

Michel Fleuriet
Rodrigo Zeidan

O MODELO DINÂMICO DE GESTÃO FINANCEIRA



ALTA BOOKS

E D I T O R A

Rio de Janeiro, 2015

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO: SOBRE O MODELO DINÂMICO	XIII
A História do “Modelo Fleuriet”, por Michel Fleuriet.....	xiii
Aplicando o Modelo Dinâmico, por Rodrigo Zeidan	xviii
CAPÍTULO 1: COMO INTERPRETAR O BALANÇO PATRIMONIAL	3
A Classificação Tradicional	3
O Modelo e a Reclassificação do Balanço Patrimonial.....	7
Classificação Tradicional do Balanço	10
CAPÍTULO 2: A ESTRUTURA DO MODELO DINÂMICO	19
Uma Nova Maneira de Separar o Balanço Patrimonial	19
Dinâmica do Ciclo Financeiro	23
Reclassificação de Acordo com o Modelo Dinâmico	26
Padrão de Classificação do Balanço	30
CAPÍTULO 3: NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO: UM “NOVO” CONCEITO	43
NCG: Um Novo Conceito Econômico-Financeiro.....	45
Aplicação à Empresa Bernoulli	50

NCG Negativa	55
Considerações Literárias	58
CAPÍTULO 4: UMA NOVA DEFINIÇÃO DO CAPITAL DE GIRO	63
Uma Fonte Permanente para Financiar a NCG.....	64
Estrutura de Capital.....	68
O Nível de Endividamento Ótimo.....	72
CAPÍTULO 5: SALDO DE TESOURARIA	77
Definição “Por Dentro”	77
Definição “Por Fora”	80
O Efeito Tesoura	84
As Contas Erráticas São mesmo Erráticas?.....	88
CAPÍTULO 6: DEMONSTRAÇÕES GERENCIAIS	93
Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	93
Demonstrativos de Resultados e de Fluxo de Caixa.....	96
Demonstrativos Dinâmicos de Fluxo de Caixa	100
Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCA).....	106
CAPÍTULO 7: CRESCIMENTO E GERAÇÃO DE VALOR	111
Como Definir o Crescimento Sustentável.....	111
Como Crescimento e ROIC Ajudam a Determinar o Valor de uma Empresa?	117
Geração de Valor e Estratégia.....	119
O que Determina o Valor de uma Empresa?.....	134
O Valor Intríseco.....	137

O Comércio de Bairro (The Mom And Pop Shops)	145
A Empresa mais Rentável do Mundo.....	146
CAPÍTULO 8: ÍNDICES DE LIQUIDEZ	151
Índices Tradicionais de Liquidez	151
Os Índices de Liquidez do Modelo Dinâmico	156
Considerações sobre a Taxa de Juros	
Corporativa no Brasil.....	160
CAPÍTULO 9: CRISES	165
Crise Financeira e Saldo de Tesouraria.....	165
Crise de Liquidez e Saldo de Tesouraria.....	169
Crise de Liquidez.....	169
Saldo de Tesouraria (T).....	169
Petrobras e a Crise de 2008.....	170
CAPÍTULO 10: ESTRATÉGIAS DO BALANÇO PATRIMONIAL	175
Os Tipos de Balanço Patrimonial no Modelo Dinâmico	180
Estratégias de Balanço Patrimonial.....	185
Quando Poder de Mercado Ajuda em uma Crise.....	188
CAPÍTULO 11: CICLOS	193
A NCG e a Variação de Receita.....	193
A NCG e os Prazos	194
PME	195
PMR.....	198
PMP	199

Variação da Necessidade de Capital de Giro	200
Aritmética do Ciclo	209
Por que o Modelo Dinâmico?	
— Liberando R\$1 Bilhão	210
CAPÍTULO 12: PRECISANDO DE DINHEIRO? BUSQUE DENTRO DA EMPRESA	223
Gerenciar a NCG	223
Administrando PMR (Prazo Médio de Recebimento)	230
Administrando PMP (Prazo Médio de Pagamento)	235
Administrando PME (Prazo Médio de Estocagem)	239
Alocação de Recursos Escassos	245
14 ou 16 Dias? A Influência do Gestor Operacional na NCG	252
Mondelez — Quando as Empresas Vão Longe Demais.....	253
CAPÍTULO 13: MOVIMENTOS ESTRATÉGICOS	257
Alianças, Joint Ventures e F&A.....	258
O Enigma das Fusões e Aquisições.....	260
Arquétipos das Fusões e Aquisições.....	263
Valor e Sinergias em Fusões e Aquisições.....	270

CAPÍTULO 14: OS SETE PRINCÍPIOS DAS FINANÇAS SUSTENTÁVEIS	275
Os Princípios da Geração de Valor Sustentável	276
BIBLIOGRAFIA SOBRE O MODELO	285
ÍNDICE	295

INTRODUÇÃO

SOBRE O MODELO DINÂMICO

A HISTÓRIA DO “MODELO FLEURIET”, POR MICHEL FLEURIET

Em 2000, voltando ao Brasil após duas décadas de ausência, descobri que o Modelo Fleuriet tinha se tornado uma marca. Em 2013, encontrei um artigo sob o título “Mapeamento da Produção Científica sobre o Modelo Fleuriet no Brasil”. Para mim, é uma grande honra ver que meu nome virou alvo de produção científica!

Como nasceu este tal de Modelo Fleuriet?

A história do Modelo remonta a 1975, quando a Fundação Dom Cabral (FDC) em Belo Horizonte — que hoje é reconhecida, de acordo com o ranking Executive Education do Financial Times, como uma das melhores escolas de educação de executivos no mundo — ainda era o Centro de Extensão da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. No final da década de 1960, Emerson de Almeida, então um jovem jornalista de Belo Horizonte, havia ido a Paris para estudar no Institut de Presse. Em seu retorno a Belo Horizonte, ensinou jornalismo e se tornou diretor do Centro de Extensão da PUC de Minas Gerais. Ele tinha um sonho: fazer o Centro de Extensão se tornar uma “Escola de Negócios para Executivos”. Emerson imaginou uma escola de negócios diferente daquelas existentes na época: todas com influência norte-americana, como a Fundação João Pinheiro. Para iniciar seu sonho, ele colocou um anúncio em uma revista dedicada aos professores de gestão franceses. Naquele tempo, eu havia me juntado à escola de negócios francesa HEC como um jovem professor-assistente de finanças. Estava ensinando um método para analisar balanços de forma bem diferente daquele que aprendi no meu PhD em Finanças, nos Estados Unidos. Esse método, na época, estava sendo adotado na França, inclusive no Banque de France.

Após ler o anúncio, escrevi para o Emerson de Almeida que eu estaria indo ao Brasil para o casamento de meu melhor amigo e que seria uma oportunidade para visitá-lo. Isso foi o que fiz num dia de dezembro de 1973: participei do casamento de meu amigo, voltei para a França, e me esqueci do Emerson. Qual não foi minha surpresa no início de 1975, quando fui convidado a ir ao Brasil, por meio da Embaixada da França, para dar aulas pela República Federativa do Brasil — por cinco semanas — no Centro de Extensão da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais em agosto daquele ano. Quando cheguei a Belo Horizonte, Emerson me disse que eu daria oito horas de aulas por dia, por cinco dias, para executivos brasileiros num tópico de minha escolha. Para preparar o seminário, ele agendou reuniões com executivos de empresas de Belo Horizonte (e com um intérprete, porque eu não falava português). Nesses encontros, percebi que muitas companhias brasileiras cometiam um erro terrível: tinham uma visão equivocada de seu capital de giro. Acreditavam que, como a necessidade de capital de giro varia no curto prazo, ele poderia ser financiado com dívidas de curto prazo. Isso pode funcionar muito bem em países em que se pode facilmente renovar o financiamento de curto prazo, seja porque os bancos emprestam para empresas, como na Europa, ou porque há um mercado financeiro grande e líquido, como nos Estados Unidos — onde a empresa tem maior acesso a crédito e, portanto, indicadores de liquidez não sejam tão relevantes como no Brasil. Mercados financeiros deveriam estar prontos para conceder empréstimos de curto e longo prazos, se uma empresa cria valor. Esse não é o caso no Brasil. Aliás, mesmo nos Estados Unidos, desde a crise de 2008, indicadores de liquidez voltaram a ser relevantes.

Pareceu-me que o conceito de liquidez — pelo método que eu estava ensinando na França — poderia ser um instrumento para gerenciamento financeiro de companhias brasileiras. Não planejar o crescimento da necessidade de capital de giro pode levar a sérios problemas de fluxo de caixa. É bom lembrar que, quando o modelo foi introduzido no Brasil, a abordagem de finanças corporativas era inspirada em métodos norte-americanos. O capital de giro era medido de modo errado: pela diferença entre as contas circulantes. Como se o capital pudesse ser medido por contas circulantes!

O Modelo Dinâmico invertia 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. O demonstrativo de resultado (DRE) foi remodelado para mostrar o fluxo de caixa operacional. O novo DRE, que chamamos de DRE gerencial, começa com o volume de vendas e a margem de lucro, e passa pelo EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), que mede a capacidade da companhia de autofinanciar sua NCG, o mais legítimo recurso para crescimento. O modelo também mostra como o fluxo de caixa resulta do EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) e da variação da NCG. O lucro operacional é particularmente importante, porque é o lucro antes dos impactos do imposto de renda e juros, o que significa que é um indicador importante da capacidade de geração de caixa de um negócio, enquanto o conceito de NCG é relevante nos cálculos de avaliação de investimentos, visto que é adicionado ao capital investido, afetando assim, significantemente, a taxa de retorno.

Após esse primeiro seminário de cinco dias, em 1975, a Fundação Dom Cabral (que passou a se chamar assim em 1976) me convidou diversas vezes para dar cursos e palestras durante cinco anos subsequentes. Os documentos de apoio para esses seminários (os “folhetos”) enriquecidos por pesquisas e contribuições de jovens assistentes, Marcos Villela Vieira¹ e professores, meus amigos Haroldo Vinagre Brasil, Georges Blanc, Plauto Gouvea, Ricardo Kehdy, resultaram no primeiro livro publicado, em 1978, pela então jovem FDC². Esse livro, reeditado

¹ DESENVOLVEU DEPOIS UMA EXPERIÊNCIA PROFISSIONAL IMPRESSIONANTE EM CARGOS DE DIREÇÃO EM VÁRIOS SETORES E PUBLICOU UM LIVRO SOBRE O MÓDELO EM 2005.

² FLEURIET, MICHEL; KEHDY, RICARDO; BLANC, GEORGES. A DINÂMICA FINANCEIRA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UM NOVO MÉTODO DE ANÁLISE, ORÇAMENTO E PLANEJAMENTO FINANCEIRO. BELO HORIZONTE: FUNDAÇÃO DOM CABRAL, 1978.

em 1980, incorporou diversas aplicações do Modelo, particularmente em companhias de Minas Gerais, onde ocorriam os cursos.

Outra aplicação interessante do Modelo ocorreu em análises setoriais, especialmente pelos bancos de desenvolvimento. Nessa linha, o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG) conduziu análises das indústrias de ferro-gusa e de açúcar, entre outras, usando o Modelo para avaliar o perfil financeiro desses setores, suas distorções, desejos e necessidades, visando financiá-las.

Até a matriz do Boston Consulting Group, com seus quatro quadrantes (*Star, Question Mark, Cash Cow, e Dog*), podia ser explicada pelo Modelo. E, por último, mas não menos importante, o modelo tinha um jeito brasileiro, já que ele se adaptava bem às mudanças no ambiente e às políticas macroeconômicas heterodoxas de sucessivos governos brasileiros.

Por motivos pessoais, deixei de vir ao Brasil entre 1980 e 2000, exceto por uma breve visita em 1986. Quando eu voltei, em 2000, descobri que o Modelo Dinâmico havia se tornado o Modelo Fleuriet! Em 1995, Marques e Braga já haviam publicado um artigo com o título "*A análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet.*"³ Segundo o próprio Braga, o modelo dinâmico fornece explicações mais completas e organizadas sobre as causas da evolução financeira comparativamente aos indicadores tradicionais. De outro modo, permite aos *stakeholders* avaliarem o perfil financeiro das empresas a partir das informações obtidas pelo uso do modelo dinâmico.⁴

O modelo, além de ser adotado em diversas escolas de negócios e em universidades, foi o pai de diversos outros trabalhos, e teses de doutorado e mestrado. Em um artigo com título "*Estudo da produção*

³ MARQUES, J. A. V. C.; BRAGA, R. "A ANÁLISE DINÂMICA DO CAPITAL DE GIRO: O MODELO FLEURIET". IN: REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS, SÃO PAULO, V. 35, N. 3, P. 49-63, MAI./JUN. 1995.

⁴ BRAGA, R. "ANÁLISE AVANÇADA DO CAPITAL DE GIRO". IN: CADerno de ESTUDOS, SÃO PAULO, FIPECAFI, N. 3, P. 1-20, SET. 1991.

_____ ; NOSSA, V.; MARQUES, J. A. V. C. "UMA PROPOSTA PARA A ANÁLISE INTEGRADA DA LIQUIDEZ E RETABILIDADE DAS EMPRESAS". IN: REVISTA CONTABILIDADE & FINANÇAS, SÃO PAULO, ED. ESP., P. 51-64, JUN. 2004. DISPONÍVEL EM: <[HTTP://DX.DOI.ORG/10.1590/S1519-70772004000400004](http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772004000400004)>.

científica sobre o modelo Fleuriet no Brasil entre 1995 e 2008", Araújo, Costa e Camargos⁵ desenvolveram um estudo de levantamento da produção científica com aplicação do modelo Fleuriet no Brasil, entre 1995 e 2008, nos anais de dois importantes congressos, em revistas de Administração e Contabilidade, e em dissertações e teses, cujos resultados evidenciam a existência de 27 artigos publicados, mais 14 estudos entre tese e dissertações. No anexo apresentamos uma bibliografia sobre o Modelo. Na própria Fundação Dom Cabral, dois professores (além do coautor deste livro) enriqueceram muito o Modelo: Guilherme Sardinha e Haroldo Vale Mota.

Diversos livros foram desenvolvidos a partir do Modelo e eu gostaria de mencionar os cinco mais influentes:

ASSAF NETO, A. *Estrutura e Análise de Balanços*. São Paulo: Atlas, 2002.

BRASIL, H. A.; BRASIL, H. G. *Gestão Financeira das Empresas: Um Modelo Dinâmico*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

MATARAZZO, D. C. *Análise Financeira de Balanços*. São Paulo: Atlas, 1998.

SILVA, J. P. *Análise Financeira das Empresas*. São Paulo: Atlas, 2001.

VIEIRA, M. V. *Administração Estratégica do Capital de Giro*. São Paulo: Atlas, 2005.

Isso não é pouco — todos esses professores, analistas, gerentes e pesquisadores contribuíram para sua estruturação, enriquecimento e aplicação!

⁵ ARAÚJO, E. A. T.; COSTA, M. L. O.; CAMARGOS, M. A. "ESTUDO DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA SOBRE O MODELO FLEURIET NO BRASIL ENTRE 1995 E 2008". IN: SEMEAD, 13, 2010, ANAIS. SÃO PAULO: SEMEAD, 2010. DISPONÍVEL EM: <[HTTP://WWW.EAD.FEA.USP.BR/SEMEAD/13SEMEAD/RESULTADO/TRABALHOSPDF/217.PDF](http://WWW.EAD.FEA.USP.BR/SEMEAD/13SEMEAD/RESULTADO/TRABALHOSPDF/217.PDF)>.

APLICANDO O MODELO DINÂMICO, POR RODRIGO ZEIDAN

Minha história com o Modelo Dinâmico é recente.

Mudanças de carreira nunca são simples. Em meu caso, a grande transição foi sair de uma carreira basicamente acadêmica para o mundo da educação para executivos, consultorias e aplicação dos conceitos desenvolvidos no mundo acadêmico. A formação como economista ajudou, mas o mundo de finanças é muito mais concreto que o dos modelos econômicos.

A Fundação Dom Cabral (FDC) permitiu que essa transição fosse o menos dolorosa possível, especialmente pelo excelente ambiente institucional. Conheci o professor Michel Fleuriet em uma de suas visitas ao Brasil para ministrar o curso de finanças corporativas avançadas da FDC. Ao longo do tempo, começamos a desenvolver ideias em conjunto para pesquisas na área de finanças, mesclando o melhor da academia com a prática empresarial. Ao longo de meu tempo na instituição fui ganhando experiência na utilização do que chamamos internamente de Modelo Fleuriet, mas que a modéstia do Michel faz com que seja definido como Modelo Dinâmico neste livro.

Duas experiências de aplicação do Modelo me surpreenderam na relação entre sala de aula e prática empresarial. Em ambas os grandes ganhadores foram os executivos e, em maior grau, as empresas que financiaram os cursos que eles fizeram na FDC. Em um dos casos, descrito no capítulo 12, um executivo inscrito no EMBA usou o Modelo Dinâmico como base do seu projeto aplicativo (trabalho final do EMBA), cujo potencial trabalho é liberar quase R\$1 bilhão para uma grande empresa brasileira, a MRV. Em outro caso, durante uma aula do Programa de Desenvolvimento de Acionistas (PDA), a segunda geração de acionistas de uma empresa do setor têxtil de MG, cujos membros também atuam como executivos da empresa, fez algumas contas e descobriu que conseguiria, sem muito esforço, liberar R\$2 milhões para o caixa da empresa por meio da melhor gestão da necessidade de capital de giro (NCG). Em ambos os casos, o que me surpreendeu

não foram os valores gerados, mas sim o fato de que a aplicação do Modelo Dinâmico pode gerar benefícios imediatos, sem modificar a estratégia ou estrutura das empresas.

Mas o melhor de trabalhar com o Modelo Dinâmico, sem sombra de dúvidas, é a oportunidade de desenvolver algo com seu criador, cujas qualificações acadêmicas e profissionais não precisam de apresentação, mas que, acima de tudo, é uma das pessoas mais agradáveis e inteligentes que já conheci.

A estrutura do presente livro tem um início mais tradicional, criando uma lógica interna que faz com que o Modelo Dinâmico e todos seus exemplos surjam naturalmente após as explicações iniciais. Sugiro ao leitor que use os capítulos como trilhos, indo e vindo na leitura nos assuntos que mais lhe aprovarem. A essência do Modelo está nos capítulos 11 e 12, mas assuntos como Fusões e Aquisições, crescimento sustentável e movimentos estratégicos podem ser, em certa medida, estudados sem aprofundamento em conceitos puramente contábeis.