

# **COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS E SINERGIAS: ESTUDO EM GRANDES CORPORAÇÕES DO ENSINO SUPERIOR PRIVADO NO BRASIL**

***BUSINESS COMBINATIONS AND SYNERGIES: A STUDY IN LARGE PRIVATE HIGHER EDUCATION CORPORATIONS IN BRAZIL***

DOI: <http://dx.doi.org/10.13059/racef.v10i2.560>

**Flávio Ribeiro**

flavioribeiro@unicentro.br

Universidade Estadual do Centro Oeste – Unicentro

**Marines Taffarel**

marinestaffarel@yahoo.com.br

Universidade Estadual do Centro Oeste – Unicentro

**Patrícia Brek Samonek**

paty.brek@hotmail.com

Universidade Estadual do Centro Oeste – Unicentro

**Data de envio do artigo:** 31 de Julho de 2018.

**Data de aceite:** 25 de Maio de 2019.

## Resumo

Na presente pesquisa buscou-se analisar o comportamento dos indicadores econômico-financeiros antecedentes e posteriores ao processo de reestruturação societária das empresas Kroton S.A e Anhanguera Educacional Participações S.A, no ano de 2014. Esta pesquisa contribuiu para a ampliação das discussões sobre os efeitos do processo de reestruturação societária nas empresas de capital aberto. Trata-se de uma pesquisa descritiva, bibliográfica e documental, com abordagem quantitativa. As informações necessárias para a análise foram extraídas dos demonstrativos contábeis das empresas, disponibilizados no site da BM&FBOVESPA, no período de 2008 a 2016. Os resultados da pesquisa se mostram harmônicos a literatura da área e mantêm relação direta com a Teoria da Eficiência, especialmente no que se refere à sinergia operacional. No período pós fusão, foram observados incremento nos indicadores relativos a capacidade de pagamento, aliados a redução nos níveis de endividamentos da empresa Kroton S.A. Foram constatados ainda, crescimento da relação receita/aluno, redução da variável custo/aluno, o que proporcionou maior margem de lucratividade média per capita, no oligopólio criado pela combinação dos negócios.

**Palavras-chave:** Combinações de Negócios; Sinergia Operacional; indicadores econômico-financeiros.

## Abstract

*In the present research we analyzed the behavior of economic and financial indicators that were antecedents and results of the process of corporate restructuring of companies Kroton S.A and Anhanguera Educacional Participações S.A, in the year 2014. This search contributed to the broadening of discussions on corporate restructuring processes in publicly traded companies. This is a descriptive, bibliographical and documentary research, with a quantitative approach. The information required for the analysis was taken from the companies'*

*financial statements, available on the website of BM&FBovespa, from 2008 to 2016. The results of the research are harmonic to the literature of the area and have a direct relationship with the Efficiency Theory, especially with regard to operational synergy. In the post fusion period, there was an increase in the indicators related to the capacity to pay, together with the reduction in the levels of indebtedness of the company Kroton S.A. It was also verified, growth of the ratio revenue per student, reduction of the variable cost per student, which provided higher average profitability per student, in the oligopoly created by the combination of business.*

**Keywords:** Business Combinations; Operational Synergy; economic-financial indicators.

## 1 Introdução

Com a expansão dos mercados, os negócios romperam as fronteiras territoriais. A partir das diversas mudanças organizacionais, as empresas passaram a necessitar periodicamente de reformulação das estratégias, na busca de estruturação e uma base de atuação sólida (FEITOSA; SILVA; FIRMO, 2012). Para adequarem-se ao crescimento dos negócios, diversas organizações optam pela realização de reestruturações empresariais. Roman, Piana e Lozano (2012) destacam que a competitividade impõe novas estratégias, as quais envolvem formas de planejamento, organização e controle. Chandler (1990) explica que em uma trajetória de expansão dos negócios, uma empresa pode realizar atividades individuais ou simultâneas, construindo ou adquirindo estruturas empresariais, assim como comprando ou realizando fusões com outras corporações. No longo prazo, essas decisões tendem a preservar as taxas de retornos, além de reduzir os custos globais de produção. A utilização de forma eficiente dos recursos, aliados a redução dos custos estruturais, proporcionam economias de escala, tanto na produção quanto na distribuição, o que permite ainda, a economias de escala ou dizimação dos custos de transação. Para Nascimento (2014) o processo de

reestruturações empresariais se mostrou crescente nos últimos anos, resultado das transformações econômicas mundiais e do aumento da competitividade entre as empresas. Lobo (2011) ressalta que muitas empresas passam por processos de fusões e aquisições na busca de melhores resultados, rentabilidade ou até mesmo para obter benefícios fiscais. Para Camargos e Barbosa (2008) estes processos são resultantes de uma economia capitalista, frequentemente, ocorridos em grandes empresas, contudo, não devem ser tratados como solução para a instabilidade do mercado, mediante sua complexidade e elevado risco.

Os processos de reorganização societária são iterados. No Brasil, grandes corporações, dos diversos segmentos econômicos, vêm realizando combinações de negócios. A exemplo têm-se no setor financeiro a fusão do Itaú S.A. e do Unibanco Holding, no ano de 2008, tornando o novo conglomerado um dos maiores bancos privados do mercado mundial. No ano de 2009, no setor de alimentos, ocorreu a fusão entre as empresas Sadia S.A e a Perdigão S.A., líderes de mercado na época, que culminou com a criação da Brasil Foods S.A (BRF), uma gigante corporação global. No setor de telefonia, destaque em 2010, para a aquisição da Brasil Telecom pela Telefônica Oi.

Neste cenário de grandes combinações de negócios, o setor educacional não se mostra apático. Com as revoluções tecnológicas e as novas necessidades humanas e profissionais surgem grandes corporações do Ensino Superior Privado, especializadas em modalidades de estudos presenciais, e/ou em Educação a Distância (EaD), que alteram os seus posicionamentos mercadológicos visando um mercado cada vez mais promissor. De acordo com Corrêa (2017), nas últimas décadas, a expansão do setor de prestação de serviços educacionais privados de nível superior no Brasil é surpreendente, tanto pelos percentuais alcançados, como pelas características indutoras. Os responsáveis diretos por esse crescimento são, primeiramente, o Estado, por meio de políticas públicas regulatórias, assim como as empresas prestadoras desses serviços.

Políticas como o Financiamento Estudantil (FIES) vêm proporcionando às Instituições de Ensino Superior (IES) o acesso a uma fonte de financiamento perene, que opera como um quase capital de giro, sem riscos e subsidiado, que vêm sendo desfrutado por milhares de estudantes no Brasil. De outro modo, a metodologia do Ensino a Distância (EaD) permite a oferta de cursos superiores nos mais variados espaços geográficos, oportunizando o acesso a essa modalidade de ensino por meio de ferramentas e dispositivos tecnológicos e informacionais (CORRÊA, 2017). Neste contexto, o Brasil segue uma tendência mundial, em que os serviços educacionais à distância se mostram cada vez mais crescentes. O relatório do Censo EAD Brasil (2014) revela que o número de instituições com fins lucrativos que fornecem este serviço no mercado brasileiro, alcança o índice de 21% dentre todas as modalidades.

Todavia, a condição econômica do país vem se alterando, excepcionalmente nos últimos anos, em que se mostram cada vez mais restritos os recursos públicos destinados aos financiamentos estudantis. Neste entrave, a modalidade EaD tem se surgido como um diferencial competitivo para as IES privadas, haja vista as características diferenciadoras de acesso que o ensino a distância proporciona, em relação ao ensino presencial (CORRÊA, 2017). Ademais, como forma de expansão e perpetuação neste mercado, os grupos educacionais vêm adotando, de forma estratégica, combinações de negócios, por meio de fusões e aquisições horizontais, como o ocorrido pelas empresas Kroton S.A. e Anhanguera Educacional Participações S.A, no ano de 2014, o que tornou a corporação, a maior empresa de serviços educacionais de ensino superior privado no Brasil.

Assim, na presente pesquisa busca-se analisar o processo de reestruturação envolvendo as empresas Kroton S.A. e Anhanguera Educacional Participações S.A., comparando os percursos históricos e o comportamento dos indicadores financeiro antecedentes e pós-processo de fusão, além de verificar a possibilidade de criação de valor do grupo após o processo de fusão.

Cumpramos ressaltar, no entanto, que apesar de os processos de reestruturação societária, buscarem de forma ampla, a manutenção e expansão de mercados, aliadas a criação de valor, Askenas, Monaco e Francis (1998) destacam que são escassas as empresas que realizam um exame minucioso de seus resultados, pós-aquisição, a fim de estabelecer padrão de integração. Ademais, na acadêmica, estudos têm enfatizado o processo de reestruturação organizacional entre as empresas (WEBER, 2008; CAMARGOS; BARBOSA, 2009; TAFFAREL, GARCIA; GERIGK, 2009; POETA; SOUZA; MURCIA, 2010; FEITOSA; SILVA; FIRMO, 2012), estas pesquisas apresentam como objeto os possíveis impactos da combinação de negócios, em variados setores da economia brasileira. A presente pesquisa se mostra diferenciada ao discutir os efeitos *ex ante* e *ex post*, do processo de fusão em um segmento de relevada importância social, institucional e econômica, que é o setor educacional de ensino superior no Brasil.

Destaque-se ainda, que as concentrações de negócios, em grande medida, são movidas pela sinergia operacional e financeira, derivadas dos processos de fusão entre as empresas (YAGIL, 1996). Portanto, torna-se relevante avaliar as características da trajetória histórica do conglomerado empresarial objeto da pesquisa. Assim como, o comportamento dos indicadores financeiros no período anterior e posterior ao processo de fusão, avaliando, ainda, a possível criação de valor, por meio das sinergias, gerada com a união das empresas e Kroton S.A. e Anhanguera Educacional Participações S.A.

Ao discutir os processos de reestruturação de empresas, os resultados da pesquisa interessam aos investidores de mercado, usuários da informação contábil, governos, concorrentes, além de evidenciar o comportamento do mercado de serviços educacionais no Brasil, especialmente com a alavancagem da modalidade de ensino EaD.

## 2 Referencial Teórico

A presente pesquisa aborda informações sobre os aspectos conceituais e motivacionais dos processos de reestruturações societárias, os quais são tratados como alternativa estratégica de mercado, cada vez mais crescentes no cenário econômico global.

### 2.1 Aspectos conceituais e motivacionais dos processos de reestruturação societária

Em um cenário marcado por diversas transformações empresariais no final do século XX, os processos de reestruturação societária são notórios. Isto porque, as combinações de negócios são consideradas como situações estratégicas viáveis na economia atual, tanto no âmbito nacional como internacional (CAMARGOS; BARBOSA, 2007). Entre os processos de reestruturação societária destacam-se os processos de fusão e aquisição.

Na literatura financeira, o termo fusão pode ser entendido como um processo em que uma empresa incorpora outra companhia originando uma nova organização.. O termo aquisição pode ser caracterizado de duas formas: i) quando uma empresa compra ações com direito a voto de outra empresa, ou mesmo, II) quando adquire seus ativos, nesse último caso, é necessário uma aprovação formal dos acionistas para a venda (ROSS, et al. 2015).

Para Wright, Kroll, e Parnell (2009) o processo de fusão consiste em uma estratégia, em que duas ou mais empresas visando crescimento, juntam-se para constituir uma nova organização. A fusão ocorre somente quando ambas as empresas combinadas desaparecem, originando assim, uma empresa sucessora.

Alguns autores defendem que os processos de reestruturação societária são importantes instrumentos de crescimento empresarial (ROCK; ROCK; SIKORA, 1994; WRIGHT; KROLL; PARNELL, 2009), além de proporcionar abertura a novos mercados em curto espaço de tempo (RASMUSSEN, 1989). Todavia, essas não são as únicas motivações que favorecem o surgimento de processos de reestruturação societária. Nessa linha, Trautwein (1990) propõem sete

teorias que justificam as motivações para a ocorrência de reestruturação societária no ambiente organizacional: i) teoria da eficiência; II) teoria do monopólio; III) teoria da valorização;

IV) teoria do processo; V) teoria do invasor; VI) teoria dos distúrbios; e VII) Teoria da construção de impérios, conforme o Quadro 1.

**Quadro 1:** Teorias que motivam o processo de Reestruturação Societária

Teoria do Monopólio	Os processos de reestruturação organizacional ocorrem com a finalidade de obtenção de maior poder de mercado, ocorrendo, principalmente, a partir de aquisições horizontais.
Teoria do Invasor	Pactua a existência de transferências de riqueza dos acionistas da empresa a ser adquirida. Essas transferências incluem greenmail e compensações excessivas após a aquisição bem sucedida.
Teoria da Valorização	São estabelecidas por gestores com assíduo conhecimento sobre o valor da empresa em relação ao valor de mercado. Esses executivos podem possuir informações privilegiadas que tendem a repercutir em vantagens no processo de aquisições.
Teoria da Construção de Impérios	Sugere que a reestruturação societária é executada pelos executivos que buscam maximizar sua própria utilidade no lugar dos investidores.
Teoria do Processo	Tem sua vertente a partir da concepção de Simon (1957) sobre a racionalidade limitada do indivíduo. Para Trautwein (1990) como as pessoas possuem capacidade limitada de processar as informações o processo de reestruturação societária é importante no que se refere às decisões estratégicas da organização.
Teoria do Distúrbio	Propõe que os processos de reestruturação societária decorrem de distúrbios econômicos, que serão responsáveis pelo aumento no nível de incerteza e por alterações nas expectativas individuais.
Teoria da Eficiência	São planejadas no sentido de proporcionar sinergia organizacional.

Fonte: adaptado de Trautwein (1990)

Entre as sete teorias propostas por Trautwein (1990) destaca-se a Teoria da Eficiência, ao preconizar que as reestruturações societárias são empregadas como motivação para sinergia organizacional (PESSANHA, et al., 2012). Essas sinergias podem ocorrer sobre três aspectos: sinergia operacional, gerencial e financeira. A sinergia operacional corresponde a combinação de operações até então separadas, bem como, transferência de conhecimento, essas

combinações podem minimizar os custos dos produtos, ou mesmo, possibilitar a oferta de serviços e produtos exclusivos. A sinergia gerencial ocorre quando o gerente de uma empresa adquirida possui habilidades e conhecimento que podem beneficiar o desempenho da empresa adquirente. Por último, na sinergia financeira resulta em menores custos de capital, obtidos por meio da redução do risco sistêmico a partir da diversificação de investimentos, ou

seja, quando uma empresa investe em negócios não relacionados (TRAUTWEIN, 1990).

A Teoria da Eficiência conforme Camargos e Barbosa (2003) comumente é utilizada para realizar exames da rentabilidade dos processos, pelo fato de esta fornecer uma medida dos retornos dos acionistas. Por meio desta, é possível avaliar o movimento dos preços de ações em dias próximos a um evento específico, obtendo a medida direta do impacto econômico desse evento no preço da ação e uma medida direta do aumento ou redução da riqueza dos acionistas.

De acordo com Ross, et al. (2015), sinergia refere-se a diferença de valor de mercado entre a empresa combinada e a soma dos valores das empresas antes do processo de reestruturação societário. A sinergia decorrente das fusões deve-se à economias de escala resultantes da redução do custo indireto da empresa, elevando, seu lucro a nível superior ao da soma de seus lucros como empresas independentes (MATIAS; PASIN, 2001).

Todavia, os ganhos sinérgicos podem demorar em aparecer se a reestruturação das organizações não for concluída com rapidez. Se a reestruturação não for feita de forma rápida e eficiente, além de as sinergias não aparecerem, as empresas arcarão com os custos adicionais da integração ineficiente, ou seja, da administração de duas estruturas separadas e conflitantes, o que aumentará os custos administrativos e resultará em índices de rentabilidade baixos ou em prejuízos (KEY, 1995).

## 2.2 Estudos empíricos sobre processo de reestruturação societária

Diante da necessidade de desenvolvimento constante, demandado pelas exigências impostas a partir das inovações tecnológicas crescentes e ampla concorrência de mercado, as empresas para se sustentarem e alcançarem resultados superiores precisa inovar e concorrer perspicazmente com outras empresas, no seu ramo de atuação. Para tanto, vários estudos (WEBER, 2008; CAMARGOS; BARBOSA, 2009;

TAFFAREL; GARCIA; GERIGK, 2009; POETA; SOUZA; MURCIA, 2010; FEITOSA; SILVA; FIRMO, 2012) têm discutido o processo de reestruturação organizacional, como forma de obtenção dos resultados desejados.

Weber (2008) ao destacar a globalização dos mercados, aponta que a concentração das atividades de produção, transformação, cisão, fusão e a incorporação, são utilizadas como meios principais de planejamento tributário. Argumenta ainda, que o conjunto de ações que envolve a reorganização societária e o planejamento tributário, além de obter benefícios produtivos e fiscais, têm pleno acompanhamento das exigências e das necessidades do mercado, atingindo assim, melhores resultados.

Pinto Jr e Looty (2005) apontam na perspectiva econômica, que os estudos dedicados ao tema Fusões e Aquisições se dividem em duas linhas principais: 1) Economia Industrial: a qual avalia o desempenho das Fusões e Aquisições, por intermédio da análise dos dados contábeis das empresas envolvidas nas operações; 2) Financeira: que pode ser também denominado genericamente como “estudo de evento”, o qual examina o desempenho das empresas envolvidas nas operações de Fusões Aquisições, a partir do comportamento do preço de suas ações em períodos anteriores e posteriores à transação, comparando-as.

Camargos e Barbosa (2008) enfatizam que os processos de reorganização societária podem, ou não, melhorar o nível de desempenho financeiro das empresas. Isto porque, o mercado encontrar-se ladeado de incertezas e de elevados desafios, requerendo amplo planejamento antes e após o processo de transformação.

Zômpero e Silva (2019) em sua pesquisa buscaram compreender a estratégia de fusão e aquisição como fonte de criação de vantagem competitiva para empresas do ramo de supermercados. Os resultados da pesquisa mostraram que a utilização da estratégia de fusão e aquisição por parte das empresas, pode ser considerada como vantagem competitiva sustentável.



A frequência crescente dos processos de reestruturações no mercado abarca diversos setores da economia. Estudos como de Taffarel, Garcia e Gerigk (2009), abrangem duas grandes empresas do setor alimentício, a Sadia S.A e a Perdigão S.A, que após a reestruturação societária, formaram um dos maiores grupos empresariais que atuam no ramo alimentício no mercado brasileiro e internacional, a Brasil Foods S.A. Feitosa, Silva e Firmo (2012), salientam nesta interpelação, que a fusão realizada por duas grandes empresas reconhecidas no setor de telefonia, a Oi e a Brasil Telecom, proporcionou o reconhecimento da existência da maior empresa do ramo de telefonia do Brasil.

Poeta, Souza e Murcia (2010) indicam que os ganhos de sinergia decorrentes da fusão entre os bancos Itaú e Unibanco ainda não estão refletidos na situação econômico financeira da holding, o que de certa forma era esperado haja vista que tais efeitos tendem a ser percebidos geralmente a longo prazo.

Perceptivelmente, a literatura relacionada ao processo de reestruturação societário é heterogênea e divergente. Os achados têm indicado que a reorganização societária pode, ou não, maximizar o desempenho financeiro da organização (CAMARGOS; BARBOSA, 2008; WEBER, 2008). Por outro lado, há indícios que tais processos tendem a formar importantes oligopólios empresariais (TAFFAREL; GARCIA; GERIGK, 2009; POETA; SOUZA; MURCIA, 2010; FEITORA, SILVA; FIRMA, 2012).

### 3 Aspectos Metodológicos

Com destaque na presente pesquisa, as Instituições de Ensino a Distância (EaD) fornecem cursos superiores com facilidade de acesso,

oportunizando o ingresso a essa modalidade de ensino por meio de ferramentas e dispositivos tecnológicos e informacionais (CORRÊA, 2017), em que a modalidade EaD tem se surgido como um diferencial competitivo para as IES privadas, haja vista suas características diferenciadoras. Assim, dada a representatividade das empresas Kroton S.A. e Anhanguera Educacional Participações S.A. no cenário econômico e segmento educacional, na presente pesquisa busca-se analisar o processo de reestruturação comparando os percursos históricos e o comportamento dos indicadores financeiro antecedentes e pós-processo de fusão, além de verificar a possibilidade de criação de valor do grupo após o processo de fusão.

Assim, os procedimentos metodológicos caracterizam a pesquisa como descritiva, ao buscar descrever o comportamento dos indicadores contábil-financeiros das empresas Kroton S/A e Anhanguera Educacional Participações S/A, entre o período de reestruturação societária. Em relação aos procedimentos, a pesquisa caracteriza-se como bibliográfica e documental. A abordagem do problema é quantitativa.

As informações para mensuração das variáveis foram coletadas a partir dos demonstrativos contábeis: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Notas Explicativas, disponibilizados no site da Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

No Quadro 2 são apresentadas as variáveis empregadas na análise financeira das empresas no período ex ante (2008 a 2013) e ex post (2014 a 2016) ao processo de fusão das empresas objeto da análise.

**Quadro 2:** Variáveis da pesquisa

INDICADORES	FÓRMULA	VARIÁVEL
<b>Liquidez Corrente</b>	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Capacidade de pagamento das dívidas de curto prazo
<b>Liquidez Geral</b>	$\frac{\text{Ativo Circ} + \text{Real a longo prazo}}{\text{Passivo Circ} + \text{passivo não circ}}$	Capacidade de pagamento das dívidas de longo prazo
<b>Endividamento Geral</b>	$\frac{\text{Passivo Circ} + \text{Passivo N Circ}}{\text{Ativo Total}}$	Comprometimento dos investimentos totais para com capital de terceiros
<b>Composição Do Endividamento</b>	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Proporção das dívidas de curto prazo em relação as dívidas totais
<b>Receita por Aluno</b>	$\frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Total de Alunos}}$	Receita gerada por aluno
<b>Custo por Aluno</b>	$\frac{\text{Custo Total}}{\text{Total de Alunos}}$	Custo por aluno

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010); Assaf Neto (2015)

As demais informações necessárias a pesquisa, como totais de alunos, foram obtidas nos respectivos sites das empresas. Os dados foram tabulados e tratados a partir do software Microsoft Excel, cujas variáveis foram calculadas para cada empresa. Posteriormente, foram elaborados os gráficos a fim de contribuir na análise descritiva dos resultados.

A análise das variáveis buscou identificar o comportamento dos indicadores econômico-financeiros antecedentes e posteriores ao processo de reestruturação societária das empresas Kroton S.A e Anhanguera Educacional Participações S.A, no ano de 2014, adotando para tanto a Teoria

da eficiência, que segundo Camargos e Barbosa (2003), nos exames da rentabilidade dos processos de Fusões e Aquisições é comum a utilização da mesma, ao fornecer uma medida do retorno dos acionistas, especialmente no que se refere à sinergia operacional.

#### 4 Apresentação e Análise de Dados

A análise dos dados é realizada em duas etapas. Em um primeiro momento busca-se apresentar e comparar a evolução histórica das empresas Kroton S/A e Anhanguera Educacional Participações S/A. Na sequência, os indicadores extraídos dos demonstrativos financeiros das empresas são apresentados e analisados.



#### 4.1 Trajetória histórica das empresas

No Quadro 3 e no Quadro 4 são apresentadas as informações referentes à descrição histórica das

empresas, Kroton S.A e Anhanguera Educacional Participações S.A antecedentes ao processo de reestruturação societária.

#### Quadro 2: Variáveis da pesquisa

1966	Ano de fundação na cidade de Belo Horizonte- MG, com a denominação social Officepar Participações S.A . Início as atividades por meio da oferta de cursinhos preparatórios de vestibular
1972	Período de expressivo crescimento. Primeiro colégio Pitágoras, destinado ao ensino básico de 1º e 2º graus.
1980	Nesta década a empresa expandiu-se para territórios internacionais, criando unidades na Mauritània e no Iraque. Investimentos elevados na qualificação administrativa e pedagógica.
1997	Manutenção do crescente investimento em qualificação profissional e de gestão, além de marketing empresarial e qualidade educacional.
2000	Criação da primeira faculdade Pitágoras em parceria com a Apollo Internacional, que se estendeu até o ano de 2005
2007	Abertura de capital, por meio da oferta pública de ações no Brasil, listada no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&Bovespa.
2008 e 2009	Período de crescimento acelerado e realização de aquisições parciais da Sociedade de Ensino Superior e Guarapari LTDA- SESG e da Faculdade Pitágoras da Feira de Santana Sociedade LTDA. Aplicação de estratégia expansão para outros setores de mercado.
2010	Alienação da União Capixaba de Ensino Superior LTDA- UCES; IUNI Educacional S.A
2011	Evolução após a integração da IUNI, aquisições da CEAMA; FAIS E UNIÃO e da UNOPAR- Universidade Norte do Paraná.

Fonte: Adaptação de BM&BOVESPA (2017)

Como o observado, o processo de combinação de negócios é estratégia permanente para o crescimento e expansão da empresa Kroton S.A. Destaque para aquisições da IUNI Educacional S.A, que abrangia importantes programas de ensino superior e pós-graduação. Por meio da aquisição

da UNOPAR tornou- se a líder no setor de educação à distância no Brasil. A empresa apresenta ainda diversificação de atuação, por meio da expansão nos segmentos de ensino básico, superior e à distância. No Quadro 4, a evolução histórica da Anhanguera Educacional Participações S.A. é apresentado.

## Quadro 2: Variáveis da pesquisa

1994	Fundada a Faculdades Integradas Anhanguera, na cidade de Leme Estado de São Paulo, por um grupo de professores, com intuito de oferecer ensino superior a preços acessíveis e de qualidade
2001	Registro na CVM, junho de 2001.
2003	Neste ano as três instituições sem fins lucrativos que mantinham os Câmpus da Companhia se transformaram instituições com finalidade lucrativa. Neste
	período, a ISCP, entidade mantenedora da Universidade Anhembi Morumbi, tornou-se uma de suas acionistas mediante a integralização de capital e a subscrição de novas ações.
2006	Contabilização com mais de 23 mil alunos nas suas instituições e inauguração de seu 11º Campus.
2007	Abertura de capital na BM&Bovespa. Aquisição importantes como da OESTE- Organização de Ensino Superior e Tecnologia S.A.; Chermann Participações LTDA, dentre outras.
2008	A aquisição parcial da Microlins e mais outras 31 aquisições
2009	eA empresa passou a ser reconhecida como a 37ª marca mais valiosa do Brasil, atuando em três segmentos de educação: ensino superior, cursos profissionalizantes e EaD.
2011	Expansão dos seus negócios por meio de aquisições, melhoria em sua plataforma de tecnologia para ensino a distância, investimento em melhorias nas instituições e sucesso na integração de suas instituições.
2013	eRedefinição da estratégia e reorganização interna.
2014	Fusão com a Kroton S.A.

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010); Assaf Neto (2015)

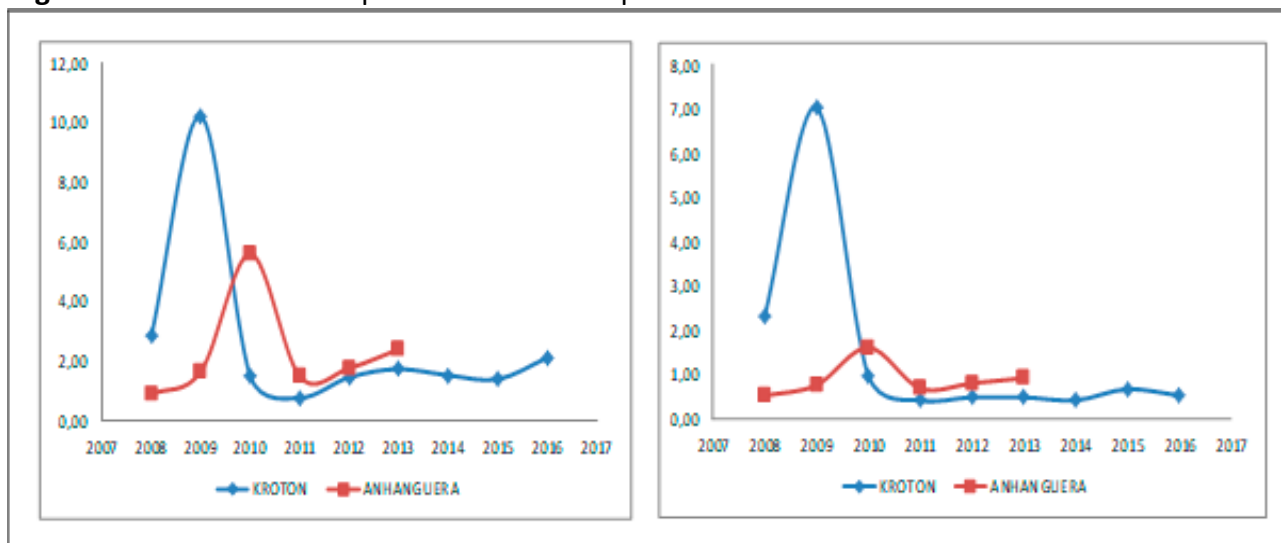
De forma distinta da empresa Kroton S.A, a Anhanguera Participações S. A. desde sua fundação passou a atuar diretamente na oferta de ensino superior. Suas principais aquisições foram da OESTE- Organização de Ensino Superior, Tecnologia S.A. Chermann Participações LTDA e Microlins, o que contribuiu para que a empresa se tornasse uma das marcas mais valiosas do Brasil. O crescimento e a expansão da empresa alcançaram as atividades de ensino superior, EaD, além de cursos profissionalizantes.

### 4.2 Análise financeira das empresas no período ex ante e ex post a fusão

Com o intuito de analisar a evolução financeira e os resultados no período ex ante e ex post ao processo de Fusão, a seguir os indicadores obtidos para as empresas são destacados de forma individual até o ano de 2013. A partir de 2014 com a combinação dos negócios, os resultados das variáveis são apresentados somente para a empresa Kroton S.A.

A Figura 01 apresenta a evolução dos indicadores de Liquidez Corrente e Liquidez Geral, respectivamente. ano de 2013. A partir de 2014 com a combinação dos negócios, os resultados das variáveis são apresentados somente para a empresa Kroton S.A. A Figura 01 apresenta a evolução dos indicadores de Liquidez Corrente e Liquidez Geral, respectivamente.

**Figura 1:** Indicadores de Liquidez Corrente e Liquidez Geral



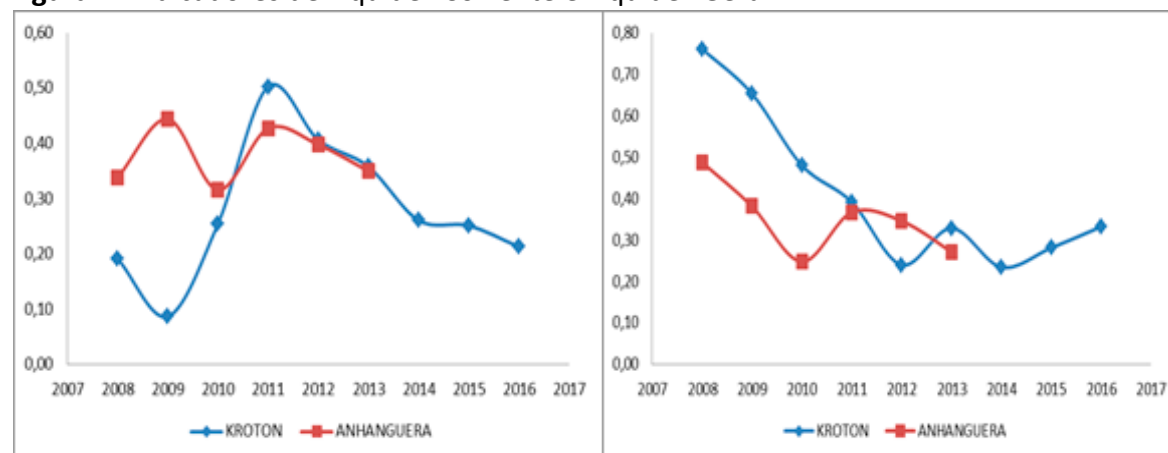
Fonte: Os autores (2017)

O expressivo aumento do coeficiente de liquidez corrente, tanto da empresa Kroton quanto da Anhanguera, nos anos de 2008 e 2009 pode estar relacionado ao aumento no número de alunos matriculados no ensino superior privado no Brasil e, em especial nas empresas estudadas. Neste período, ocorreu um incremento do governo federal para programas de incentivo à educação superior no país, como por exemplo, o Fundo de Financiamento ao Estudante de Ensino Superior (FIES), que garantia uma fonte de capital permanente e segura para as empresas, contribuindo para a sua capacidade de solvência.

Ademais, com exceção dos anos de 2009 e 2010, nos períodos posteriores, as empresas apresentaram comportamento análogo nos indicadores de liquidez corrente e geral. Apesar de os coeficientes indicativos de capacidade de pagamento da empresa Anhanguera tenham se mostrado sempre superior, até o processo de fusão ocorrido em 2014. A partir da combinação de negócios, os resultados da empresa Kroton mostra evolução positiva na capacidade de pagamento de curto prazo, em contrapartida no longo prazo o indicador de Liquidez Geral diminui, este cenário é visto especialmente no ano de 2015 para 2016

A Figura 2 apresenta a evolução dos indicadores de Endividamento no decorrer do processo da fusão.

**Figura 1:** Indicadores de Liquidez Corrente e Liquidez Geral



Fonte: Os autores (2017)

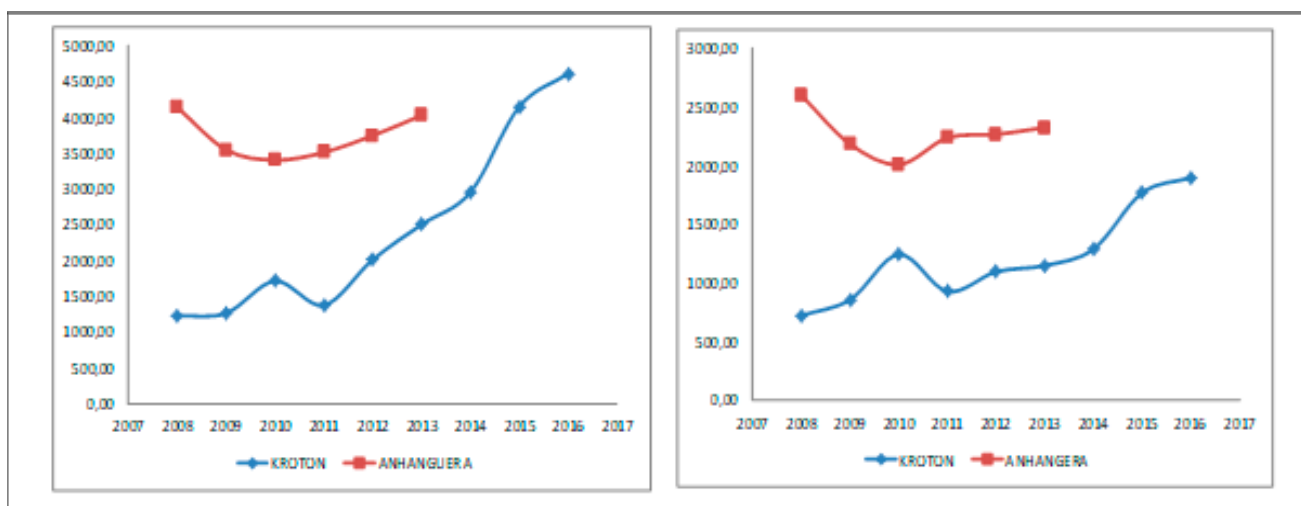
Na Figura 2 é evidenciado o comportamento das dívidas totais (endividamento) e de curto prazo (composição do endividamento), respectivamente. Como pode ser observado, a partir de 2011 o comportamento das dívidas totais das empresas apresenta com movimentos decrescentes. Com o processo de fusão as dívidas do grupo passaram a representar menos que 30% do Ativo Total. Esses resultados se mostram harmônicos ao preconizado por Trautwein (1990), ao destacar que em processos de fusões e aquisições as empresas buscam, entre outros resultados as sinergias financeiras, por meio da redução do custo de capital das empresas.

Destaque-se ainda, que o crescimento expressivo

das dívidas da empresa Kroton S.A. entre os anos 2010 e 2011, manifesta relação direta com as diversas aquisições realizadas pela empresa no período, como a compra da CEAMA; FAIS e UNIÃO e da UNOPAR - Universidade Norte do Paraná. Não obstante, é possível observar que o crescimento das dívidas totais mantém relacionamento inverso com as dívidas de curto prazo, indicando que o aumento da participação de capital de terceiros, nos anos de 2010 a 2012, ocorreu essencialmente no longo prazo.

Na Figura 3 a evolução das receitas e o custo por aluno, nos períodos anteriores e posteriores a reestruturação societária, são mostrados.

**Figura 3:** Receita Arrecadada e Custo por Aluno



FONTE: Os autores (2017)

Ao aplicar o indicador que mostra o volume médio de receita gerado por aluno, é possível observar que ao longo dos anos a empresa Anhanguera apresenta percurso com baixas oscilações de valores, embora tenha apresentado redução na relação per capita entre os anos de 2008 a 2012. O crescimento de 15,02%, observado de 2012 para 2013, pode estar relacionado com o aumento de 4,88%, no número de alunos matriculados no mesmo período. Cumpre destacar, no entanto, que apesar de a empresa realizar diversas aquisições no período, como a Microlins no ano de 2008, o montante de receita auferida por aluno, se mostrou estável.

No que se refere ao custo por aluno, a Anhanguera apresentou queda de 15,98% nos anos de 2008 para 2009. Este fato, pode estar relacionado a inúmeras aquisições da empresa no período, contribuindo

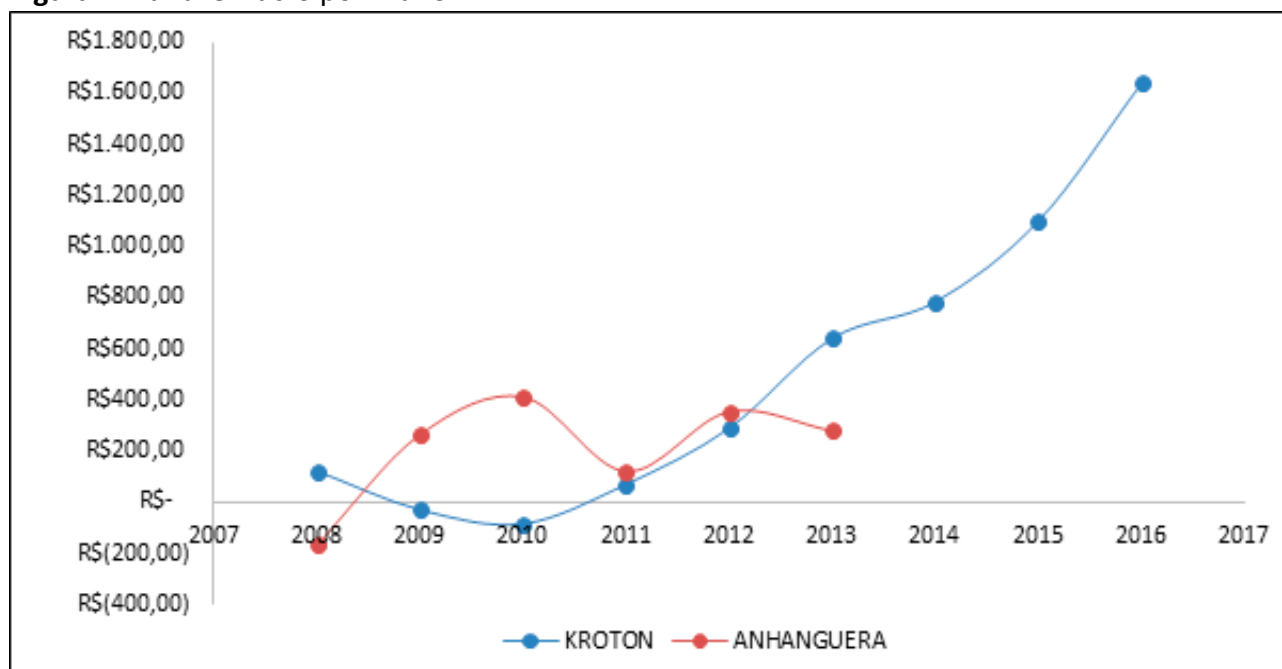
para a redução de custos administrativos e de pessoal Kwan e Wilcox (2002) o que, por consequência, aumentou sua eficiência operacional. Para os demais exercícios, o crescimento dos custos unitários se mostra harmônicos a evolução das receitas per capita e também ao incremento no número de estudantes. De forma geral a Anhanguera apresentou na janela da análise, custo médio de aproximadamente R\$2.268,85 por aluno.

De forma contrária a este comportamento, para a empresa Kroton a receita per capita, embora apresente movimento crescente, se mostrou sempre inferior à sua congênere, até o processo de fusão corrido no ano de 2014. Após a combinação dos negócios, o índice de receita/aluno mostrou crescimento de 75,59% e o número de alunos incorporados à empresa Kroton apresentou incremento de aproximadamente a 57,49%.

De forma geral, a evolução do indicador custo/aluno da empresa Kroton, com exceção dos anos de 2010 para 2011, apresenta movimento crescente no período analisado. A redução da relação custo/aluno de 2010 para 2011, é explicada pelo crescimento de 52,53% no número de alunos da instituição, neste mesmo período os custos cresceram somente

13,59%. Na empresa Kroton, a média do custo/aluno alcançou R\$995,62. Após o processo de fusão entre as empresas, o indicador manteve evolução crescente, atingindo no ano de 2015 o montante de R\$1.128,35. A variável de lucro por aluno das empresas no período anterior e posterior ao processo de fusão é apresentada na Figura 4.

**Figura 4:** Variável Lucro por Aluno



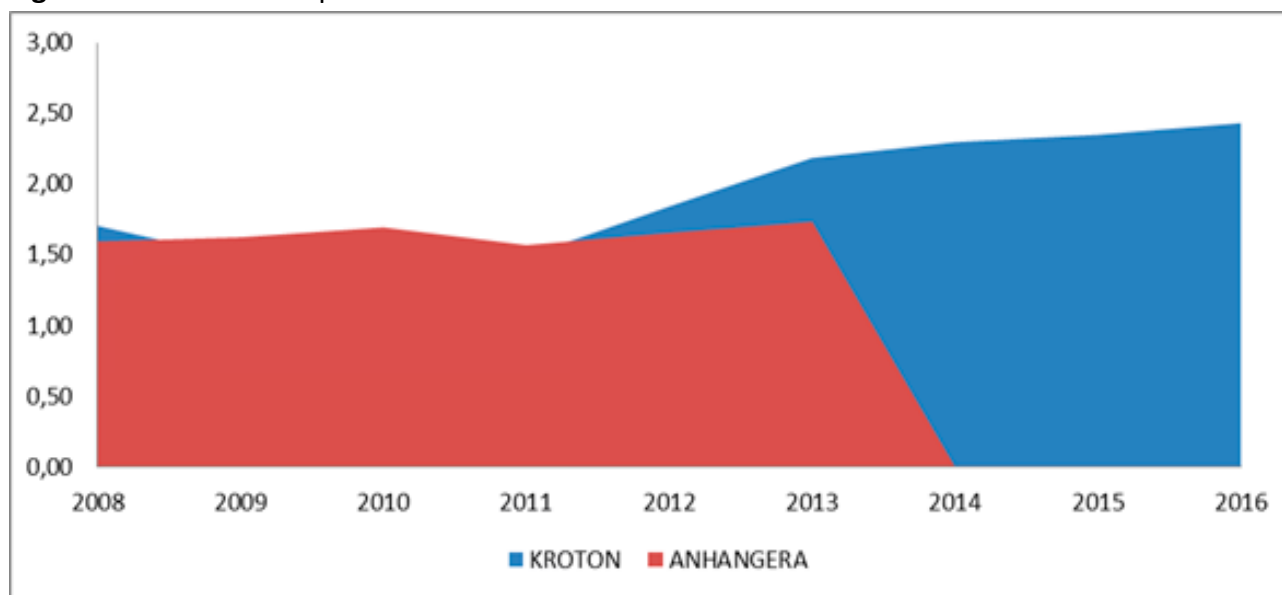
Fonte: Os autores (2017)

A variável lucro/aluno mostra movimento diferenciado para as empresas analisadas. Para a empresa Anhanguera é destacado o crescimento de 343,96%, da lucratividade por aluno de 2008 para 2010. Chama a atenção ainda, a queda abrupta de 70,88%, no ano de 2011. Na média, o lucro/aluno da empresa Anhanguera nos anos estudados totalizou R\$ 210,11. Apresentando movimento inverso, para a empresa Kroton S.A. é verificado quedas na variável lucro/aluno, entre os períodos de 2008 até 2010. Nos anos posteriores foram registrados somente crescimentos, notadamente 816,93% do ano de 2010 para 2013. O lucro médio por aluno

da empresa Kroton, até o ano de 2013 alcançou o valor de R\$168,07. Realizado o processo de fusão entre as empresas, a Kroton continuou apresentar crescimento na relação lucro/aluno. De 2014 para 2015 o incremento somou 40,45%, potencializando um lucro médio de R\$ 361,56, pós-processo de fusão. Estes resultados mantem consonância ao estudo de Kwan e Wilcox (2002) ao destacarem que os processos de fusão podem tornar as empresas mais produtivas, aumentando sua lucratividade.

Na Figura 5 é apresentada a relação entre a receita arrecadada e o custo por aluno das empresas analisadas.

Figura 4: Variável Lucro por Aluno



Fonte: Os autores (2017)

Perceptivelmente, nota-se um expressivo aumento no volume de receita arrecadada em comparação ao custo dos estudantes. Isso sugere que a ocorrência de uma sinergia operacional proveniente do processo de reestruturação societária, em que a empresa Kroton, que por alguns anos (2009-2011) apresentava uma proporção de receitas por aluno inferior a Anhangera, passou a evidenciar um significativo aumento.

Os resultados convergem com a teoria da eficiência, tendo em vista que a sinergia operacional corresponde à combinação de operações até então separadas, bem como, transferência de conhecimento. Essas combinações podem minimizar os custos dos produtos, ou mesmo, possibilitar a oferta de serviços e produtos exclusivos (TRAUTWEIN, 1990).

## 5 Considerações Finais

O presente estudo buscou analisar o comportamento dos indicadores econômico-financeiros antecedentes e posteriores ao processo de reestruturação societária realizada entre as empresas Kroton e Anhangera, no ano de 2014. Para verificação do comportamento foram identificados seis indicadores com base nas informações contábeis e financeiras das empresas. Os indicadores analisados foram: Liquidez Geral, Endividamento Geral, Composição do Endividamento, Receita por Aluno, Custo por Aluno

e Lucro por Aluno. Com base nessas variáveis podem-se identificar alguns comportamentos distintos das companhias, o que poderia ser indícios que levaram ao processo de reestruturação societária.

A priori, constatou-se um aumento significativo na liquidez das empresas entre os períodos de 2008 e 2009 (Anhangera) e 2009 e 2010 (Kroton). Uma possível justificativa para esse aumento expressivo pode ser relacionada aos benefícios propostos pelo governo federal, ao incentivar programas educacionais que fomentaram a busca de inúmeros jovens ao ensino superior.

Em relação às variáveis de endividamento, notou-se que as empresas apresentavam origem de recursos com predominância de capital próprio. Porém, observou-se que a variação de capital de terceiro foi maior na Kroton, possivelmente influenciada pelas políticas de aquisições da empresa, especialmente a partir de 2007. Em relação aos recursos circulantes observou-se que a empresa Anhangera manteve diminuição de endividamento no curto prazo com maior representatividade no período de 2008 a 2010.

Com enfoque na receita e custo per capita por alunos, os maiores incrementos são observados para a Kroton, especialmente a partir de 2011. Após o processo de fusão, é notório o incremento na variável receita/aluno, indicativo da sinergia operacional criada por meio do processo de combinações dos negócios entre as empresas Kroton e Anhangera. Ademais, os resultados observados convergem para a literatura e pesquisas anteriores, como o



mencionado por Lobo (2011), ao destacar que as empresas passam por processos de fusões e aquisições na busca de melhores resultados, especialmente no que se refere a rentabilidade e com os estudos de Taffarel, Garcia e Gerigk (2009), Feitosa, Silva e Firmo (2012) e Poeta, Souza e Murcia (2010) que sugerem um significativo aumento no desempenho das empresas na formação de oligopólios empresariais.

Destaque-se ainda que os resultados obtidos na presente pesquisa se mostram harmônicos com a Teoria da Eficiência, que preconiza que os processos de reestruturações societárias são como motivação para sinergia organizacional, especialmente no que se refere a sinergia operacional, conforme o preconizado por Trautwein (1990). Os resultados obtidos pós processo de fusão, mostram incremento nos indicadores relativos a capacidade de pagamento, o que mantém relação direta com a redução abrupta nos níveis de endividamentos da empresa Kroton S.A. Além desses fatores, o processo de reestruturação societária apresenta crescimento

da relação receita/aluno, redução da variável custo/aluno, além de potencializar maior margem de lucratividade média por aluno, no oligopólio criado pela combinação dos negócios.

Os resultados apresentados nesse estudo limitam-se as empresas, bem como, a fidelidade das informações contábeis disponibilizadas nas demonstrações analisadas. Destaque-se ainda que embora os indicadores e técnicas adotadas buscam, em grande medida, retratar os resultados financeiros das empresas no período anterior e posterior ao processo de fusão, estes não são capazes de abarcar a totalidade das variáveis que podem afetar tais resultados, com destaque neste caso, os fatores externos, como condições econômicas e avanços tecnológicos, especialmente quando se trata de Instituições do ramo educacional envolvidas com EaD. Assim, sugere-se para futuras pesquisas que novos processos de reestruturação societária sejam investigados em outros segmentos, a fim de comparar o comportamento das organizações e do mercado durante esse período, conforme destacado por Fernandes et al. (2018).

## Referências

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços**: Um enfoque econômico-financeiro – 11ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, 336 p.

ASHKENAS, R.N.; DE MONACO, L.J.; FRANCIS, S.C. Making the Deal Real: How GE Capital Integrates Acquisitions. **Harvard Business Review**, v. 76 n.1, p. 165-178, 1998.

CAMARGOS, M. A. DE; BARBOSA, F. V. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **Revista de Administração**, v. 42, n. 4, p. 468–481, 2007.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais**. In: XXXII Encontro da Anpad- Enanpad. Rio de Janeiro, 06 – 10 de setembro de 2008. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/FIN-B137.pdf>>. Acesso em 19 de agosto de 2017.

CAMARGOS, M. A. De; BARBOSA, F. V. Fusões, Aquisições e Takeovers: Um Levantamento Teórico dos Motivos, Hipóteses Testáveis e Evidências Empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 17-38, abr./jun. 2003.

CENSO EAD BRASIL. Relatório Analítico da Aprendizagem a Distância no Brasil. 2014. Disponível em: <<http://www.abed.org.br/censoead2014/CensoEAD2014portugues.pdf>>. Acesso em 08 de maio de 2018

CHANDLER JR., A. D. Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism. Massachusetts: **Harvard University Press**, 1990.

CORRÊA, E. C. B.. Possíveis Impactos das Novas Diretrizes do FIES e Ead nas Estratégias dos Oligopólios Educacionais. **Revista de Defesa da Concorrência**, v. 5, n. 1. p. 71-104, Maio 2017.

CRISTAL, C. S. P. **Adoção das IFRS para operações de combinações de negócios nas demonstrações financeiras consolidadas das empresas listadas na Espanha e Reino Unido**. 2009. 142 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Contábeis, Fecap, São Paulo, 2009. Disponível em: [http://tede.fecap.br:8080/jspui/bitstream/tede/436/1/Carisa\\_Santos\\_Portela\\_Cristal.pdf](http://tede.fecap.br:8080/jspui/bitstream/tede/436/1/Carisa_Santos_Portela_Cristal.pdf). Acesso em 30 de março de 2017.

FABRETTI, L. C. **Fusões, Aquisições, Participação e outros Instrumentos de Gestão de Negócios**. São Paulo: Atlas, 2005.

FEITOSA, M. J. S.; SILVA, M. E.; FIRMO L. E. Fusões e Aquisições empresariais no contexto brasileiro: o caso da Oi e Brasil Telecom. **Revista Razão Contábil e Finanças**, ano 2011, v. 2, n. 1, 2011 Disponível em:< <http://institutoateneu.com.br/ojs/index./16/14>>Acesso em: 31 de agosto de 2017.

FERNANDES, Pedro Rafael Lopes; SOUZA, Sérgio Aquino De; SALGADO, Lucia Helena. Estudos de eventos aplicados à análise de fusões: Teoria e casos no Brasil. **Revista Brasileira de Economia de Empresas**, v. 18, n. 1, p. 27-46. 2018.

KWAN, S.; WILCOX, J. Hidden cost reduction in bank mergers: accounting for more productive banks. **ResFinance**, v. 19, p. 109–124, 2002.

KEY, S.L. **Guia da Ernest & Young para administração de fusões e aquisições**. São Paulo, Record, 1995.

KRUG, J. A.; WRIGHT, P.; KROLL, M. J. Top management turnover following mergers and acquisitions: solid research to date but still much to be learned. **The Academy of Management Perspectives**, v. 28, n. 2, p. 147–163, 2014.

LOBO, O. E. F. **Fusões e Aquisições**. 2011. Disponível em: <<http://docplayer.com.br/2326494-Fusoes-e-aquisicoes-autor-otto-eduardo-fonseca-lobo->>. Acesso em: 14 de março de 2017.

MARTELANC, R.; PASSIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação das empresas: um guia para fusões & aquisições e privacy**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços**. 7 ed. São Paulo, Atlas, 2010.

MATIAS, A. B.; PASIN, R. M. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. Revista de Administração, São Paulo, v. 36, n. 1, p. 5-13, jan./mar., 2001.

NASCIMENTO, C. B.. **Impactos das fusões e aquisições na rentabilidade das empresas adquirentes: Uma análise do setor de tecnologia da informação brasileiro no período de 1994 a 2013**. Disponível em: <[http://www.unifalmg.edu.br/economia/sites/default/files/economia/4\\_monografias/20141\\_Camila\\_Batista\\_do\\_Nascimento.pdf](http://www.unifalmg.edu.br/economia/sites/default/files/economia/4_monografias/20141_Camila_Batista_do_Nascimento.pdf)> Acesso em: 30 de agosto de 2017.

PESSANHA, G. R. G.; CALEGARIO, C. L. L.; SÁFADI, T.; ÁZARA, L. N. DE. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração da Mackenzie**, v. 13, n. 5, p. 101–134, 2012.

PINTO JR., Helder Queiroz; IOOTTY, Mariana. Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90. **Rev. Econ. Polit.** São Paulo, v.25, n.4, p.439-453, 2005.

POETA, K. Z.; SOUZA, M. M.; MURCIA, F. D. Fusão Itaú-Unibanco: Uma Análise da Situação Econômico-Financeira Antes e Após a Reorganização Societária. **Revista de Contabilidade da UFBA**. v.4, n. 2, p. 47-59, 2010

RASMUSSEN, U. W. **Aquisições; fusões e incorporações empresariais**. São Paulo: Aduaneiras, 1989.

RODRIGUES, A. O. et al. **Planejamento Contábil e Reorganização Societária**. 1ª Edição São Paulo: IOB, 2012.

ROCK, M. L.; ROCK, R. H.; SIKORA, M. J. **The Mergers & Acquisitions Handbook**. McGraw-Hill, 1994.

ROMAN, D. J.; PIANA, J.; LOZANO, S. P. L. Fatores de competitividade organizacional. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 9, n. 1, p. 27-46, 2012. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/pdf/1230/123023626002.pdf>>. Acesso em: 29 de agosto de 2017.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J.; LAMB, R. **Administração Financeira**. 10o ed. Porto Alegre: AMGH Editora, 2015.

SLOMSKI, V.; MELLO, G. R. DE; FILHO, F. T.; MACÊDO, F. DE Q. **Governança Corporativa e Governança na Gestão Pública**. São Paulo: Atlas, 2008.

TAFFAREL, M.; GARCIA, P. M.; GERIGK, W. Sadia S. A. e Perdigão S. A.: análise da trajetória histórica e do desempenho que antecederam o seu processo de fusão. **Revista Eletrônica de Ciência Administrativa**. v. 8, n. 1, 2009. Disponível em: <<http://www.periodicosibepes.org.br/ojs/index.php/recadm/article/view/80>>. Acesso em: 14 de março de 201.

WEBER, S. A. V. Transformação, Incorporação, Fusão e Cisão, **Revista de negócios**. n. 6, set. 2008. Disponível em: <<http://www.unifin.com.br/content/arquivos/20111006163829.pdf>>. Acesso em: 29 de julho de 2017.

TEIXEIRA, R. F. S. **Reestruturação de Empresas: A Criação de Valor através das Fusões e Aquisições** - um Estudo de Caso da Fusão Zon/Optimus. Dissertação (Mestrado em Finanças empresariais). Instituto Politécnico do Porto. Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão, Vila do Conde, 2016.

TRAUTWEIN, F. Merger motives and merger prescriptions. **Strategic Management Journal**, v. 11, N. 4 p. 283–295, 1990.

YAGIL, J. Mergers and Macro-Economic Factors. **Review of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 181-190, 1996.

WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. **Administração estratégica**. São Paulo, 2009.

ZITTEI, M. V. M.; OLIVEIRA, E. M. S.; LUGOBONI, L. F. **Combinação de negócios como forma de planejamento tributário**. In: Anais do Congresso Nacional de Excelência em Gestão. 2014.

ZÔMPERO ORTOLAN, Víctor; SILVA, Douglas Vieira Da. Fusão e Aquisição para obtenção de vantagem competitiva: um estudo no setor de supermercados. **Revista Foco**, [S.l.], v. 12, n. 1, p. 106-131, fev. 2019. ISSN 1981-223X.