

Universidade Federal de Alfenas - UNIFAL-MG
Instituto de Ciências Sociais Aplicadas - ICSA

Mariane de Fátima Luiz

**Análise do desempenho econômico-financeiro antes e depois da
Incorporação da Anhanguera pela Kroton**

Varginha - MG
2020

Universidade Federal de Alfenas - UNIFAL-MG
Instituto de Ciências Sociais Aplicadas - ICSA

Mariane de Fátima Luiz

**Análise do desempenho econômico-financeiro antes e depois da
Incorporação da Anhanguera pela Kroton**

Trabalho de conclusão de Piepex
apresentado ao Instituto de Ciências
Sociais Aplicadas da Universidade
Federal de Alfenas como requisito
parcial para a obtenção do título de
Bacharel em Ciência e Economia.

Orientador: Hugo Lucindo Ferreira

Varginha - MG
2020

Resumo

O processo de Reestruturação societária com objetivo de crescimento rápido e maior capacidade de competitividade no mercado, é uma estratégia que vem sendo utilizada por diversas empresas. No Brasil, existem alguns casos de empresas com alto valor de mercado que utilizaram dessa estratégia, entre elas, há a Kroton e Anhanguera Educacional. Em 2014 foi concluída a incorporação da Anhanguera pela Kroton. Assim, o objetivo deste trabalho foi analisar, a partir de indicadores econômico-financeiros, o desempenho da empresa Kroton antes e após a reestruturação societária. Averiguou-se se tal reestruturação realmente apresentou vantagens econômicas e financeiras para as empresas envolvidas. Os resultados dos indicadores de liquidez foram positivos na evolução temporal, assim como os de rentabilidade, e os indicadores de estrutura de capital, com exceção da composição do endividamento, também apresentaram resultados melhores após a incorporação.

Palavras-chave: incorporação, reestruturação societária, liquidez, estrutura de capital, rentabilidade.

Sumário

1 Introdução	5
2 Revisão de Literatura	6
2.1 Reestruturação Societária: Cisão, Fusão e Incorporação	6
2.2 Incorporação - Kroton e Anhanguera	8
2.3 Análise de Desempenho Econômico-Financeiro	9
2.4 Estudo Anteriores	9
3 Metodologia	10
4 Análise dos Resultados	13
4.1 Desempenho antes da incorporação	13
4.2 Desempenho após a incorporação	15
5 Considerações Finais	18
Referências	20

1 Introdução

A globalização permite que a produção e distribuição de bens possam ser feitas em maiores escalas, isso aumenta a competitividade no mercado, desse modo, as empresas precisam se adequar para se manterem nesta competição. Surge assim, a estratégia de combinação, concentração de empresas e reestruturações societárias, como a incorporação, fusão e a cisão (SANTOS; SCHMIDT, 2011). A Kroton Educacional utilizou esta estratégia de combinação e passou por uma reestruturação societária em 2014, quando incorporou a Anhanguera Educacional. Tal combinação foi motivada pela semelhança entre os valores e o modelo acadêmico de ambas as empresas (KROTON, 2014).

Com o objetivo de verificar se a reestruturação societária foi benéfica para a Kroton, foi analisado o desempenho econômico-financeiro das empresas Kroton e Anhanguera, antes e depois do processo de reestruturação societária. Inicialmente foram comparados os indicadores de ambas as empresas antes da reestruturação societária, a fim de analisar como eram os resultados e sua evolução ao longo do tempo. Após isso, foi realizada a análise da situação econômico-financeira da Kroton após incorporação, a fim de verificar como os indicadores se comportam nos primeiros anos após a reestruturação societária. Por fim, foi feita a análise comparativa do antes e depois da incorporação, visando verificar se a incorporação foi financeira e economicamente benéfica para a Kroton.

Os dados utilizados se referem aos três anos anteriores ao processo de incorporação ocorrido no ano de 2014 (ou seja, 2011 a 2013 para a Kroton e Anhanguera), e da Kroton no ano da incorporação e três anos após a reorganização societária (assim, 2014 a 2017).

Para Marion (2002) o conhecimento da situação econômico-financeira de uma empresa só é possível por meio da análise de três fatores, liquidez e estrutura de capital que evidenciam a situação financeira, e rentabilidade que evidencia a situação econômica.

Ao realizar reorganizações societárias, faz parte do objetivo das empresas, se tornarem mais competitivas e crescerem mais rapidamente. O resultado obtido através destes negócios se tornou objeto de estudos científicos e não há consenso na literatura referente aos resultados obtidos após estas estratégias de combinações de negócios.

O trabalho justifica-se pela importância da análise e controle de reestruturações societárias, em que é interessante ter o conhecimento se a parceria foi positiva e se já possui resultados imediatos. Trata-se de um assunto muito comentado pela mídia e com amplas possibilidades de conhecimento.

Este estudo se divide em cinco seções, incluindo esta introdução. A próxima seção apresenta a revisão de literatura. A terceira seção apresenta os procedimentos metodológicos utilizados para organização deste estudo. A seção quatro apresenta as análises dos resultados da pesquisa. Na quinta e última seção destacam-se as conclusões e recomendações deste estudo.

2 Revisão de Literatura

2.1 Reestruturação Societária: Cisão, Fusão e Incorporação

Em função da globalização, o mundo começou a experimentar mudanças em relação aos comportamentos das empresas. A globalização permite que a produção e distribuição de bens possam ser feitas em maiores escalas, isso aumenta a competitividade no mercado, e, as empresas precisam se adequar para se manterem nesta competição. Deste modo, surge a estratégia de combinação, concentração de empresas e reestruturações societárias, como a incorporação, fusão e a cisão (SANTOS; SCHMIDT, 2011).

A Lei nº 6.404/76, em seu art. 227 discorre que “a incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”.

De acordo com Ribeiro (2008), na estratégia de incorporação, ocorre a aquisição de uma sociedade por outra, a sociedade incorporada é extinta, enquanto a incorporadora continuará com sua personalidade jurídica, diferentemente do que ocorre na fusão, em que todas as pessoas jurídicas envolvidas são extintas e uma nova é criada. Já Santos e Schmidt (2011) definem a incorporação como um negócio plurilateral, com objetivo de agregar todas as ações de uma sociedade ao patrimônio de outra, todos os direitos e obrigações passam a ser de responsabilidade da incorporadora.

A fusão é a operação que tem por finalidade a união das ações de duas ou mais empresas em prol da formação de uma nova sociedade, que lhes sucederá em todas as obrigações e direitos. Para Melo e Borges (2017) a fusão é um meio de aumentar os resultados e atingir os objetivos da empresa, a formação da nova sociedade visa reduzir gastos, além de aumentar as receitas e lucros. De acordo com Camargos e Barbosa (2005), as fusões e aquisições visam obter maior porte e poder de barganha, por meio de sinergias operacionais e gerenciais, proporcionando aumento da eficiência das empresas envolvidas, redução de custos e despesas e redução de impostos e do custo de capital.

Por fim, a cisão seria o movimento contrário a incorporação e a fusão, é uma operação em que a empresa “transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades,

constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão” (BRASIL, 1976). A cisão total ou parcial geralmente ocorre em situações onde há dissolução da sociedade entre os sócios/quotistas, quando parte da sociedade empresária será negociada para terceiros, ou ainda por questões estratégicas. Para Terres, Borba e Souza (2011), a cisão tem como uma de suas vantagens tornar a empresa mais especializada devido a sua segmentação, pode também proporcionar a empresa uma economia em seu processo operacional.

Pelos aspectos contábeis, o pronunciamento técnico CPC 15 (R1) – Combinação de negócios, assim como nas normas de contabilidade internacionais (IASB) e norte-americanas (US-GAAP), todas as combinações de negócios, seja incorporação, fusão ou cisão, devem ser registradas pelo método de aquisição, garantindo que os patrimônios das sociedades sejam auditados por peritos ou empresas especializadas. O objetivo dessa norma é identificar o valor real dos patrimônios líquidos das empresas envolvidas, para que cada acionista tenha seus interesses protegidos e receba sua participação correta (SANTOS; SCHMIDT, 2011, p. 417).

De uma forma geral, as reorganizações societárias podem ser entendidas como forma de “reestruturar” empresas, com objetivo de se tornarem mais competitiva e crescerem mais rapidamente, criando possibilidade de entrar em novos mercados e criar novos investimentos (POETA, 2010). Conforme a Lei nº 6.404/76, “a incorporação, fusão ou cisão podem ser operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes e deverão ser deliberadas na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais”.

O Brasil é considerado um dos três países sul-americanos onde acontecem as maiores combinações de negócios de F&As (BOMFIM; CALLADO, 2016). Grandes marcas brasileiras passaram por reestruturação societária, como a Perdigão e Sadia, que tiveram sua fusão concluída em 2013, criando a BRF S.A., ocorreu também a incorporação do banco HSBC ao banco Bradesco ocorrida em 2016, e ainda a cisão da companhia aérea Gol em 2012 que gerou a nova personalidade jurídica Smiles S.A..

Considerando o período de reestruturação societária da Kroton, realizada no primeiro semestre de 2013, ocorreram 54 anúncios de F&As de empresas brasileiras, somando uma movimentação de R\$ 43 bilhões, sendo setor educacional responsável por 15,1% desse montante (ANBIMA, 2013). Neste mesmo período, a Kroton Educacional anunciou a absorção da Anhanguera Educacional ao grupo, configurando uma incorporação, conforme a Lei nº 6.404/76, art. 227.

2.2 Incorporação - Kroton e Anhanguera

A Kroton Educacional foi fundada em 1966, em Belo Horizonte, com a criação do curso pré-vestibular Pitágoras. A Companhia tem como missão garantir às pessoas o acesso à educação e atua com o modelo de negócio que busca atender da educação básica até o doutorado. A Kroton é líder em educação e no desenvolvimento de tecnologias educacionais, com foco em gerar valor a todos os acionistas e demais públicos de relacionamento (KROTON, 2014).

Presente em todos os estados brasileiros, a Anhanguera Educacional foi fundada em 1994. O grupo possuía diversas unidades educacionais, faculdades, centros universitários e universidades, oferecendo cursos de graduação, pós-graduação, extensão e ensino técnico, presencial ou a distância, contribuindo com os projetos de vida de crescimento e ascensão profissional dos alunos (ANHANGUERA, 2019).

A semelhança entre os valores e o modelo acadêmico da Kroton e da Anhanguera foi a motivação da união. De acordo com a Kroton (2014), com o objetivo de proporcionar maior qualidade dos serviços prestados e impactar de forma positiva a vida dos alunos, colaboradores, acionistas e a comunidade como um todo, a proposta foi combinar valores, *know-how*, talentos e competências, priorizando as melhores práticas de cada uma.

Para a consolidação do processo de aquisição da Anhanguera, a Kroton apresentou diversas justificativas ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) – autarquia federal, vinculada ao Ministério da Justiça que zela pela livre concorrência no mercado. Entre as justificativas apresentadas estava: “a complementaridade geográfica entre as duas empresas, a abrangência nacional, a expertise em integrações e a qualidade de ensino em comum nos grupos” (KROTON, 2014).

No dia 3 de julho de 2014, foi concluída a incorporação, em termos de índice Bovespa a Kroton era a 26ª colocada e a Anhanguera, a 50ª, com valores de mercado de R\$ 16,46 bilhões e R\$ 8,02 bilhões, respectivamente, em números do fechamento do dia. A Anhanguera Educacional deixou de existir juridicamente e passou a ser uma subsidiária integral da Kroton Educacional, que por sua vez passou a ter um valor de mercado de R\$24,48 bilhões a 17ª maior empresa da Bovespa em termos de valor de mercado, segundo levantamento da consultoria Economatica (G1, 2014).

Outra forma de se verificar o procedimento de incorporação executado seria a análise econômico-financeira do desempenho organizacional. A técnica de análise financeira por quocientes é, de acordo com Iudícibus (2009), um dos mais importantes desenvolvimentos da

contabilidade, pois deixa de lado a análise individual dos elementos do balanço e faz comparações entre os elementos.

2.3 Análise de Desempenho Econômico-Financeiro

Para Matarazzo (1985), a análise através de índices proporciona visão ampla da situação econômico-financeira da empresa, e por isso é uma das técnicas mais utilizadas. Os índices são baseados na associação entre contas ou grupo de contas do Balanço Patrimonial ou da Demonstração de Resultado do Exercício da instituição. De acordo com Rogers et al. (2006) a análise de índices apresenta grande quantidade de informações, tornando possível prever condições futuras de instituição.

Segundo Assaf Neto (2010), são vários os índices que podem ser usados para aferir o desempenho econômico-financeiro da empresa. Devem ser utilizados os que melhor extraíam conclusões de maneira comparativa, seja relacionando-os com os valores de períodos passado, evolução temporal, ou com apurações de outras empresas do mesmo setor de atividade, comparação interempresarial.

Para Marion (2002) o conhecimento da situação econômico-financeira de uma empresa só é possível por meio da análise de três fatores, liquidez e estrutura de capital que evidenciam a situação financeira, e rentabilidade que evidencia a situação econômica. Os índices de liquidez e estrutura de capital medem o risco e os índices de rentabilidade, o retorno (ROGERS et al., 2006).

2.4 Estudo Anteriores

Ao realizar reorganizações societárias, faz parte do objetivo das empresas se tornarem mais competitivas e crescerem mais rapidamente. O resultado obtido através destes negócios se tornou objeto de estudos científicos, por isso, é possível encontrar na literatura alguns estudos que abordam sobre reestruturação societária.

Poeta, Souza e Mucia (2010) analisou o processo de fusão entre os bancos Itaú e Unibanco em 2008 e concluiu que os ganhos de sinergia decorrentes da fusão entre os dois bancos ainda não estavam refletidos na situação econômico-financeira da *holding*, o que de certa forma já era esperado, pois tais efeitos tendem a ser percebidos geralmente a longo prazo. Justino, Pádua e Machado (2016) observaram que a fusão entre Sadia S.A. e Perdigão S.A. melhorou a rentabilidade do grupo, mas o período de dois anos ainda não foi suficiente para que o grupo recuperasse as perdas ocorridas na crise de 2008.

Melo e Borges (2017) analisaram o caso da LATAM, decorrente da fusão entre a empresa chilena Línea Aérea Nacional de Chile (LAN) e a brasileira Táxi Aéreo Marília (TAM). Os autores concluíram que a fusão foi economicamente apropriada, mas não apresentou um resultado completamente satisfatório para a empresa, houve melhora no resultado da rentabilidade e do endividamento do grupo como um todo.

A aquisição do banco HSBC Brasil pelo banco Bradesco S.A. foi analisada por Corrêa et al. (2019). Os resultados financeiros apresentaram melhora na situação patrimonial em todos os índices, havendo uma redução do endividamento e do capital imobilizado. Os indicadores econômicos demonstram que a rentabilidade vem caindo, com um impacto negativo no retorno sobre o capital investido.

Os estudos não apresentam o mesmo padrão de resultados. A rentabilidade das empresas BRF Brasil, Foods S.A. e LATAM, criadas a partir das fusões indicaram aumento da rentabilidade, enquanto a aquisição do HSBC pelo Bradesco apresentou queda na rentabilidade, mas, teve melhora na situação patrimonial. O fator do tempo decorrido entre a reestruturação e a análise dos estudos também interfere nos resultados obtidos, já que a expectativa de retorno é no longo prazo, como afirmam Poeta, Souza e Mucia (2010) na análise do Itaú Unibanco. Em todos os estudos de reestruturação societária citados é possível verificar que os autores indicam que houveram ganhos.

3 Metodologia

Esta pesquisa pode ser classificada quanto ao objetivo, como descritiva, uma vez que foi descrito e analisado o desempenho econômico-financeiro das empresas Kroton e Anhanguera antes e depois do processo de reestruturação societária. Em relação ao tratamento de dados, a pesquisa possui caráter quantitativo, pois utiliza-se de instrumentos estatísticos para obtenção dos resultados (GIL, 2002).

Os dados utilizados foram extraídos a partir das demonstrações contábeis - Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) - da Kroton e Anhanguera divulgadas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os dados foram coletados em junho de 2019 e são referentes aos três anos anteriores ao processo de incorporação ocorrido no ano de 2014 (ou seja, 2011 a 2013 para a Kroton e Anhanguera) e da Kroton no ano da incorporação e três anos após a reorganização societária (assim, 2014 a 2017). Os indicadores foram calculados e analisados a partir dos dados anuais e consolidados.

A partir dos dados coletados foram calculados os indicadores econômico-financeiros para análise. Os indicadores de liquidez evidenciam a situação financeira de uma empresa diante seus inúmeros compromissos financeiros (ASSAF NETO, 2010). Foram utilizados os indicadores conforme o Quadro 1 a seguir:

Quadro 1- Indicadores de Liquidez

Indicador	Objetivo	Fórmula	Interpretação
Liquidez Geral	Mostrar a capacidade de pagamento atual da empresa com relação às dívidas com terceiros em geral.	$LG = \frac{\text{Ativo Circ.} + \text{Real. Longo Prazo}}{\text{Passivo Circ} + \text{Passivo Não Circ}}$	Quanto maior, melhor. Resultado <1 indica problemas de liquidez no longo prazo.
Liquidez Corrente	Mostrar a capacidade de pagamento da empresa com relação às dívidas com terceiros de curto prazo.	$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Quanto maior, melhor. Resultado <1 indica problemas de liquidez no curto prazo.

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2010), Matarazzo (1985).

A análise da estrutura de capital procura retratar a posição relativa do capital próprio com relação ao capital de terceiros, ou seja, indica a relação de dependência que a empresa tem com relação ao capital de terceiros (Iudícibus, 2009). Para análise, os seguintes indicadores foram utilizados:

Quadro 2 - Indicadores de Estrutura de Capital

Indicador	Objetivo	Fórmula	Interpretação
Endividamento Geral	Medir o quanto, percentualmente, a empresa possui de recursos totais sendo financiada por capital de terceiros.	$EG = \frac{\text{P. Circ.} + \text{P. Não C.}}{\text{Ativo Total}} \times 100$	Quanto menor o valor percentual, melhor para a empresa pois menor será a dívida com terceiros.
Composição do Endividamento	Evidenciar o percentual de dívidas de curto prazo que a empresa possui, tendo como base as dívidas totais com terceiros	$CE = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{P. Circ.} + \text{P. Não Circ.}} \times 100$	Quanto menor o valor percentual, melhor para a empresa. Pois menor será a dívida com

			terceiros no curto prazo.
Imobilização do Patrimônio Líquido	Mostrar a parcela de capital próprio que está investida em ativos pouquíssimos líquidos, ou seja, o quanto de patrimônio líquido a empresa tem aplicados em investimentos, imobilizados e intangíveis, que não tem liquidez prevista	$\text{Imob. PL} = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$	Quanto menor o valor percentual, melhor para a empresa. Pois menor será a dependência de ativos não líquidos para pagamentos.

Fonte: Adaptado de Iudícibus (2009).

A rentabilidade é para Szuster et al. (2007) reflexo de políticas e decisões adotadas pelos administradores da entidade, demonstram o nível de eficiência e o grau de êxito econômico-financeiro atingido. Quanto maior o resultado dos índices, melhor para a empresa. No quadro 3 são apresentados os indicadores utilizados.

Quadro 3 - Indicadores de Rentabilidade

Indicador	Objetivo	Fórmula	Interpretação
Margem Operacional Líquida	Evidenciar o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao seu faturamento.	$\text{ML} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Op. Líquida}} \times 100$	Quanto maior o percentual, melhor é para empresa.
Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)	Relacionar o total de lucro líquido alcançado pela empresa com o total de capital próprio nela investido.	$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$	Quanto maior, melhor o retorno que o capital próprio está proporcionando.
Retorno sobre Ativos (ROA)	Relacionar o total de lucro líquido obtido pela empresa com o total de recursos nela investidos.	$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$	Quanto maior, melhor o retorno que os recursos estão proporcionando.

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2010), Matarazzo (1985).

Inicialmente procedeu-se a análise da estatística descritiva, onde foram comparados os indicadores de ambas as empresas antes da reestruturação societária, ou seja, de 2011 a 2013, a fim de analisar como eram os resultados e sua evolução ao longo do tempo. O segundo passo foi realizar a análise da situação econômico-financeira da Kroton após incorporação, período

de 2014 a 2017, a fim de verificar como os indicadores se comportam nos primeiros anos após a reestruturação societária.

Por fim, foi feita a análise comparativa do antes e depois da incorporação, visando verificar se a reestruturação societária proporcionou melhorias nos resultados de liquidez, estrutura de capital e rentabilidade, ou seja, se a incorporação foi financeira e economicamente benéfica para a Kroton.

Esta pesquisa limita-se apenas a análise econômico-financeira do caso específico da incorporação da Anhanguera Educacional pelo grupo Kroton ocorrida em 2014. Os resultados aqui obtidos não devem ser generalizados para outras pesquisas que estudem reestruturação societária e nem devem ser entendidos como imutáveis ao longo do tempo.

4 Análise dos Resultados

4.1 Desempenho antes da incorporação

De acordo com Assaf Neto (2010) os indicadores de liquidez evidenciam a situação financeira da empresa frente seus compromissos financeiros, ou seja, a facilidade da empresa em converter seus ativos em dinheiro para cumprir seus prazos com dívidas. Conforme apresentado na Tabela 1, Anhanguera e Kroton apresentaram evolução em seus índices de liquidez nos anos de 2011 a 2013.

Tabela 1: Resultados indicadores de liquidez pré incorporação

Empresa	Anhanguera			Kroton		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Liquidez Geral	0,689	0,804	0,919	0,417	0,488	0,685
Liquidez Corrente	1,489	1,776	2,409	0,783	1,467	1,743

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

A Liquidez Geral de ambas as empresas apresentou resultados <1 nos anos anteriores a incorporação, o que pode indicar problemas com dívidas de longo prazo, entretanto, apesar de <1, os resultados foram crescentes no decorrer dos anos. A liquidez corrente teve resultado >1, indicando facilidade de pagamento para dívidas de curto prazo. Em 2013 a liquidez corrente da

Anhanguera era de 2,4 e da Kroton 1,74, indicando que para cada R\$1,00 em dívidas, as empresas possuíam respectivamente R\$2,40 e R\$1,74 em ativos circulantes.

Para Iudícibus (2009), os indicadores de estrutura de capital indicam a dependência que a empresa tem com relação ao capital de terceiros, quanto menor o percentual obtido, melhor para a empresa. Entre os anos 2011 e 2013, tanto Kroton quanto Anhanguera apresentaram porcentagens decrescentes nos resultados dos indicadores de estrutura de capital, conforme pode ser observado na Tabela 2.

Tabela 2: Resultado dos indicadores de estrutura de capital pré incorporação

Empresa	Anhanguera			Kroton		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Endividamento Geral	42,72%	39,79%	35,00%	50,27%	40,64%	35,80%
Composição do Endividamento	36,66%	34,58%	27,07%	39,14%	23,97%	32,80%
Imobilização do PL	123,18%	112,93%	104,37%	158,91%	135,08%	117,54%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Em 2011, a Kroton apresentou 50,27% dos seus recursos totais financiados por capital de terceiros, o que significa que a empresa tem um endividamento geral de 50,27%, quando comparado com seu ativo total. Em 2013, o endividamento geral da empresa caiu para 35,80%, indicando que cerca de 35% dos seus bens e direitos são financiados por capital de terceiros, ou seja, empresa diminuiu sua dependência de recursos de terceiros de 2011 para 2013.

O mesmo pode ser observado no resultado de endividamento geral da Anhanguera, que de 42,72% em 2011 caiu para 35% em 2013, indicando que a empresa apresentava evolução referente a sua dependência de capital de terceiros para manter suas atividades. A imobilização de patrimônio líquido também teve cenário de queda em ambas as empresas. A composição do endividamento também diminuiu ao longo dos anos na Anhanguera, enquanto na Kroton teve oscilação, entretanto o resultado em 2013 ainda foi melhor do que em 2011, indicando que a dívida com terceiros no curto prazo diminuiu.

Os indicadores de rentabilidade demonstram o nível de eficiência e o grau de êxito econômico-financeiro atingido pela empresa (SZUSTER et al., 2007). Quanto maior o resultado, maior o índice de que a empresa é rentável, ou seja, teve capacidade de converter receita em lucro, teve seus ativos convertidos em lucro e o capital próprio remunerado. Conforme pode ser observado na Tabela 3, a Kroton teve resultados melhores do que a Anhanguera em todos os anos e indicadores analisados.

Tabela 3: Resultado dos indicadores de rentabilidade pré incorporação

Empresa	Anhanguera			Kroton		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Margem Op. Líquida	9,43%	23,92%	16,36%	15,50%	31,44%	47,24%
ROE	2,10%	6,88%	5,39%	2,53%	8,99%	19,73%
ROA	1,20%	4,14%	3,50%	1,26%	5,34%	12,66%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

A Anhanguera apresentou crescimento de 2011 para 2012, mas houve queda em todos os índices no resultado de 2013. Entretanto, pode ser observado que, apesar da queda, a rentabilidade obtida no ano anterior a incorporação ainda foi maior do que no primeiro ano analisado. Mesmo com resultado inferior a 2012, em 2013 tanto o retorno sobre o patrimônio líquido quanto o retorno sobre ativos mais que dobraram em relação a 2011, indicando bons resultados e aumento do desempenho econômico em grande proporção.

Os resultados obtidos pela Kroton foram mais significativos. De 2011 para 2013, a margem operacional líquida triplicou, o retorno sobre o patrimônio líquido foi quase 8 vezes maior e o retorno sobre ativos foi 10 vezes maior, ou seja, a empresa aumentou seu grau de êxito econômico em relação ao capital aplicado. Em 2013, a margem operacional líquida da Kroton representava que 47,24% de todas as receitas de venda foram convertidas em lucro líquido para a empresa.

4.2 Desempenho após a incorporação

Em julho de 2014 a incorporação da Anhanguera pela Kroton foi concluída. A Anhanguera Educacional deixou de existir juridicamente e passou a ser uma subsidiária integral do grupo Kroton. Portanto, todos os seus ativos e passivos passaram a integrar o patrimônio da Kroton.

Na Tabela 4 são apresentados os resultados obtidos, como reflexo da reorganização societária. No ano de 2014 os resultados do desempenho econômico-financeiro da Kroton apresentaram oscilações nos indicadores de liquidez e de rentabilidade.

Tabela 4: Resultados dos indicadores pós incorporação

Empresa	Kroton			
	2014	2015	2016	2017
Liquidez Geral	0,527	0,730	1,217	1,656

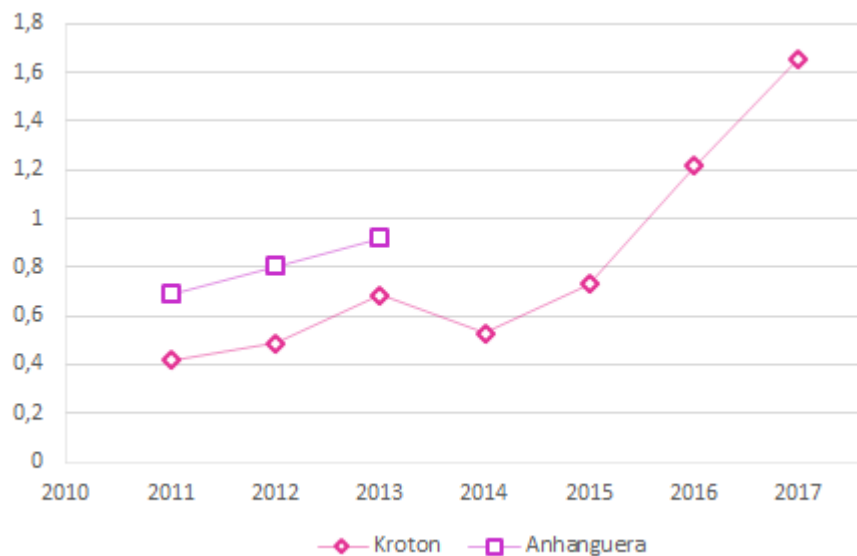
Liquidez Corrente	1,534	1,399	2,124	2,628
Endividamento Geral	26,09%	25,12%	21,32%	16,53%
Composição do Endividamento	23,41%	28,08%	33,20%	44,66%
Imobilização do PL	116,69%	109,07%	94,12%	87,00%
Margem Op. Líquida	46,95%	46,17%	60,38%	54,53%
ROE	8,74%	11,21%	13,46%	12,38%
ROA	6,46%	8,39%	10,59%	10,33%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Percentualmente, a empresa teve maior dificuldade para cumprir com seus compromissos financeiros e seu lucro líquido foi menor quando comparado ao ano anterior. É coerente pensar que no ano da reestruturação possa haver resultados mais instáveis, até por isso se analisa alguns anos após o processo. Os indicadores de estrutura de capital também apresentaram queda em relação ao ano anterior, mas, neste caso, a queda é vista positivamente, pois indica que a Kroton teve menor dependência de recurso de terceiros do que em 2013.

Nos três anos seguintes à conclusão da incorporação, ocorreram oscilações dos indicadores entre os anos analisados, mas a Kroton continuou apresentando crescimento em seus resultados no geral. No gráfico 1 é possível observar que em 2014 houve queda no índice de liquidez geral, mas a recuperação no ano seguinte e crescimento nos anos seguintes evidência a melhora da capacidade de pagamento da empresa após a incorporação.

Gráfico 1: Comparativo Liquidez Geral Anhanguera e Kroton

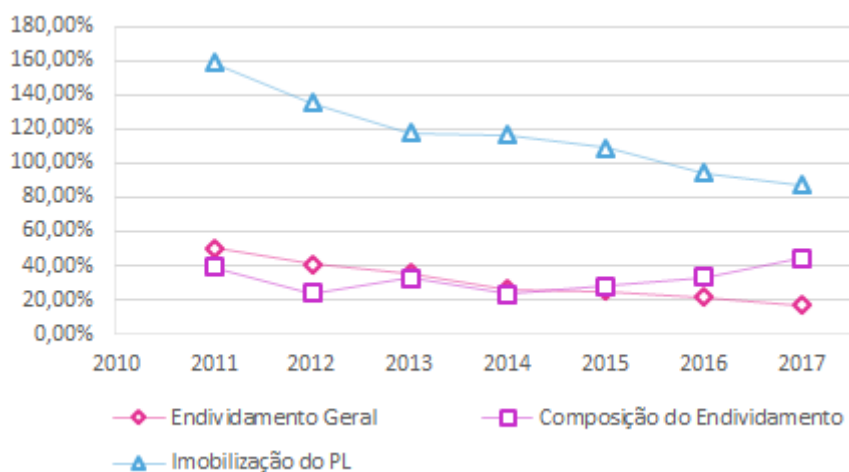


Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Poeta, Souza e Mucia (2010), no estudo da fusão entre Itaú e Unibanco em 2008, concluiu que o período foi insuficiente para observar o reflexo da reestruturação societária nos resultados econômico-financeiros, o que se confirma nesta análise, pois o crescimento veio, principalmente, após o ano de 2015. A liquidez geral inferior a 1 indicava problemas de pagamento de dívidas no longo prazo em 2011, passou para 1,65 em 2017, ou seja, para cada R\$1,00 em dívidas, a Kroton possui R\$1,65 em ativos líquidos para suprir.

Os indicadores de estrutura de capital da Kroton tiveram resultados em direções diferentes no decorrer dos anos, enquanto o endividamento geral e imobilização do patrimônio líquido caíram mais a cada ano, a composição do endividamento subiu. O gráfico 2 evidencia como os indicadores se comportaram.

Gráfico 2: Indicadores de Estrutura de Capital da Kroton



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

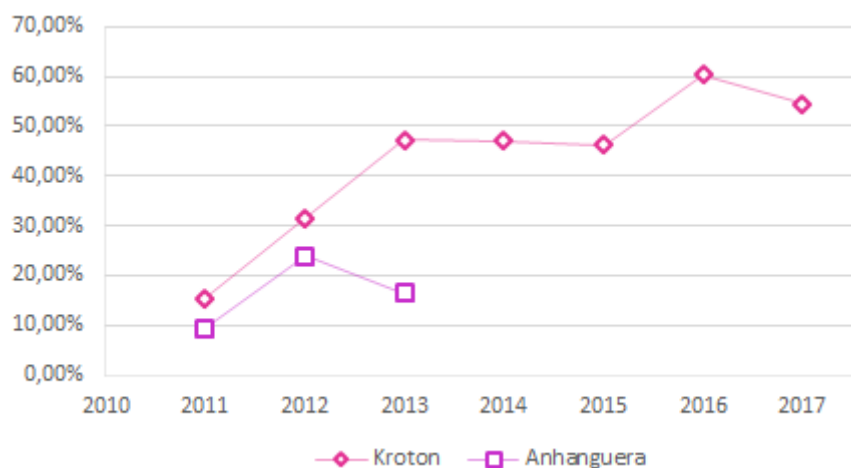
O endividamento geral de 26,09% em 2014 caiu para 16,53% em 2017. Já a composição do endividamento subiu de 23,41% em 2014 para 44,66% em 2017, ou seja, a empresa está diminuindo seu endividamento comparado ao seu ativo total, mas a porcentagem de dívidas no curto prazo está aumentando, o que gera a necessidade de possuir e gerar recursos de curto prazo. A queda da porcentagem de patrimônio líquido imobilizado reafirma o aumento da liquidez dos ativos e menor dependência de recursos de terceiros para manutenção dos negócios.

Assim como a LATAM, analisada por Melo e Borges (2017), a Kroton apresentou melhora nos resultados do endividamento do grupo como um todo. A aquisição do banco HSBC Brasil pelo banco Bradesco S.A. analisada por Corrêa et al. (2019) também indicou uma

redução do endividamento e do capital imobilizado. Ou seja, o presente estudo corrobora com os estudos anteriores no que se refere a melhora dos indicadores de estrutura de capital.

Conforme apresentado na Tabela 4, após a incorporação, os índices de rentabilidade ficaram mais estabilizados, não apresentando grande crescimento anual. Ou seja, com o passar dos anos, maior investimento na Kroton deixou de proporcionar aumento percentual de lucro, mas, monetariamente, não quer dizer que o lucro foi menor. O Gráfico 3 apresenta a margem operacional líquida da Anhanguera e Kroton, é possível observar que a Kroton, em todos os anos analisados, obteve maior margem de lucro líquido sobre o faturamento.

Gráfico 3: Comparativo Margem Operacional Líquida Anhanguera e Kroton



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Em 2011, o lucro líquido obtido em relação ao faturamento era inferior a 20% em ambas as empresas. Já em 2016, dois anos após a reestruturação societária, a Kroton apresentou para este mesmo índice resultado superior a 60%. Apesar da pequena queda no ano de 2017, fica evidente o grande crescimento percentual de lucro líquido sobre o faturamento da Kroton. Igualmente a Justino, Pádua e Machado (2016) no estudo da fusão entre Sadia S.A. e Perdigão S.A., o caso da incorporação da Anhanguera pela Kroton apresentou resultados positivos na rentabilidade do grupo.

5 Considerações Finais

O presente estudo teve como objetivo analisar o desempenho econômico-financeiro das empresas Kroton e Anhanguera no período antes e depois do processo de reestruturação societária. Para isso, visando verificar se esta reestruturação societária foi financeiramente e

economicamente benéfica para a Kroton, foram analisados os resultados dos indicadores de liquidez, estrutura de capital e rentabilidade.

No período anterior a reestruturação (2011 a 2013) os indicadores de ambas as empresas apresentavam oscilações. Os índices de liquidez estavam em crescimento, mas os quesitos estrutura de capital e rentabilidade não expunham um crescimento constante no período. Após a reestruturação, é possível observar que todos os indicadores de liquidez, estrutura de capital e rentabilidade, exceto composição do endividamento, tiveram resultados positivos para Kroton.

Os resultados da Kroton após a reestruturação societária apontaram crescimento e melhora nos indicadores econômicos-financeiros. Nos primeiros anos seguintes a incorporação a empresa evidenciou maior capacidade de pagamento de terceiros sem comprometimento de caixa, obteve melhora nos resultados do endividamento do grupo como um todo e os índices de rentabilidade também tiveram aumentos percentuais de resultado.

Pode-se afirmar, portanto, que o processo de incorporação ocorrido em 2014 foi economicamente apropriado, pois melhorou a rentabilidade e o endividamento do grupo como um todo. A incorporação além de ter trazido uma ampliação do mercado que a companhia atua, conta também com a crescente procura por educação e conhecimento em grandes centros de ensino.

A Kroton Educacional buscando se adequar ao cenário do mundo globalizado obteve significativo aumento do seu poder de mercado através do tamanho da organização e de seus recursos (aumento de unidades de ensino, escolas associadas e número de alunos) que se tornaram relevantemente maiores, tornando-se mais competitivo. O cenário da Kroton após a incorporação corrobora com Poeta, Souza e Murcia (2010) referente ao crescimento acelerado que se apresenta com a reestruturação societária.

Contudo, ao observar os resultados desta pesquisa, ressalta-se que as conclusões apresentadas devem ser consideradas com cautela, deve-se levar em conta o ambiente em que estão inseridas as companhias, e o curto período de tempo analisado. Os resultados obtidos não devem ser entendidos como imutáveis ao longo do tempo.

Para estudos futuros referentes a reestruturação societária, recomendam-se estudos mais aprofundados sobre sua análise, assim como pesquisas sobre outras combinações de empresas e estudos considerando períodos de tempo maiores.

Referências

ANHANGUERA. **Quem somos**. Disponível em: <<https://www.posanhanguera.com.br/quem-somos>>. Acesso em: 5 mai, 2019.

_____. **Nossa história**. Disponível em: <<https://www.anhanguera.com/institucional/nossa-historia/>>. Acesso em: 5 mai, 2019.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Boletim ANBIMA: Fusões e Aquisições**. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em <https://www.anbima.com.br/data/files/CE/64/AF/78/028675106582A275862C16A8/Boletim_fusoes_e_aquisicoes_2013-1S_1_.pdf>. Acesso em: 22 out. 2019.

BRASIL. **Institucional CADE**. Disponível em: <http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/institucional>. Acesso em: 5 mai, 2019.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 5 mai, 2019.

CORRÊA, Paulo Henrique Macetti et al. ANÁLISE DA SITUAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DO BRADESCO ANTES E APÓS A AQUISIÇÃO DO HSBC BRASIL. **Anais do Seminário Científico da FACIG**, n. 4, 2019.

DO BOMFIM, Emanuel Truta; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Análise dos Efeitos Provocados pelas Operações de Fusões e Aquisições no Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas Brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 27, n. 3, p. 105-123, 2016.

DE CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **REGE Revista de Gestão**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.

Fusão da Anhanguera e Kroton cria a 17ª maior empresa da Bovespa. **G1**, São Paulo, 04 jul. 2014. Disponível em <<http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2014/07/fusao-da-anhanguera-e-kroton-cria-17-maior-empresa-da-bovespa.html>>. Acesso em: 28 mar. 2019

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo, v. 5, n. 61, p. 16-17, 2002.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

JUSTINO, Tamara Vieira; DE PÁDUA, Valéria Caetano; MACHADO, Julio Henrique. Análise de Rentabilidade Pós-Fusão: Um estudo de caso na BRF BRASIL FOODS SA. **Revista de Iniciação Científica da Libertas**, v. 1, n. 1, 2016.

KROTON. **Histórico**. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 5 mai, 2019.

_____. **Relatório de Sustentabilidade 2014.** Disponível em: <<https://relatoweb.com.br/kroton/14/pt/o-processo-de-fusao.html>>. Acesso em: 5 mai, 2019.

MARION, José Carlos. **Análise Das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. Editora Atlas SA, 2002.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica.** São Paulo: Atlas, v. 1, 1985.

MELO, Felipe Cunha de; BORGES, Loreci João. Análise do desempenho econômico-financeiro pré e pós fusão através de indicadores de rentabilidade e endividamento: um estudo de caso na LATAM Airlines. **Anais Congresso Brasileiro de Custos**, Florianópolis, 2017.

POETA, Karina Zimmermann; DE SOUZA, Maíra Melo; MURCIA, Fernando Dal Ri. 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.

RIBEIRO, Alexandre Eduardo Lima; DO CARMO MÁRIO, Poueri. Utilização de metodologias de reestruturação societária como ferramenta de planejamento tributário: um estudo de caso. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 19, n. 4, p. 107-128, 2008.

ROGERS, Dany et al. Análise dos índices econômico financeiros das demonstrações contábeis da Companhia Siderúrgica de Tubarão em diferentes normas (IFRS, US GAPP e BR GAAP). **Anais do IX SEMEAD–Seminários em Administração–FEA-USP.** São Paulo, 2006.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. Contabilidade societária. **São Paulo, Atlas**, 2009.

SZUSTER, Natan et al. **Contabilidade geral.** São Paulo: Atlas, 2007.

TERRES JUNIOR, José Carlos; BORBA, José Alonso; DE SOUZA, Maira Melo. Reorganizações societárias: uma análise dos processos de cisão arquivados na Jucesc entre os anos de 2006 e 2008. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 36-48, 2011.