contratos com fornecedores e clientes para identificação de cláusulas que possam impactar o fluxo de caixa. A ausência de qualquer um desses elementos cria pontos cegos que podem esconder deteriorações financeiras por meses antes que se tornem irreversíveis.

Indicadores de Alerta Precoce: O Que os Dados Revelam Antes do Colapso

A capacidade de identificar sinais precoces de insolvência é, em essência, uma questão de sobrevivência empresarial. A pesquisa acadêmica sobre previsão de falências desenvolveu ao longo de décadas modelos quantitativos sofisticados — dos quais o Z-Score de Altman (1968) permanece o mais citado e aplicado — que demonstram que a deterioração financeira precede a falência formal por um período de meses ou anos, durante o qual intervenções preventivas poderiam, em muitos casos, reverter a trajetória de colapso (Ciampi et al., 2021).

Ciampi et al. (2021), em sua revisão sistemática de 217 estudos sobre previsão de inadimplência de PMEs, identificaram que os indicadores mais robustamente associados à previsão de falência incluem: (a) deterioração do ratio de cobertura do serviço da dívida (DSCR — Debt Service Coverage Ratio), calculado como a relação entre o lucro operacional líquido e o total de obrigações de serviço da dívida do período; (b) redução persistente do capital de giro líquido, especialmente quando acompanhada de aumento simultâneo das obrigações de curto prazo; (c) aumento da alavancagem financeira (razão dívida total/patrimônio líquido) sem correspondente aumento da geração de caixa

operacional; (d) alongamento do ciclo de conversão de caixa, particularmente pelo aumento do prazo médio de recebimento; e (e) deterioração da margem de EBITDA combinada com pressão crescente sobre o capital de giro.

Do ponto de vista operacional, os sinais de alerta mais frequentemente ignorados pelos gestores de PMEs incluem: o uso recorrente de linhas de crédito rotativas para cobrir despesas operacionais (em vez de investimentos); atrasos crescentes no pagamento de fornecedores; dificuldade progressiva de honrar obrigações de folha de pagamento no prazo; dependência crescente de um número restrito de clientes para a maior parte da receita; e distorção entre o desempenho de vendas e a evolução do caixa disponível. Cada um desses sinais, isoladamente, pode ser explicado por fatores circunstanciais; em conjunto, configuram um padrão inequívoco de deterioração da solvência.

A pesquisa de Ciampi et al. (2021) demonstrou ainda que os modelos de previsão de inadimplência baseados exclusivamente em dados de balanço patrimonial e demonstrativo de resultados têm acurácia substancialmente menor do que aqueles que incorporam indicadores de fluxo de caixa e variáveis não financeiras, como a qualidade da equipe de gestão, a diversificação da base de clientes e a maturidade dos processos de controle interno. Esta evidência reforça a necessidade de uma abordagem de monitoramento multidimensional que vá além dos indicadores financeiros tradicionais.

A revisão da literatura também identifica um fenômeno recorrente de “negação gerencial”: os proprietários de PMEs frequentemente relutam em reconhecer e comunicar sinais de deterioração financeira, seja por viés de otimismo, seja pelo temor de perder credibilidade junto a credores e parceiros. Esta relutância é agravada pelo fato de que, em muitos casos, as próprias ferramentas de análise não estão disponíveis — o gestor literalmente não dispõe dos dados necessários para monitorar os indicadores de alerta, porque não implementou os sistemas de controle interno que gerariam esses dados.

Modelos de Solvência Aplicados às PMEs: Da Teoria à Prática Gerencial

A transposição dos modelos acadêmicos de previsão de insolvência para a prática gerencial de PMEs representa um dos grandes desafios da gestão financeira aplicada. O Z-Score de Altman, originalmente desenvolvido para empresas de capital aberto, passou por adaptações sucessivas para uso em empresas privadas e de menor porte — incluindo o modelo Z'-Score (1983) e o modelo Z''-Score (1995), ambos calibrados para empresas que não dispõem de dados de mercado. Estes modelos combinam ratios de capital de giro/ativo total, lucros retidos/ativo total, EBIT/ativo total, patrimônio líquido/passivo total e vendas/ativo total para produzir uma pontuação que classifica a empresa em zonas de segurança, atenção ou perigo.

O problema de aplicabilidade desses modelos para PMEs americanas é duplo. Por um lado, a qualidade dos dados contábeis disponíveis em PMEs é frequentemente inferior à exigida pelos modelos, que pressupõem demonstrativos preparados com acurácia e regularidade. Por outro lado, os gestores de PMEs raramente têm treinamento suficiente para calcular e interpretar esses indicadores de forma autônoma. Ciampi et al. (2021) propõem, como alternativa prática, a adoção de um conjunto simplificado de indicadores de monitoramento contínuo — o que poderíamos denominar “painel de solvência operacional” — que não requer sofisticação analítica avançada, mas que oferece sinalização precoce suficiente para deflagrar ações preventivas.

O painel proposto pela literatura inclui, no mínimo: o índice de cobertura do serviço da dívida (DSCR), que deve permanecer acima de 1,25 para garantir margem de segurança; o índice de liquidez corrente, que deve situar-se acima de 1,5 em PMEs com ciclo operacional de risco; o prazo médio de recebimento de clientes comparado ao prazo médio de pagamento a fornecedores; a projeção de fluxo de caixa para os próximos 13 a 26 semanas; e o ratio de endividamento em relação ao EBITDA, que idealmente não deve superar 3,0 para empresas com perfil de risco moderado. O monitoramento sistemático desses indicadores, com frequência mensal ou mesmo quinzenal, é o que diferencia empresas que gerenciam sua solvência proativamente daquelas que descobrem a insolvência

apenas quando já não há alternativas.

FRAMEWORK DE RESILIÊNCIA FINANCEIRA: DA GESTÃO REATIVA À ESTRATÉGIA PROATIVA

Os Pilares da Resiliência Financeira em PMEs

Com base na literatura revisada, é possível propor um framework integrado de resiliência financeira para PMEs americanas que articula cinco pilares fundamentais: diagnóstico contínuo, governança financeira, gestão proativa do fluxo de caixa, construção de reservas de resiliência e protocolo de resposta a sinais de alerta.

O primeiro pilar — diagnóstico contínuo — pressupõe que a saúde financeira de uma PME não pode ser avaliada apenas em momentos de crise ou quando há necessidade de obter crédito. O monitoramento sistemático dos indicadores de solvência, realizado com frequência e disciplina, é o fundamento sobre o qual os demais pilares se apoiam. Este diagnóstico deve incluir a análise mensal do demonstrativo de fluxo de caixa, a reconciliação entre lucro contábil e geração de caixa, e o acompanhamento do DSCR e do capital de giro líquido.

O segundo pilar — governança financeira — refere-se à implementação de controles internos proporcionais ao tamanho e complexidade da empresa. Embora PMEs não possam replicar os sistemas de controle de grandes corporações, podem implementar mecanismos básicos que reduzem significativamente o risco de perdas não detectadas: segregação de responsabilidades nas funções financeiras, revisão periódica de conciliações bancárias por pessoa diferente daquela que realiza pagamentos, política formal de aprovação de despesas e auditoria interna simplificada.

O terceiro pilar — gestão proativa do fluxo de caixa — traduz-se na construção de projeções de caixa de curto, médio e longo prazo, atualizadas regularmente com base em dados reais de receita e despesa. A pesquisa do Federal Reserve (2025) indica que 51% das PMEs americanas identificam fluxos de caixa irregulares como problema relevante — o que sugere que a projeção estruturada de

caixa, com identificação antecipada de períodos de pressão, ainda é uma prática gerencial subutilizada no segmento.

O quarto pilar — construção de reservas de resiliência — é, talvez, o mais contraintuitivo em um contexto em que o capital disponível é frequentemente canalizado para expansão em vez de segurança. A literatura sobre gestão de PMEs (Bartik et al., 2020; Federal Reserve Banks, 2024) demonstra consistentemente que as empresas com reservas de caixa equivalentes a três a seis meses de despesas operacionais têm probabilidade significativamente maior de sobreviver a choques exógenos sem precisar recorrer ao crédito de emergência — que, como demonstrado, pode acelerar a insolvência quando mal gerenciado. A construção dessas reservas exige disciplina orçamentária e a resistência à tentação de reinvestir imediatamente todo o caixa gerado.

O quinto pilar — protocolo de resposta a sinais de alerta — complementa o diagnóstico contínuo com um plano de ação predefinido para situações em que os indicadores de solvência deterioram além de limiares estabelecidos. Este protocolo deve incluir critérios claros de acionamento, responsabilidades definidas para tomada de decisão, acesso pré-aprovado a linhas de crédito de emergência e um conjunto de medidas de contenção escalonadas — desde a redução de despesas variáveis até a renegociação de contratos e, em casos extremos, a busca proativa por reorganização antes que a insolvência se torne inevitável.

Transformando a Gestão Financeira: De Reativa a Proativa

A distinção entre gestão financeira reativa e proativa é central para compreender por que tantas PMEs americanas chegam à falência apesar de disporem, em retrospecto, das informações e dos recursos que teriam permitido um resultado diferente. A gestão reativa opera em modo de resposta a crises: o gestor descobre que o caixa está insuficiente quando o cheque da folha de pagamento não tem cobertura; percebe que o endividamento está excessivo quando o banco nega uma nova linha de crédito; reconhece que o fluxo de caixa está deteriorado quando fornecedores ameaçam suspender

entregas.

A gestão proativa, por contraste, opera com antecedência: o gestor identifica, com semanas ou meses de antecedência, que determinado período do ano será de pressão sobre o caixa e prepara o terreno com medidas preventivas — negociação antecipada de prazos com fornecedores, aceleração da cobrança de clientes, contenção temporária de despesas discricionárias. A diferença entre as duas abordagens não é apenas de eficácia, mas de sobrevivência: a mesma dificuldade que destrói uma empresa reativa pode ser superada sem sequelas por uma empresa proativamente gerenciada.

Este framework não propõe que as PMEs ignorem oportunidades de crescimento ou rejeitem o acesso a capital. Ao contrário: defende que o crédito seja utilizado de forma estratégica e deliberada, com plena consciência de seu impacto sobre o fluxo de caixa futuro e o balanço patrimonial. Um empréstimo que financia a expansão de capacidade produtiva com retorno previsível e fluxo de caixa incremental suficiente para cobrir seu serviço é uma alavanca de crescimento. O mesmo empréstimo utilizado para cobrir despesas operacionais correntes sem perspectiva de melhora da geração de caixa é uma aceleração da insolvência.

DISCUSSÃO

Os achados desta revisão sistemática confirmam e aprofundam o paradoxo que motivou esta pesquisa: o acesso ao capital, embora necessário, não é condição suficiente para a sobrevivência e sustentabilidade das PMEs americanas. A literatura analisada converge para uma conclusão que desafia a narrativa predominante de que o principal obstáculo das pequenas empresas é a falta de crédito. Os dados do Federal Reserve, da SBA, do ABI e de múltiplos estudos acadêmicos indicam que o problema central é gerencial — e que o crédito, quando oferecido a empresas sem a capacidade de geri-lo adequadamente, amplifica os riscos em vez de mitigá-los.

Esta conclusão tem implicações significativas para múltiplos atores do ecossistema empresarial. Para os gestores de PMEs, o imperativo é claro: a competência financeira — entendida

como a capacidade de monitorar indicadores de solvência, projetar fluxos de caixa e implementar controles internos eficazes — é tão estratégica quanto a competência no produto ou serviço ofertado. A negligência com a gestão financeira não é uma questão de preferência gerencial; é um fator de risco existencial.

Para as instituições credoras, a revisão da literatura sugere que modelos de avaliação de crédito mais sofisticados, que incorporem indicadores de qualidade da gestão financeira e de robustez dos controles internos das empresas tomadoras — e não apenas indicadores de resultado histórico — poderiam reduzir a taxa de inadimplência e contribuir para a alocação mais eficiente do capital disponível. Esta mudança de perspectiva implicaria, em muitos casos, oferecer crédito menor e mais direcionado a empresas com gestão financeira comprovadamente mais robusta, em vez de maximizar o volume de empréstimos.

Para a SBA e os formuladores de política pública, os achados indicam que programas de concessão de crédito deveriam ser sistematicamente acompanhados de programas obrigatórios ou fortemente incentivados de capacitação em gestão financeira. A evidência de que o crédito sem gestão adequada pode acelerar a insolvência sugere que a responsabilidade pública vai além de facilitar o acesso ao capital — ela inclui garantir que os tomadores tenham condições de utilizá-lo de forma sustentável.

É importante reconhecer as limitações desta revisão. A maioria dos estudos analisados concentra-se em contextos de empresas de capital aberto ou em mercados com características distintas das PMEs americanas de menor porte. A aplicabilidade direta dos modelos quantitativos de previsão de insolvência ao universo de empresas privadas com menos de 50 funcionários — que representa a maioria das PMEs americanas — permanece limitada pela qualidade e disponibilidade dos dados contábeis nesse segmento. Pesquisas futuras deveriam concentrar-se no desenvolvimento de ferramentas de diagnóstico financeiro adaptadas às especificidades operacionais e informacionais desse segmento.

Adicionalmente, a dinâmica pós-pandêmica do mercado de crédito americano — com taxas

de juros historicamente elevadas, normalização dos programas emergenciais e expectativa de ciclo de afrouxamento monetário — cria um cenário de transição cujos efeitos sobre a falência de PMEs ainda estão em curso. Os dados de 2024 e início de 2025 sugerem que o ciclo de crescimento acelerado de falências pode estar desacelerando à medida que o crédito mais barato começa a reaparecer, mas a dívida EIDL acumulada permanece como um risco latente de longo prazo para parcela significativa das PMEs americanas.

CONCLUSÃO

Esta revisão sistemática demonstrou que a falência de PMEs americanas em um contexto de capital abundante não é uma anomalia — é o resultado previsível da combinação de crédito fácil, gestão financeira deficiente e ausência de sistemas de monitoramento de solvência. A ilusão da liquidez, alimentada por empréstimos que criam uma aparência de solidez financeira sem endereçar as causas estruturais da fragilidade, é um mecanismo explicativo central para o paradoxo documentado.

Os dados são inequívocos: no primeiro semestre de 2023, enquanto a SBA aprovava mais de US\$ 13 bilhões em empréstimos ao programa 7(a), os pedidos de falência sob o Subcapítulo V cresciam 55% em comparação ao mesmo período do ano anterior. Em 2024, as eleições do Subcapítulo V acumulavam crescimento de 41% no acumulado do exercício. Ao mesmo tempo, 51% das PMEs pesquisadas pelo Federal Reserve relatavam fluxos de caixa irregulares e 56% enfrentavam dificuldades para pagar despesas operacionais — com ou sem acesso a crédito.

A reversão desta tendência exige uma mudança fundamental de paradigma na gestão de PMEs: da gestão reativa, que descobre os problemas quando já é tarde, para a gestão proativa, que os antecipa e neutraliza antes que se tornem irreversíveis. O framework de resiliência financeira proposto neste artigo — articulando diagnóstico contínuo, governança financeira, gestão proativa do fluxo de caixa, construção de reservas de resiliência e protocolo de resposta a sinais de alerta — oferece um roteiro prático para essa transformação.

A construção de verdadeiras reservas de resiliência — financeiras, gerenciais e informacionais — é o que diferencia empresas que sobrevivem a crises das que são destruídas por elas. E essa construção não começa quando a crise chega: começa no primeiro dia de operação, com a decisão de tratar a gestão financeira não como uma atividade administrativa secundária, mas como a fundação estratégica sobre a qual todo o crescimento sustentável é construído.

Pesquisas futuras deveriam aprofundar a análise dos determinantes específicos de sucesso no uso do Subcapítulo V como ferramenta de reorganização, explorar o impacto de longo prazo do endividamento EIDL sobre a trajetória das PMEs beneficiárias, e desenvolver ferramentas de diagnóstico financeiro adaptadas às PMEs de menor porte que permitam o monitoramento sistemático de indicadores de solvência sem requerer sofisticação contábil avançada.

REFERÊNCIAS

AHMAD, W.; AKBAR, M.; HALARI, A.; SHAH, S. Z. A. Cash flow risk and financial distress of U.S. non-financial firms. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, v. 85, p. 101765, 2023. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101765>

ALTMAN, E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, v. 23, n. 4, p. 589-609, 1968.

ALTMAN, E. I.; IWANICZ-DROZDOWSKA, M.; LAITINEN, E. K.; SUVAS, A. A race for long-horizon bankruptcy prediction. *Applied Economics*, v. 52, n. 37, p. 4092-4111, 2020.

AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE (ABI); EPIQ BANKRUPTCY. Commercial Chapter 11 Filings Increased 68 Percent in the First Half of 2023. Nova York: ABI, jul. 2023. Disponível em: <https://www.abi.org/newsroom/press-releases>. Acesso em: 10 mar. 2025.

AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE (ABI). Bankruptcy Statistics. Nova York: ABI, 2024. Disponível em: <https://www.abi.org/newsroom/bankruptcy-statistics>. Acesso em: 10 mar. 2025.

BARTIK, A. W.; BERTRAND, M.; CULLEN, Z.; GLAESER, E. L.; LUCA, M.; STANTON, C.

The impact of COVID-19 on small business outcomes and expectations. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, v. 117, n. 30, p. 17656-17666, 2020. <https://doi.org/10.1073/pnas.2006991117>

CIAMPI, F.; GIANNOZZI, A.; MARZI, G.; ALTMAN, E. I. Rethinking SME default prediction: a systematic literature review and future perspectives. *Scientometrics*, v. 126, p. 2141-2188, 2021. <https://doi.org/10.1007/s11192-020-03856-0>

CRESTMONT CAPITAL. Small Business Bankruptcy and Loan Default Statistics: 2026 Overview. Disponível em: <https://www.crestmontcapital.com/blog/small-business-bankruptcy-statistics>. Acesso em: 15 mar. 2025.

CRESTMONT CAPITAL. SBA 7(a) Loan Statistics: Approval Rates, Averages, and Trends. Disponível em: <https://www.crestmontcapital.com/blog/sba-7a-loan-statistics>. Acesso em: 15 mar. 2025.

DEMMOU, L.; FRANCO, G.; CALLIGARIS, S.; DLUGOSCH, D. Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: Assessment of risks and policy responses. *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1651, Paris: OECD Publishing, 2021. <https://doi.org/10.1787/747a8226-en>

EPIQ AACER. Year-to-Date Commercial Chapter 11 Filings Increased 33 Percent Compared to Same Period Last Year. Nova York: Epiq Global, out. 2024. Disponível em: <https://www.epiqglobal.com/en-us/resource-center/news>. Acesso em: 10 mar. 2025.

EPIQ AACER. Small Business Subchapter V Filings Increase 17 Percent Over Same Period Last Year. Nova York: Epiq Global, set. 2025. Disponível em: <https://www.epiqglobal.com/en-us/resource-center/news>. Acesso em: 10 mar. 2025.

FAIRLIE, R. W. The impact of COVID-19 on small business owners: Examining the early-stage losses using the April 2020 Current Population Survey. *NBER Working Paper*, n. 27309. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2020. <https://doi.org/10.3386/w27309>

FEDERAL RESERVE BANKS. 2024 Report on Employer Firms: Findings from the 2023 Small Business Credit Survey. Federal Reserve Banks, mar. 2024. Disponível em: <https://www.fedsmallbusiness.org/reports/survey/2024/2024-report-on-employer-firms>. Acesso em: 10 mar. 2025.

FEDERAL RESERVE BANKS. 2025 Report on Employer Firms: Findings from the 2024 Small Business Credit Survey. Federal Reserve Banks, mar. 2025. Disponível em: <https://www.fedsmallbusiness.org/reports/survey/2025/2025-report-on-employer-firms>. Acesso em: 15 mar. 2025.

FREDRIKSON LAW. Subchapter V: How's It Going? Minneapolis: Fredrikson & Byron, set. 2024. Disponível em: <https://www.fredlaw.com/the-restructuring-report/subchapter-v-hows-it-going>. Acesso em: 10 mar. 2025.

GOURINCHAS, P.-O.; KALEMLI-ÖZCAN, Ş.; PENCIAKOVA, V.; SANDER, N. COVID-19 and SME failures. NBER Working Paper, n. 27877. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2021. <https://doi.org/10.3386/w27877>

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). Insolvency Prospects Among Small and Medium Enterprises in the Wake of COVID-19: Assessment of Risks and Policy Options. IMF Staff Discussion Note, SDN/2021/002. Washington: IMF, 2021. Disponível em: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/SDN/2021/English/SDNEA2021002.ashx>. Acesso em: 10 mar. 2025.

JONES DAY. The Year in Bankruptcy: 2022. Insights, jan. 2023. Disponível em: <https://www.jonesday.com/en/insights/2023/01/the-year-in-bankruptcy-2022>. Acesso em: 10 mar. 2025.

KARAS, M.; REŽŇÁKOVÁ, M. Operating cash-flow ratios and financial distress in SMEs. In: INTERNATIONAL SCIENTIFIC CONFERENCE ON MANAGING AND MODELLING OF FINANCIAL RISKS, 10., 2020, Ostrava. Anais [...]. Ostrava: VŠB, 2020.

PHAN, T. D.; HOANG, T. T.; TRAN, N. M. Cash flow and financial distress of private listed enterprises on the Vietnam stock market: A quantile regression approach. Cogent Business & Management, v. 9, n. 1, p. 2121237, 2022. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2121237>

U.S. SMALL BUSINESS ADMINISTRATION. Agency Financial Report FY2023. Washington: SBA, 2023. Disponível em: <https://www.sba.gov/document/report-agency-financial-report>. Acesso em: 10 mar. 2025.

U.S. SMALL BUSINESS ADMINISTRATION. Small Business Administration Loan Program Performance. Washington: SBA, 2024. Disponível em: <https://www.sba.gov/document/report-small-business-administration-loan-program-performance>. Acesso em: 10 mar. 2025.