

ANÁLISE DINÂMICA SEGUNDO O MODELO DE MICHEL FLEURIET: O CASO DA EMPRESA ABRIL EDUCAÇÃO S.A.

KHEITT DA SILVA VALE

Universidade Federal de Juiz de Fora

ANDERSON ROCHA VALVERDE

Universidade Federal de Juiz de Fora

EDUARDO DUARTE HORTA

Universidade Federal de Juiz de Fora

RESUMO

O presente trabalho discorreu sobre as demonstrações financeiras, a análise econômico-financeira tradicional e o modelo proposto por Michel Fleuriet. O estudo objetivou analisar a estrutura e situação financeira da companhia Abril Educação S.A., segundo modelo dinâmico de análise do capital de giro, baseado na reclassificação do balanço patrimonial. As informações contábeis do período entre 2010 a 2014, disponibilizadas no site da BM&FBOVESPA, foram as base para o cálculo das três principais variáveis deste modelo: Necessidade de Capital de Giro (NCG), Capital de Giro (CDG) e Saldo de Tesouraria (T), além do Indicador de Liquidez (IL) e da Necessidade Total de Financiamento Permanente (NTPF). Os resultados obtidos, em todos os anos analisados, apresentaram uma estrutura sólida, com excelente liquidez e equilíbrio financeiro.

Palavras-chave: Modelo Dinâmico, Capital de Giro, Situação Financeira, Liquidez.

ABSTRACT

The present work discoursed on the financial demonstration, the traditional economic and financial analysis and the model proposed by Michel Fleuriet. The study aimed to analyze the structure and financial situation of the company Abril Educação SA, according to dynamic model analysis of working capital, based on the reclassification of the balance sheet. The financial information of the period between 2010 to 2014, available on the BM&FBOVESPA site, were the basis for the calculation of the three main variables of this model: Working Capital Requirement (WCR), Working Capital (WC) and Balance of Treasury (BT), besides Liquidity Indicator (LI) and Total Need of Permanent Financing (TNPf). The results obtained in all the years analyzed, showed a solid structure, with excellent liquidity and financial balance.

Key-words: Dynamic Model, Working Capital, Financial Situation, Liquidity.

1 INTRODUÇÃO

O dinamismo da competitividade, o avanço tecnológico e as transformações decorrentes das mudanças políticas, econômicas e sociais são variáveis externas impulsionadas pela sobrevivência no mercado que, somadas a escassez de recursos e ao aumento constante de oferta, faz com que a administração financeira assuma um papel de suma importância nas organizações.

O sucesso dos empreendimentos, quer sejam grandes ou pequenos, públicos ou privados, com ou sem fins lucrativos, depende em grande parte da atuação de seus administradores. “assim, há implicações financeiras em virtualmente todas as decisões de negócios” (BRIGHAM e HOUSTON, 1999, p.7).

Segundo Gitman (1997, p. 4) “podemos definir finanças como a arte e a ciência de administrar fundos”. A função de administrar tem enfoque no planejamento e controle dinâmico dos resultados, sendo que “o processo de administração geralmente assume forma comum, qualquer que seja o tipo do empreendimento” (WELSH, 1983, p. 20).

Para a administração financeira, uma empresa justifica sua existência por meio dos resultados que produz, tendo como objetivo econômico a maximização do seu valor de mercado a longo prazo e conseqüente aumento do patrimônio dos acionistas. Portanto, cabe a administração orientar os dirigentes nas decisões a serem tomadas nas organizações (MATARAZZO, 1998; HOJI, 2001).

Ao administrador financeiro compete a responsabilidade de gerir ativamente as finanças com o objetivo de obter resultados consistentes e de longo prazo. Neste sentido Vieira (2008) discorre que obter resultados possibilita remunerar os acionistas pelo capital investido, o pagamento de juros e do principal das obrigações, manter o relacionamento com clientes e fornecedores, além de cumprir suas funções sociais, por meio da geração de impostos, remuneração adequada dos empregados e contribuições para o desenvolvimento das comunidades nas quais se insere.

Considerando que a atuação dos administradores trata-se de um dos pilares sobre o qual se constrói o sucesso empresarial, torna-se necessário analisar as informações contábeis extraídas das demonstrações financeiras. A reclassificação das contas segundo modelo de Michel Fleuriet permite apurar três variáveis essenciais: a Necessidade de Capital de Giro (NCG), o Capital de Giro (CDG) e o saldo de tesouraria (T). A análise dinâmica é o resultado de estudos para desenvolver um método mais coerente com a realidade operacional brasileira.

Diante da relevância da administração financeira, o presente trabalho tem como objetivo analisar a estrutura e situação financeira da empresa Abril Educação S.A. tendo como insumo as informações contábeis do período de 2010 a 2014 disponibilizadas no site da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), aplicando o modelo dinâmico de Fleuriet.

Os argumentos para justificar o tema proposto apóiam-se na relevância da administração financeira. Segundo Matarazzo (1998) e Hoji (2001) a responsabilidade do administrador financeiro consiste em orientar as decisões de investimento e financiamento, com o intuito de maximizar os resultados. Somado ao exposto, a Abril Educação S.A. é a maior companhia no segmento de educação básica no mercado brasileiro. Atualmente, a empresa atende a mais de 130 mil escolas públicas e privadas e a cerca de 30 milhões de alunos em todos os estados da federação (ABRILEDUCAÇÃO, 2015).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A revisão teórica que compõe este estudo se baseia, principalmente, nas demonstrações financeiras e na análise financeira e econômica segundo o Modelo Fleuriet. Este capítulo inicia-se abordando as demonstrações financeiras com ênfase no balanço patrimonial. Em seguida, discorre sobre os principais índices econômico-financeiros que subsidiam a análise tradicional. Por fim, a revisão da literatura será focada na descrição do modelo Fleuriet com variáveis obtidas através da reclassificação das contas patrimoniais, no indicador de liquidez, Efeito Tesoura e na Necessidade Total de Financiamento Permanente.

2.1 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras refletem as conseqüências de todas as decisões administrativas passadas, sendo fundamental a compreensão dos demonstrativos para o processo de análise financeira e econômica de uma empresa em um determinado período.

O balanço patrimonial, a demonstração de resultado do exercício, a demonstração de lucros e prejuízos acumulados e a demonstração de fluxo de caixa, são as quatro principais demonstrações financeiras que, além de fornecer uma visão contábil das operações, servem de base para planejamentos futuros e orçamentos internos, uma vez que a gestão dos recursos está intimamente ligada à subsistência da empresa, indiferente do tipo e finalidade.

O sistema econômico cresceu enormemente desde o seu começo, e a contabilidade se tornou mais complexa. No entanto, os motivos originais da existência de demonstrações financeiras ainda são aplicáveis: banqueiros e outros investidores precisam de informações contábeis para tomar decisões inteligentes, os administradores precisam delas para administrar seus negócios eficientemente e as autoridades tributárias necessitam delas para lançar impostos de forma racional (BRIGHAM e HOUSTON, 1999, p. 29).

O balanço patrimonial é o demonstrativo que evidência, resumidamente, a posição financeira da empresa no fim do ano ou de um período determinado. Por este motivo é também chamado de demonstração da condição financeira ou demonstração da posição financeira (HELFERT, 2000). O balanço registra as categorias e quantidades de ativos, representadas pelo conjunto de bens e direitos de propriedade da empresa, e as confronta com as obrigações devidas a financiadores e proprietários, denominados passivo e patrimônio líquido respectivamente (GITMAN, 1997).

Segundo o artigo 178 da lei nº 6.404/78, alterado pelo artigo 1º da lei nº 11.638/07, no balanço patrimonial, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da empresa. No ativo, as contas serão dispostas em ordem decrescente de grau de liquidez dos elementos nelas registrados. Já no passivo, em ordem decrescente de grau de exigibilidade.

2.2 Análise econômico-financeira tradicional

Segundo Matarazzo (1998, p. 30) “a análise de balanço é fundamental para quem pretende relacionar-se com a empresa”. A partir dela os dados contábeis são transformados

em informações com linguagem corrente, permitindo obter uma visão da estratégia e dos planos da organização, assim como diagnosticar os pontos críticos e apresentar possíveis soluções para seus problemas. Assim, a análise das demonstrações financeiras pode ser subdividida em análise financeira e econômica.

Segundo Marion (2002, p. 453), o balanço patrimonial identifica “de forma objetiva a situação financeira”, sendo analisada as condições da empresa em saldar os compromissos assumidos. Neste sentido, Lunelli (2015) ressalta que a análise financeira é obtida através dos indicadores de liquidez e rentabilidade, demonstrando a situação financeira global e a necessidade de investimento necessário à operacionalização da empresa.

A análise econômica é utilizada para avaliar e mensurar a rentabilidade, a lucratividade e o retorno dos investimentos, demonstrando o empenho operacional, correspondente aos lucros auferidos pela empresa conforme abordado por Lunelli (2015). Segundo Marion (2002) na demonstração de resultado do exercício em conjunto com o balanço patrimonial são evidenciados os aspectos da situação econômica da empresa.

As demonstrações financeiras constituem os insumos básicos para a análise com base em índices. Os índices demonstram as relações existentes entre as demonstrações financeiras, determinando os aspectos econômicos e financeiros de uma empresa (MATARAZZO, 1998; BRIGHAM e HOUSTON, 1999). Segundo Gitman (1997) a análise por meio de índices permite comparar o desempenho de uma empresa em relação às outras empresas, ou sua situação ao longo do tempo. Helfert (2000) adverte que os índices não são um critério absoluto. Eles são mais eficientes quando usados em combinações para nortear as mudanças e ilustrar as tendências.

Os principais indicadores econômico-financeiros são os de liquidez, rentabilidade e endividamento. Os índices de liquidez são obtidos através do confronto das contas patrimoniais, com o intuito de evidenciar a situação financeira da empresa frente a suas obrigações de longo, curto ou prazo imediato. Costuma-se dizer que estes índices medem o quanto a empresa tem para cada unidade monetária que ela deve (MATARAZZO, 1988).

Os índices de rentabilidade servem para retratar a capacidade econômica da empresa, evidenciando o grau de êxito econômico obtido pela rentabilidade dos capitais investidos. Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 85) afirmam que “de um modo ou de outro, eles pretendem medir o quão eficiente a empresa utiliza seus ativos e administra suas operações”. Os valores extraídos da demonstração de resultado de exercício e do balanço patrimonial, são as bases para o cálculo das margens de lucro, giro e rentabilidade do patrimônio líquido e do ativo.

Os indicadores de endividamento proporcionam uma visão do montante de recursos de terceiros que são empregados na estrutura de capital da empresa. O nível de endividamento medido por este índice pode ser chamado de grau de alavancagem financeira. Segundo Helfert (2000), o uso adequado deste recurso pode resultar, depois dos juros pagos, em aumento do patrimônio e do retorno dos acionistas. Por outro lado, “[...] quanto maior o endividamento a custos fixos, ou alavancagem financeira, de uma empresa, maior serão o seu risco e retorno esperado” (GITMAN, 1997, p. 116).

Outra forma de avaliação de empresas é através do ciclo operacional, financeiro e econômico. O ciclo operacional constitui o intervalo de tempo que a empresa gasta para realizar todas as suas atividades organizacionais. Segundo Matarazzo (1998) e Assaf Neto (2001), quanto maior for este ciclo, maiores serão as necessidades de capital. O ciclo econômico revela o tempo decorrido desde a compra até a venda dos produtos (SEBRAE/PR, 2015). Já o ciclo financeiro vislumbra o espaço de tempo desde o pagamento ao fornecedor, até o recebimento dos créditos resultante da venda de mercadorias (MATARAZZO, 1998).

2.3 Modelo dinâmico de Michel Fleuriet

O professor francês Michel Fleuriet, Ph.D. em Finanças pela *Wharton (University of Pennsylvania)*, em 1975 a convite da Fundação Dom Cabral, se dedicou ao desenvolvimento de um método de análise de balanços mais coerente com a realidade brasileira em substituição as abordagens financeiras inspiradas nos modelos norte-americanos.

Em uma reunião com executivos de Minas Gerais, Fleuriet constatou que as companhias tinham uma visão equivocada de seu capital de giro e que a necessidade de capital de giro era financiada com empréstimos de curto prazo com a esperança de que estes fossem renovados em seus vencimentos. Por este motivo, percebeu a relevância de indicadores de liquidez para a gestão financeira das empresas brasileiras.

Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) consideraram um modelo dinâmico que exigia a reclassificação das contas patrimoniais de acordo com o seu ciclo, considerando a realidade e o giro de seus negócios. As contas do ativo e do passivo circulante foram subdivididas em financeiras e operacionais. Já as contas de longo prazo são denominadas de ativo e passivo permanente.

O circulante financeiro possui um movimento descontínuo e errático, ele é composto pelas contas “originadas das operações de financiamento e investimento de curto prazo” (VIEIRA, 2008). O circulante operacional está vinculado ao ciclo operacional, apresentando um movimento contínuo e cíclico. Quanto às contas permanentes, são de natureza de longo prazo, de movimentação lenta e comportamento não operacional, consideradas como não cíclicas. Conforme figura 1 a seguir.

Figura 1 – Balanço Patrimonial reclassificado segundo Modelo Fleuriet.

ATIVO			PASSIVO		
ATIVO CIRCULANTE	CONTAS ERRÁTICAS	<u>Ativo Circulante</u> Caixa Bancos Conta Movimento Títulos e Valores Mobiliários	PASSIVO CIRCULANTE	CONTAS ERRÁTICAS	<u>Passivo Circulante</u> Duplicatas Descontadas Empréstimos Bancários a Curto Prazo
	CONTAS CÍCLICAS	Duplicatas a Receber Estoques de Produtos Acabados Estoques de Produção em Andamento Estoques de Matérias-primas		CONTAS CÍCLICAS	Fornecedores Salários e Encargos Impostos e taxas a Pagar
ATIVO PERMANENTE	ATIVO NÃO CIRCULANTE	CONTAS NÃO CÍCLICAS	PASSIVO NÃO CIRCULANTE	CONTAS NÃO CÍCLICAS	<u>Exigível a Longo Prazo</u> Empréstimos Bancários a Longo Prazo Financiamentos
					<u>Realizável a Longo Prazo</u> Empréstimos a Terceiros Títulos a Receber
		Investimentos Imobilizado Intangível			Patrimônio Líquido Capital Social Reservas Prejuízos Acumulados
					PL

Fonte: Adaptado de Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 8)

A reclassificação do balanço patrimonial possibilita extrair três variáveis: a Necessidade de Capital de Giro (NCG), o Capital de Giro (CDG) e o Saldo de Tesouraria (T). Estes indicadores são as bases para a análise dinâmica segundo modelo Fleuriet, que retrata a real situação de liquidez da empresa e subsidia a tomada rápida de decisão.

O Modelo Dinâmico inverte a lógica do conceito de capital de giro (CDG), que passa a ser uma fonte de financiamento de longo prazo para a Necessidade de capital de Giro (NCG). Ele evidencia a Necessidade de Capital de Giro como uma obrigação de financiamento permanente ligado às operações da firma. Então, o saldo de tesouraria (T) é utilizado como um tipo de termômetro para medir o risco de liquidez da companhia. Esse formato baseado em CDG, NCG e T se mostrou extremamente útil para monitorar a liquidez de uma empresa, a saúde de suas operações e o gerenciamento dos ciclos financeiros, ao mesmo tempo permitindo decisões estratégicas ligadas à estrutura de capital (MODELO FLEURIET, 2015).

2.3.1 Necessidade de Capital de Giro (NCG)

Segundo Vieira (2008), a Necessidade de Capital de Giro (NCG) é um conceito econômico-financeiro e não uma definição fiscal ou legal. A NCG é obtida através do confronto das contas cíclicas, intimamente ligadas ao giro do negócio. Assim, “pode variar de acordo com as informações que os analistas financeiros dispõem sobre os ciclos econômicos e financeiros das empresas” (FLEURIET, KEHDY e BLANC, 2003, p. 9).

Expressa pela diferença das contas do ativo circulante operacional e passivo circulante operacional, a NCG pode assumir valor positivo ou negativo (ASSAF NETO e SILVA, 2010). Quando o ativo cíclico é maior que o passivo cíclico, a NCG é positiva. Neste caso, no ciclo financeiro as saídas de caixa ocorrem antes das entradas de caixa. Torna-se necessário o emprego de recurso financeiro para operacionalizar as atividades da empresa. Esta aplicação permanente de fundo é chamada de Necessidade de Capital de Giro.

A NCG pode ser negativa. Isso ocorre quando no ciclo financeiro, as entradas de caixa ocorrem antes das saídas de caixa, resultando em uma fonte de recursos disponíveis para aplicação. Esta situação não é comum, porém favorável a organização.

É importante ressaltar que a NCG é composta apenas por parte das contas do ativo e passivo circulante, ou seja, pelas contas do ativo cíclico e passivo cíclico, tendo necessariamente um valor e conceito distinto do Capital Circulante Líquido (CCL) tradicional.

$$\text{NCG} = \text{ativo cíclico} - \text{passivo cíclico}$$

2.3.2 Capital de Giro (CDG)

A empresa que apresenta uma NCG positiva requer uma aplicação permanente e de longo prazo para garantir suas operações. Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) recomendam o emprego de recursos permanente para o financiamento dessas atividades, uma vez que o uso de empréstimo de curto prazo aumenta o risco de insolvência.

Indispensável é destacar que as fontes de longo prazo financiam prioritariamente as aplicações também de longo prazo, sendo o saldo restante utilizado para financiar o ativo

circulante. Denomina-se Capital de Giro (CDG) o saldo de longo prazo, obtido pela diferença do ativo permanente e do passivo permanente, normalmente utilizado para financiar a NCG da companhia (VIEIRA, 2008).

O CDG possui o mesmo valor do CCL, porém suas interpretações são distintas. Enquanto o CCL é representado pela diferença entre o ativo e o passivo circulante e representa um excedente de curto prazo, o CDG significa uma fonte de fundo de longo prazo.

Segundo Vieira (2008), por ser composto por contas permanentes, o CDG é relativamente estável no tempo e apresenta movimentação lenta. O CDG diminui quando são realizados novos investimentos no ativo permanente. Todavia, estes são compensados com o aumento do passivo não circulante, quando a empresa utiliza o Autofinanciamento, que é o fundo gerado por suas operações, o aumento de capital e o empréstimo a longo prazo.

O CDG pode assumir valor positivo ou negativo. O CDG positivo constitui fonte de recursos para financiar as aplicações de longo prazo e as de curto prazo. Enquanto que o CDG negativo significa que parte do ativo permanente, ou seja, de longo prazo é financiada com recursos de curto prazo. Nesta situação a empresa poderá apresentar um quadro de insolvência, exceto se sua NCG for também negativa.

Assaf Neto (2001) discorre que o equilíbrio financeiro ocorre quando os bens e direitos do ativo são financiados a um prazo proporcional a recuperação dessas aplicações, reduzindo a possibilidade de risco financeiro.

$$\text{CDG} = \text{passivo permanente} - \text{ativo permanente}$$

2.3.3 Saldo de Tesouraria (T)

A NCG representa uma demanda permanente de recursos de longo prazo para financiar as operações da empresa. Quando o CDG, resultante da diferença entre as fontes e aplicações de longo prazo, não é suficiente para financiar a NCG, torna-se necessário o emprego de recursos de curto prazo.

Segundo Vieira (2008), as fontes de curto prazo são obtidas pela diferença entre CDG e NCG ou subtraindo do ativo circulante financeiro o montante do passivo circulante financeiro, estas contas são também denominadas de ativo errático e passivo errático respectivamente. A diferença desta equação é definida como Saldo de Tesouraria (T) e pode ser positiva ou negativa.

O Saldo de Tesouraria positivo demonstra que a organização possui CDG suficiente para fazer frente a sua NCG. Neste caso, o ativo errático será maior que o passivo errático, evidenciando um folga financeira. Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 14) advertem “que um Saldo de Tesouraria positivo e elevado não significa necessariamente uma condição desejável para a empresa; pelo contrário, pode significar que a empresa não esteja aproveitando as oportunidades de investimento [...]”.

As empresas que apresentam um Saldo de Tesouraria negativo possuem uma estrutura financeira inadequada. O ativo errático é menor que o passivo errático e o CDG não financia a NCG, sendo necessário recorrer a fontes externas de financiamento, quase sempre de curto prazo. O descompasso das contas do financeiro circulante retrata o problema de liquidez e contribui para um quadro de insolvência.

Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) salientam a importância de acompanhar este indicador. Caso o aumento da NCG não seja acompanhado do crescimento do Autofinanciamento e do CDG, o Saldo de Tesouraria será negativo e crescente, obrigando a empresa a entrar em um

ciclo vicioso de empréstimo de curto prazo para financiar a NCG, fato que ameaça a sobrevivência da organização.

$$T = \text{ativo errático} - \text{passivo errático}$$

$$T = \text{CDG} - \text{NCG}$$

2.3.4 Tipos de estruturas e situações financeiras

Segundo Vieira (2008), o modelo dinâmico permite identificar seis possibilidades de balanços patrimoniais. As estruturas financeiras são obtidas a partir da combinação dos saldos da NCG, CDG e T, e retrata a situação de risco, liquidez e solvência da empresa.

Tabela 1 – Estratégias de balanço patrimonial.

Tipo	CDG	NCG	ST	Situação
1	+	-	+	Excelente
2	+	+	+	Sólida
3	+	+	-	Insatisfatória
4	-	+	-	Péssima
5	-	-	-	Muito Ruim
6	-	-	+	Alto Risco

Nota: (+) indica valor positivo, e (-) indica valor negativo.

Fonte: Adaptado do Modelo Fleuriet (2015)

A estrutura do tipo 1 é considerada excelente por possuir maior liquidez e folga financeira. No ciclo financeiro as entradas de caixa ocorrem antes das saídas de caixa. A NCG negativa somada ao CDG positivo, constituem recursos que são aplicados a curto prazo no T.

No tipo 2, o CDG financia o ativo permanente e a NCG, sendo a sobra de recursos investida no curto prazo. Vieira (2008) destaca a possibilidade de a empresa auferir retornos reduzidos, tendo em vista o investimento em ativos com menor risco e maior disponibilidade.

Segundo Vieira (2008), a situação insatisfatória do tipo 3, é típica das empresas brasileiras. O CDG não é suficiente para financiar a NCG, ocorrendo o emprego de capital de curto prazo, por isso, o T é negativo. Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) advertem que a liquidez estará ameaçada caso seus créditos a curto prazo não forem renovados.

A quarta estrutura exibe uma situação financeira péssima e de risco elevado. A NCG e o CDG representam uma aplicação de recursos. Esta estrutura demanda capital para garantir seu giro e investimentos no ativo permanente. Empréstimos de curto prazo são utilizados para financiar a NCG e os investimentos de longo prazo.

No balanço tipo 5 a NCG em conjunto com o T, financiam o CDG. Os recursos de curto prazo alocados no ativo permanente é característica desta estrutura financeira cuja situação é muito ruim.

A última estrutura apresenta situação de alto risco. A NCG negativa representa uma fonte de recursos. Ocorre o emprego do capital originário das contas operacionais no financiamento do ativo permanente (CDG) e do ativo financeiro (T). Vieira (2008) ressalta

que esta é uma situação que requer uma gestão financeira adequada, pois os recursos da NCG são oriundos do ciclo financeiro da empresa.

2.3.5 Indicador de Liquidez (IL)

O termo liquidez destina-se a retratar a saúde financeira da empresa e sua capacidade de honrar seus compromissos de curto prazo (GITMAN, 1997). Trata-se da facilidade de um ativo ser convertido em caixa. Neste sentido, Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 77) afirmam que “os índices de liquidez são, na verdade, índices de solvência”.

O indicador de liquidez (IL) é resultante da proporção entre o Saldo de Tesouraria e a NCG. Este quociente demonstra se a empresa utiliza recursos de curto prazo no financiamento de seu giro. Vieira (2008) ressalta que a NCG está vinculada a operação do negócio e que deve ser financiada com o emprego de recursos de caráter permanente e de longo prazo.

O índice quando positivo, indica uma estrutura aplicadora de recursos de curto prazo, na qual o T supre as demandas da NCG. Porém, o IL negativo, representa o uso de recursos de curto prazo para o financiamento da NCG. Tal situação merece constante monitoramento, cujo objetivo é acompanhar o distúrbio financeiro e subsidiar a tomada de decisão.

$$\text{Indicador de liquidez (IL)} = \frac{T}{\text{NCG}}$$

2.3.6 Efeito Tesoura (*Overtrading*)

A operacionalização da empresa requer investimento permanente e de longo prazo (NCG), cujo financiamento deve apresentar características semelhantes (CDG). Sendo em último caso, utilizado recursos de curto prazo (T).

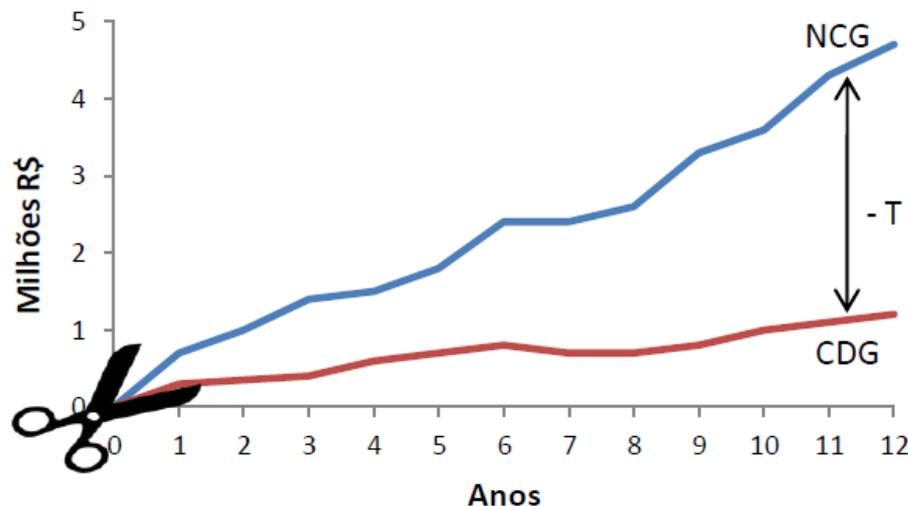
A expansão da atividade operacional implica no emprego de mais recursos. Quando a NCG aumenta em uma proporção maior que o aumento do CDG, a evolução do T ocorre de forma crescente e negativa. Esta situação é denominada Efeito Tesoura (FLEURIET, KEHDY e BLANC, 2003).

Em uma estrutura financeira o T pode financiar a NCG sem comprometer a solvência da empresa, desde que haja possibilidades concretas de ser substituído por recursos de longo prazo. Entretanto, a dependência de empréstimo de curto prazo para o financiamento da demanda operacional, eleva o risco financeiro e compromete a sobrevivência da empresa.

O emprego de capital de curto prazo é demonstrado também, pelo indicador de liquidez (IL) quando negativo. Esta não é uma situação favorável, uma vez que, a renovação do crédito depende da política monetária, taxa de juros e análise de crédito (VIEIRA, 2008).

Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) e Assaf Neto e Silva (2010), o Efeito Tesoura, também tratado como *Overtrading*, é ocasionado quando há um acréscimo elevado das vendas, sendo o adequado suporte de recursos. O Autofinanciamento, o empréstimo a longo prazo e o aumento de capital social, sendo as principais fontes de aumento do CDG, são empregadas no ativo permanente que, por sua vez, diminuem o CDG. Além da inflação e das metas de expansão superdimensionadas e ambiciosas.

Figura 2 – Efeito Tesoura



Fonte: Adaptado de Vieira (2008, p. 122)

2.3.7 Necessidade Total de Financiamento Permanente (NTFP)

Segundo Assaf Neto e Silva (2010), quando a NCG evolui, exigindo um volume maior de recursos para o giro operacional do negócio e as fontes internas provenientes de suas operações não são suficientes para cobrir esta demanda, torna-se necessário a captação de recursos de longo prazo ou novos aportes de capital.

A Necessidade Total de Financiamento Permanente (NTFP) é calculada pela soma da NCG mais o montante do investimento permanente, sendo este último representado pelas contas não cíclicas, ou seja, o realizável a longo prazo e o ativo permanente.

Situações em que a NTFP é maior que o passivo permanente, demonstra que a empresa possui um Saldo de Tesouraria negativo e que utiliza recursos de curto prazo para financiar suas necessidades de longo prazo.

O equilíbrio financeiro ocorre quando a NTFP é coberta por passivos de mesma maturidade, constituídos pelas exigibilidades de longo prazo e o patrimônio líquido. Neste caso, o Saldo de Tesouraria é positivo, fato que evidencia a disponibilidade financeira para fazer frente a uma possível evolução da NCG.

$$NTFP = NCG + \text{Investimento permanente}$$

3 METODOLOGIA

Para atingir os objetivos aos quais o presente trabalho se propõe, tomou-se como base a taxionomia proposta por Vergara (2007), que classifica a pesquisa quanto aos fins e quanto aos meios.

Quanto aos fins, a pesquisa foi explicativa, descritiva e qualitativa. Explicativa, porque se almejou esclarecer os fatos que contribuíram para a atual situação da empresa através de

uma análise inteligível de suas contas patrimoniais. Descritiva, porque visou descrever os aspectos financeiros e estabelecer correlação entre os demonstrativos à luz das teorias de análise da dinâmica financeira das empresas. Qualitativa, devido ao contato do pesquisador com o ambiente investigado de forma direta e prolongada (CERVO, BERVIAN e SILVA, 2006).

Quanto aos meios, a pesquisa foi bibliográfica, documental e de estudo de caso. Bibliográfica, porque para a fundamentação teórica foi realizada uma investigação da literatura dos assuntos que se referem à administração financeira, as demonstrações financeiras, a análise tradicional e o modelo dinâmico de Michel Fleuriet. Documental, devido ao uso de balanços patrimoniais extraídos no site da BM&FBOVESPA. O estudo foi de caso, porque desejou a compreensão do contexto com maior profundidade e detalhamento.

O presente estudo visou realizar uma análise sobre a estrutura financeira da empresa Abril Educação S.A. na ótica do Modelo Fleuriet. Para tanto, tomou-se como base os dados contábeis extraídos das demonstrações financeiras, em especial o balanço patrimonial nos anos de 2010 a 2014 divulgadas no site da BM&FBOVESPA.

A reclassificação das contas patrimoniais, conforme sugerido por Vieira (2008) permitiu a determinação das variáveis-chaves do modelo dinâmico como fonte e aplicação dos recursos que são a NCG, CDG e T. O método de análise possibilita determinar o tipo de estrutura e situação financeira da empresa além de observar a evolução das variáveis pela técnica de cronologia.

4 O CASO EM ESTUDO

O histórico da companhia Abril Educação S.A. está disponível no site oficial da empresa. Em sua página é possível conhecer os serviços e produtos comercializados pela *holding*, que tem em seu portfólio: editoras gráficas, sistema de ensino, colégios, cursos preparatórios para concursos públicos e vestibulares, soluções educacionais e cursos de idiomas.

Em 2010, o Grupo Abril, com o objetivo de explorar as mudanças no cenário educacional, cindiu três de suas empresas tradicionais para iniciar um novo negócio. As editoras gráficas Ática e Scipione, pioneiras na área editorial de produtos didáticos e paradidáticos, se juntaram ao sistema de ensino SER para criar a empresa Abril Educação.

Em seu primeiro ano de atuação, a Abril Educação adquiriu duas instituições de prestígio. No estado de São Paulo, O Anglo Vestibulares, fundado a mais de meio século e reconhecido por ser o primeiro curso preparatório para vestibulares do país e por seu alto índice de aprovação em vestibulares. No Rio de Janeiro, o conceituado Curso e Colégio PH.

O crescimento acelerado atraiu fundos de *private equity* e possibilitou a aquisição de ativos de alta qualidade. Para alavancar seu desenvolvimento, em julho de 2011, o conselho de administração decidiu captar recursos no mercado de capitais através da oferta pública inicial de ações (IPO). Em outubro de 2014, a Abril Educação migrou para o Novo Mercado da BM&FBOVESPA, segmento que exige os mais elevados padrões de transparência e governança corporativa. Neste mesmo ano, a empresa auferiu receita líquida de R\$1,3 bilhões.

Atualmente, possui 13 marcas reconhecidas, atende a mais de 130 mil escolas públicas e privadas e 30 milhões de alunos em todos os estados da federação. A educação é um setor em expansão contínua que movimenta cerca de R\$36 bilhões por ano no país. E, é neste cenário promissor, que a Abril Educação se consolida como a maior companhia de educação básica do Brasil.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir das demonstrações financeiras do período entre 2010 a 2014 publicadas pela empresa, foram obtidos os balanços patrimoniais reclassificados segundo embasamento teórico. Em seguida, procederam-se os cálculos para obter as variáveis que permitem a análise dinâmica e a determinação do tipo de estrutura e situação financeira da empresa.

Para proceder a análise proposta por Michel Fleuriet, faz-se necessário enfatizar que a Abril Educação captou recursos por meio de fundos de *private equity* em 2010 e da abertura de capital com o IPO na BM&FBOVESPA em julho de 2011.

Conforme apresentado na tabela 2, a NCG apresentou valores positivos durante os períodos analisados. Destaca-se que de 2010 para 2014, as fontes de recursos operacionais, que constituem o passivo cíclico, praticamente triplicaram, mas não foram suficientes para satisfazer o aumento do nível de atividades da companhia.

No tocante a captação de recursos, as decisões administrativas resultaram no aumento expressivo de capital de longo prazo. De 2010 para 2014, houve o aumento de 160% do passivo permanente, acompanhado do acréscimo das contas do ativo permanente em todos os anos. O CDG evolui de forma crescente e positiva. Os recursos de longo prazo cobrem os investimentos de mesma maturidade e financiam a NCG, sendo o seu saldo investido no curto prazo. Convém lembrar que é importante aplicar corretamente os recursos disponíveis.

O Saldo de Tesouraria (T) positivo confirma a aplicação de recursos do CDG no ativo financeiro e suporta os aumentos temporários da NCG. Em 2014, o T mais que dobrou em relação ao observado em 2010, de R\$113.423 milhões, alcançando R\$269.558 milhões.

Tabela 2 – Variáveis do modelo Fleuriet, Indicador de liquidez e Necessidade total de financiamento permanente.

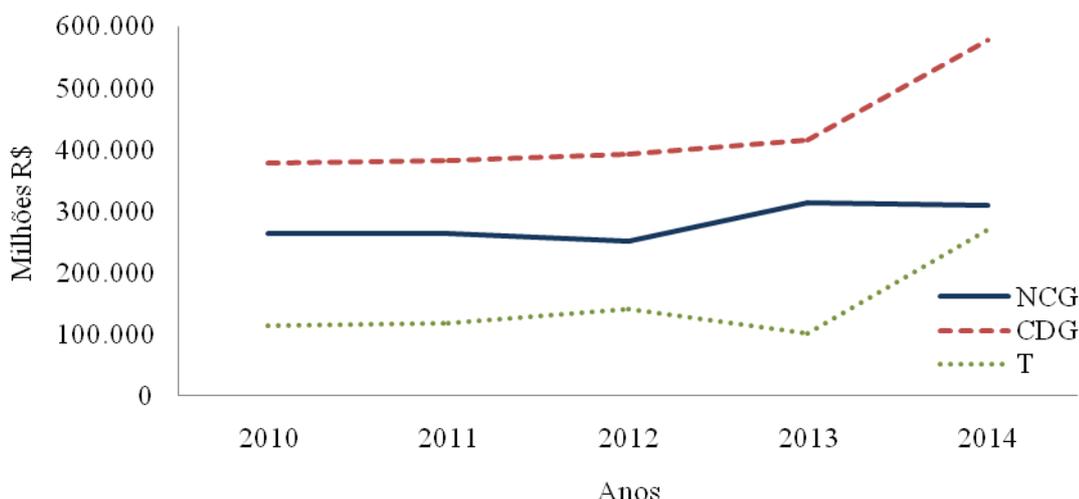
Valores em milhares de reais	2010	2011	2012	2013	2014
Ativo cíclico	368.178	425.842	436.613	553.750	611.488
(-) Passivo cíclico	103.968	161.626	185.006	239.584	303.151
= Necessidade de Capital de Giro(NCG)	264.210	264.216	251.607	314.166	308.337
Passivo permanente	1.139.005	1.401.988	1.507.373	2.734.062	2.957.765
(-) Ativo permanente	761.372	1.020.496	1.114.244	2.318.611	2.379.870
= Capital de Giro (CDG)	377.633	381.492	393.129	415.451	577.895
Ativo errático	211.170	305.647	305.892	360.745	369.069
(-) Passivo errático	97.747	188.371	164.370	259.460	99.511
= Saldo de Tesouraria (T)	113.423	117.276	141.522	101.285	269.558
Indicador de Liquidez (T/NCG)	42,93%	44,39%	56,25%	32,24%	87,42%
NTFP = NCG + Ativo permanente	1.025.582	1.284.712	1.365.851	2.632.777	2.688.207

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados disponibilizados pela Abril Educação.

O indicador de liquidez (IL) mostrou-se positivo em todos os anos analisados. Não houve a aplicação de recursos de curto prazo na operacionalização da companhia. A NTFP ratifica o equilíbrio financeiro. O Ativo permanente e a NCG são financiados por fontes de longo prazo. Não há indícios do Efeito Tesoura, conforme a figura 3 a seguir.

Figura 3 – Evolução da NCG, CDG e T da Abril Educação

Valores em milhares de reais



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados disponibilizados pela Abril Educação.

Com base na tabela 3, pode-se verificar que a situação financeira de curto prazo da Abril Educação, durante todos os períodos analisados, enquadra-se na estrutura de tipo 2. As variáveis NCG, CDG e T são positivas. A *holding* utilizou os recursos permanentes para custear suas operações e ainda investir no curto prazo. Estas são características de uma estrutura sólida, com excelente liquidez e folga financeira.

Tabela 3 – Tipo de estrutura e situação financeira de curto prazo da Abril Educação.

	2010	2011	2012	2013	2014
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	+	+	+	+	+
Capital de Giro (CDG)	+	+	+	+	+
Saldo de Tesouraria (T)	+	+	+	+	+
Tipo de Estrutura	2	2	2	2	2
Situação Financeira	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados disponibilizados pela Abril Educação.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante da relevância da gestão financeira, o presente trabalho teve como objetivo analisar a estrutura e situação financeira da empresa Abril Educação S.A, segundo modelo dinâmico de Michel Fleuriet. O diagnóstico teve como insumo as informações contábeis do período de 2010 a 2014 disponibilizadas no site da BM&FBOVESPA. Cabe destacar que uma análise com outras empresas do setor se faz necessário para um estudo mais conclusivo.

Conforme abordado anteriormente, a Abril Educação foi constituída em 2010 através da cisão das gráficas Ática e Scipione e do sistema de ensino SER, então pertencentes ao Grupo Abril. Com o objetivo de explorar as mudanças do setor de educação, a companhia

investiu no crescimento através da aquisição de marcas reconhecidas criando uma plataforma diversificada e complementar de produtos e serviços educacionais e editoriais.

A abrangência de seus negócios possibilitou a pluralização das fontes de recursos, reduzindo os impactos da sazonalidade, e atraiu fundos de *private equity* em 2010 e do mercado de ações com o IPO na BM&FBOVESPA em julho de 2011. Estas estratégias impactaram de forma positiva no passivo não circulante da *holding*.

Em todos os períodos analisados, a empresa apresentou uma estrutura financeira sólida. De um lado do balanço, os investimentos no ativo permanente provocaram o aumento do nível de atividade e conseqüente necessidade de aplicação em giro. Enquanto que do outro lado, o expressivo aumento das fontes de recursos de longo prazo, foram mais que suficientes para financiar os investimentos permanentes, a Necessidade de Capital de Giro e sua sobra investida no curto prazo, resultando no Saldo de Tesouraria positivo e crescente.

Uma análise simplista poderia concluir que o volume dos recursos disponíveis é característico de uma gestão ineficiente dos ativos. Entretanto, esta situação faz-se necessária para garantir a continuidade da política expansionista da empresa. Nesta linha, cabe destacar que, segundo publicado no site do Valor Econômico em 18 de junho deste ano, a Abril Educação está negociando a aquisição da Editora Saraiva por R\$725 milhões de reais.

As oportunidades do segmento educacional somadas a melhoria da renda, que leva a população a investir em educação, proporcionam resultados extraordinário, visualizados na análise dinâmica que apresentou uma situação de liquidez sólida e promissora, e na condução dos negócios da maior companhia de educação básica do Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRIL EDUCAÇÃO. **Histórico da Abril Educação**. Disponível em: <<http://www.abrileducacao.com.br/historico.html>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanço** – Um enfoque econômico-financeiro. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do capital de Giro**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BRASIL. CONSTITUIÇÃO (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado Federal, 1988.

BRASIL. Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Site oficial da República Federativa do Brasil**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acesso em: 17 jun. 2015.

BOVESPA. **Abril Educação S.A.** Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=22551&idioma=pt-br>> Acesso em: 19 Jun. 2015.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. 4.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CERVO, Amando Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino; SILVA, Pedro da. **Metodologia científica**. 6.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. **O Modelo Fleuriet** – A dinâmica financeira das empresas brasileiras: um método de análise, orçamento e planejamento financeiro. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

GITTMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra, 1997.

HELPERT, Erich A. **Técnicas de Análise Financeira** – Um guia prático para medir o desempenho dos negócios. 9.ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

HOJI, Masakazu. **Administração Financeira** – Uma Abordagem Prática. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2001.

LUNELLI, Reinaldo Luiz. **A Importância da Análise Financeira de Balanços**. Disponível em: <<http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/analisefinanceirabalancos.htm>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Empresarial**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1998.

O MODELO FLEURIET. **O site oficial do Modelo Dinâmico**. Disponível em: <<http://www.modelo-fleuriet.com/>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JORDAN, B. D. **Princípios de Administração Financeira**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SEBRAE/PR. **A importância de se adequar o Ciclo Operacional a o Ciclo Financeiro**. Disponível em: <<http://www.sebraepr.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/Lab-%E2%80%93-Planejamento-financeiro>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

VALOR ECONÔMICO. **Abril Educação compra Editora Saraiva**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/4100538/abril-educacao-compra-editora-saraiva>>. Acesso em: 22 jun. 2015.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

VIEIRA, Marcos Villela. **A Administração Estratégica do Capital de Giro**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

WELSCH, Glenn A. **Orçamento Empresarial**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1983.