

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

ALAN DAVID SHWARTZBAUM

**Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação
superior no Brasil**

SÃO PAULO

2012

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

ALAN DAVID SHWARTZBAUM

Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre Profissional em Gestão Internacional.

Área de concentração: Estratégia

Prof. Orientador: Dr. Gilberto Sarfati

SÃO PAULO

2012

Shwartzbaum, Alan David.

Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil / Alan David Shwartzbaum. - 2012.

104 f.

Orientador: Gilberto Sarfati.

Dissertação (MPGI) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Ensino superior – Brasil. 2. Empresas – Fusão e incorporação. 3. Universidades e faculdades – Fusão e incorporação. 4. Empresas - Crescimento. I. Sarfati, Gilberto. II. Dissertação (MPGI) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 65.016.4

ALAN DAVID SHWARTZBAUM

Sinergias nas fusões e aquisições no setor de educação superior no Brasil

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre Profissional em Gestão Internacional.

Área de concentração: Estratégia

Data de aprovação: ___/___/_____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Gilberto Sarfati (Orientador)
FGV-EAESP

Prof. Dr. Sérgio Túlio Prado Júnior
FGV-EAESP

Prof. Dr. Charles Kirschbaum
Insper

Resumo

Fusões e aquisições são um fenômeno relevante na economia e estão se tornando cada vez mais presentes no Brasil também. Entre os diferentes setores econômicos nos quais a estratégia de crescimento aquisitivo tem sido implementadas, a educação superior privada merece destaque, não apenas pela frequência de transações, mas também pelo porte de algumas delas, colocando as empresas líderes do mercado brasileiro entre as maiores instituições do mundo. O presente trabalho objetiva entender por que essas empresas têm adotado tal estratégia, ao invés de simplesmente se basearem no crescimento orgânico. A tentativa de responder a essa questão levou à proposta de uma hipótese que sugere que existem motivações econômicas para a ocorrência deste fato. Em outras palavras, a hipótese que o trabalho busca testar é que existem sinergias nas transações realizadas no setor de educação superior no Brasil, bem como que estas sinergias têm sido convertidas em ganhos econômicos para as empresas adquirentes e para os seus acionistas. Para tanto, o presente trabalho primeiramente apresenta uma revisão da literatura do tema de fusões e aquisição e também uma visão sobre o setor brasileiro de educação superior, incluindo sua evolução, regulamentação e outras informações relevantes para apoiar um entendimento mais profundo sobre o fenômeno estudado. Em seguida, baseando-se na metodologia proposta, o trabalho foca no teste de sua hipótese, através da identificação das sinergias específicas presentes no setor e nas empresas selecionadas (Anhanguera, Estácio e Kroton) e da análise de como estas sinergias estão sendo traduzidas em seus resultados econômicos. Finalmente, com base nas evidências geradas por tais discussões, são providas conclusões relativas à veracidade da hipótese.

Palavras-chave: Fusões e aquisições – estratégia de crescimento aquisitivo – sinergias – rentabilidade – educação superior.

Abstract

Mergers and acquisitions are a relevant phenomenon in the economy, and are becoming increasingly present in Brazil as well. Among the different economic sectors in which acquisitive growth strategies have been implemented, private tertiary education deserves to be highlighted, not only due to the frequency of transactions, but also due to the size of some of them, placing the Brazilian market leaders among the largest institutions of the world. This essay aims at understanding why those companies have been adopting such strategy, instead of simply relying on organic growth. The attempt to answer this question led to the proposal of a hypothesis that suggests that there are economic motivations for this fact. In other words, the hypothesis that the essay will test is that there are synergies in the transactions made in the tertiary education sector in Brazil, as well as those synergies have been converted in economic gains for the acquiring companies and their shareholders. In order to do so, this essay firstly presents a literature review on the subject of mergers and acquisitions and also an overview of the Brazilian tertiary education sector, including its evolution, regulation and other relevant information to support a deeper understanding of the studied phenomenon. Then, based on the proposed methodology, the essay focuses on testing its hypothesis, by identifying the specific synergies present in the sector and in the selected companies (Anhanguera, Estácio and Kroton) and by analyzing how these synergies are being translated to their economic results. Finally, based on the evidences generated by such discussions, conclusions regarding the veracity of the hypothesis are provided.

Key words: Mergers and acquisitions – acquisitive growth strategy – synergies – profitability – tertiary education.

Sumário

1. Introdução	1
2. Fusões e aquisições	5
3. Evolução do setor de educação superior privado no Brasil.....	25
4. Metodologia	38
5. Empresas analisadas.....	45
5.1. Anhanguera Educacional.....	47
5.2. Estácio Participações.....	50
5.3. Kroton Educacional.....	53
6. Apresentação dos resultados	56
6.1. Sinergias identificadas	56
6.2. Análise dos indicadores econômico-financeiros.....	71
6.2.1. Taxa de crescimento da receita líquida	72
6.2.2. Percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida.....	74
6.2.3. Percentual de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida	77
6.2.4. Margem operacional	78
6.2.5. Retorno sobre o patrimônio líquido.....	80
6.2.6. Resumo dos indicadores	83
7. Conclusões	85
Referências.....	92
Apêndice	101

Relação de ilustrações

Gráfico 1 – Evolução do número de processos de fusões e aquisições no Brasil.....	24
Gráfico 2 – Evolução do número de matrículas em cursos de ensino à distância reconhecidos pelo Ministério da Educação.....	31
Gráfico 3 – Evolução das vagas ofertadas através do Prouni.....	34
Gráfico 4 – Comparação do percentual da população na faixa de 25 a 34 anos com ensino superior concluído em países selecionados em 2009 (%).....	36
Gráfico 5 – Evolução da receita líquida das empresas selecionadas (R\$ milhões).	73
Gráfico 6 – Evolução do percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida.	75
Gráfico 7 – Evolução do percentual de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida.	77
Gráfico 8 – Evolução da margem operacional.....	79
Gráfico 9 – Evolução da do retorno sobre o patrimônio líquido.	81
Tabela 1 – Relação entre diferentes tipos de fusões e aquisições e de sinergias.	18
Tabela 2 – Evolução do número de matrículas em estabelecimentos públicos e privados de ensino superior no Brasil.....	29
Tabela 3 – Evolução da participação percentual de matrículas de graduação por organização acadêmica no Brasil.....	30
Tabela 4 – Quantidade de instituições de educação superior no Brasil em 2010 segundo a quantidade de matrículas realizadas.	45
Tabela 5 – Relação das principais aquisições realizadas pela Anhanguera no período de 2007 a 2012.....	49
Tabela 6 – Relação das principais aquisições realizadas pela Estácio no período de 2007 a 2012.....	51

Tabela 7 – Relação das principais aquisições realizadas pela Kroton no período de 2007 a 2012.....	55
Tabela 8 – Tipos de sinergias identificadas especificamente para o setor de educação superior privado brasileiro.....	70
Tabela 9 – Resumo da evolução dos indicadores econômico-financeiros selecionados da Anhanguera.	83
Tabela 10 – Resumo da evolução dos indicadores econômico-financeiros selecionados da Estácio.....	83
Tabela 11 – Resumo da evolução dos indicadores econômico-financeiros selecionados da Kroton.	84

1. Introdução

No primeiro semestre de 2012, foram realizadas no Brasil 433 transações relevantes de fusões e aquisições, segundo mapeamento da KPMG (2012). Isso representa mais de três transações por dia útil, em média. Estas transações movimentam bilhões de reais anualmente no Brasil, e múltiplas vezes mais ao redor do mundo, tanto em mercados desenvolvidos, quanto em emergentes. No entanto, apesar da grande significância econômica das fusões e aquisições, tal fenômeno parece ser pouco abordado pelo mundo acadêmico.

O presente trabalho se propõe a analisar as fusões e aquisições em um setor no qual este fenômeno tem estado em grande evidência nos últimos cinco anos: a educação superior privada no Brasil. Este setor chama a atenção não apenas pela frequência de transações, mas também pelo porte de algumas delas, fazendo com que a adoção da estratégia de crescimento aquisitivo elevasse empresas brasileiras ao conjunto das maiores instituições de educação superior do mundo em número de alunos.

Logo, a pergunta que se quer responder é, afinal, por que fusões e aquisições têm sido um dos principais pilares das estratégias de crescimento dos grandes grupos privados de educação superior no Brasil?

Após uma melhor compreensão do que são as fusões e aquisições, diferentemente de diversos artigos da área que buscam apenas verificar se as transações impactam o preço das ações das empresas envolvidas, o presente trabalho passa a focar numa discussão fundamentada de quais são as motivações para a ocorrência destes processos, tanto as de caráter econômico, como as de caráter não-econômico.

Uma vez apresentadas as possíveis motivações, no empenho de se responder à pergunta de qual a razão pela qual as grandes empresas do setor baseiam sua estratégia de crescimento tão fortemente no elemento aquisitivo, é proposta a seguinte hipótese: existem sinergias a serem geradas através das fusões e aquisições no setor de educação superior privado, bem como que estas sinergias têm se transformado em ganhos econômicos para os acionistas das empresas adquirentes.

A partir de então, o presente trabalho se propõe a buscar evidências favoráveis a essa hipótese, analisando mais especificamente as três empresas do setor que se destacaram por suas estratégias de crescimento aquisitivo nos últimos anos: Anhanguera Educacional (Anhanguera), Estácio Participações (Estácio) e Kroton Educacional (Kroton).

Em seguida a uma apresentação mais detalhada do setor, para uma melhor concepção do porquê ele apresenta condições favoráveis à estratégia de crescimento através de fusões e aquisição, e de uma breve apresentação de cada uma das empresas e dos seus históricos de transações, o presente trabalho passa a se dedicar à discussão e à análise do fator econômico que poderia vir a justificar a adoção de tal estratégia: a sinergia. Com esta finalidade, divide-se a busca por evidências favoráveis à hipótese levantada em duas etapas. A primeira é identificar as sinergias que existiriam nas transações do setor. A segunda é a de analisar se tais sinergias têm, de fato, se traduzido em ganhos econômicos.

Para testar a primeira parte da hipótese, o trabalho se debruça na identificação de quais seriam as potenciais sinergias específicas do setor, discutindo quatro principais efeitos: (i) aumento de receitas, (ii) redução de custos e despesas, (iii) benefícios fiscais e (iv) redução dos custos de capital. Isso foi feito a partir de um detalhado debate sobre cada um dos fatores que impactam materialmente os resultados econômicos das empresas estudadas, especialmente a sua rentabilidade. Além da identificação teórica das

potenciais sinergias, sustentada pela compreensão mais detalhada dos principais direcionadores de valor das empresas do setor, contou-se também com uma perspectiva das próprias empresas sobre o assunto.

Feita a identificação, o trabalho finalmente se volta para a sua etapa final, que é a verificação se as sinergias cujos impactos foram considerados relevantes estariam realmente influenciando positivamente os resultados das empresas e, conseqüentemente, a geração de valor ao acionista, o pilar de toda e qualquer motivação de natureza econômica para as empresas.

Para isso, conforme mencionado anteriormente, não se buscou o efeito direto da realização de transações no valor de mercado das empresas. Este método foi deliberadamente descartado, já que existem evidências de que a evolução do preço das ações é 'contaminada' por um grande número de variáveis de causas distintas, não sendo possível isolar os efeitos específicos das transações, limitação potencializada pelo fato de que as empresas estudadas fazem aquisições com frequência e também com tempos diferentes de integração, uma conjuntura que impede a análise segregada dos efeitos de uma única transação.

Logo, optou-se pelo método de análise de alguns indicadores econômico-financeiros, a fim de se verificar se as potenciais sinergias eventualmente identificadas estariam, ou não, se traduzindo em ganhos econômicos. Os indicadores selecionados, por entrarem no detalhe das linhas dos demonstrativos financeiros das empresas, mostrar-se-iam mais capazes de isolar os impactos das sinergias e, conseqüentemente, seriam mais significativos e assertivos para testar a segunda parte da hipótese levantada.

Finalmente, com base na conjunção dos conhecimentos acumulados ao longo do trabalho, incluindo a revisão da literatura de fusões e aquisições, a apresentação do setor de educação superior privado no Brasil e das empresas estudadas, a discussão sobre a identificação de potenciais

sinergias específicas e a análise dos indicadores, o presente trabalho concluiu dando a percepção adquirida em torno da veracidade da hipótese, além de também aclarar sobre as limitações deste estudo e dar sugestões para futuros trabalhos de outros autores que, assim como este, têm um grande interesse na área de fusões e aquisições e que acreditam que podem contribuir de alguma forma com essa área do conhecimento e com a sua maior aproximação ao mundo acadêmico.

2. Fusões e aquisições

Uma relevante parcela dos estudos de administração de empresas se baseia na premissa que o objetivo das empresas, ao menos as privadas com fins lucrativos, é a maximização do valor gerado aos seus acionistas, como defendem Brigham e Ehrhardt (2005). Sob a perspectiva com grande enfoque financeiro destes autores, a maximização do valor se traduz, em última instância, nos dividendos gerados aos acionistas e na valorização de suas ações.

Kluyver e Pearce II (2007), ao concordarem que as empresas devem criar valor aos seus acionistas, defendem que as estratégias empresariais devem se concentrar neste objetivo. Dentro dos elementos destas estratégias, os autores ressaltam a importância do crescimento da empresa como um dos direcionadores desta criação de valor, ao destacarem que economias de escala e de escopo são importantes fontes de aumento de rentabilidade, que, portanto, tendem a se traduzir em maior geração de caixa.

Pindyck e Rubinfeld (2005) explicam que economias de escala ocorrem quando a empresa é capaz de aumentar sua produção desproporcionalmente acima do aumento de seus custos. Economias de escopo, por outro lado, existiriam quando a produção conjunta de uma única empresa (ou ativo) seria maior que o de mais empresas (ou ativos) separadamente com equivalentes custos, ou, logo, para um mesmo nível de produção, o custo de se produzir numa única empresa (ou ativo) seria menor.

Segundo ainda Kluyver e Pearce II (2007), há três formas de uma empresa crescer, as quais os autores chamam de “paradigma *build, buy or bond* – construir, comprar ou coligar” (KLUYVER; PEARCE II, 2007, p. 159). *Build*, ou construir, se refere ao crescimento orgânico ou interno da empresa. Por sua vez, *buy*, ou comprar, se refere ao crescimento por meio de

aquisição. E, finalmente, *bond*, ou coligar, se refere ao crescimento por meio de alianças.

Penrose (1995) foi uma das primeiras autoras a estudar com profundidade o fenômeno de crescimento das firmas. Em sua teoria do crescimento da firma de 1959, ela já ressaltava a importância do crescimento aquisitivo, isto é, empresas crescendo através da compra de outras empresas. A autora enfatizava o crescimento aquisitivo como meio de a empresa obter capacidade e conhecimento necessários para se estabelecer num novo campo. Lockett et al. (2011), que fazem referências a Penrose, limitam a apenas duas opções as possíveis estratégias para administradores que buscam o crescimento das empresas: o crescimento baseado na geração própria de recursos (crescimento orgânico) ou através da compra de controle de outra empresa e posterior integração (crescimento por aquisições).

Camargos e Barbosa (2009) argumentam que os processos aquisitivos, comumente referidos como fusões e aquisições, F&A ou M&A¹, são inerentes à concorrência capitalista. Os autores também explicam que estes processos, nos padrões atuais, têm suas origens na Revolução Industrial:

As origens da atividade de F&A remontam ao final do século XVIII e início do século XIX, quando a Revolução Industrial desencadeou um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial sem precedentes, o qual, por meio de movimentos cíclicos (ondas), vem definindo e caracterizando o sistema de produção predominante, o Capitalismo. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p. 18).

Ainda de acordo com Camargos e Barbosa (2003) e também com Weston, Chung e Hoag (1990), o conjunto destes processos ocorrem de maneira cíclica e, desde então se seguiram diversas “ondas” (movimentos cíclicos) de fusões e aquisições no mundo, especialmente nos Estados Unidos, como “*the great merger wave*²” de 1887 a 1904, “*the merger*

¹ Devido à expressão *mergers and acquisitions*, fusões e aquisições em inglês.

² A grande onda de fusões, tradução nossa.

*movement*³” de 1916 à crise de 1929, “*the 1940-1947 merger movement*⁴”, “*the 1960s conglomerate merger wave*⁵” durante a década de 1960 e “*the wave of the 1980s*⁶” durante a década de 1980.

O Brasil, todavia, esteve à periferia destes primeiros movimentos. Conforme Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004), o fenômeno que impulsionou o crescimento da quantidade de processos de fusões e aquisições no Brasil foi a liberalização econômica experimentada na década de 1990, semelhante ao que havia acontecido ou estava acontecendo em outros países emergentes.

Os autores explicam que a desregulamentação do mercado local em conjunto com a crescente globalização passou a permitir que companhias estrangeiras pudessem adquirir empresas nacionais. Além disso, as privatizações da segunda metade dos anos 1990 criaram oportunidades para estrangeiros se estabelecer no Brasil. Adicionalmente, eles creditam à maior competitividade a qual as empresas nacionais passaram a estar expostas no período posterior à abertura econômica outro estímulo à consolidação de setores, uma vez que algumas empresas brasileiras se viram obrigadas a fazerem fusões ou aquisições para se manterem competitivas e acompanharem a rápida mudança tecnológica.

Matias, Barretto e Gorgati (1996) de fato previam a possibilidade da ocorrência de uma onda de fusões e aquisições no Brasil com a conjuntura econômica que se estabeleceu com a abertura econômica e com o Plano Real. Segundo os autores, surgia no Brasil um contexto econômico similar ao que antecederia as ondas de fusões e aquisições norte-americanas e, ainda, aquele momento era especialmente propício um movimento liderado por companhias multinacionais, atraídas pelas oportunidades de negócios no

³ O movimento de fusões, tradução nossa.

⁴ O movimento de fusões de 1940 a 1947, tradução nossa.

⁵ A onda de fusões de conglomerados da década de 1960, tradução nossa.

⁶ A onda da década de 1980, tradução nossa.

Brasil e privilegiadas pelo acesso a um capital mais barato (menores taxas de juros) e maior nível tecnológico. Do início do Plano Real em 1994 ao final do primeiro semestre de 2012, foram mapeados quase 8.000 processos de fusões e aquisições relevantes no Brasil, de acordo com estudo realizado pela KPMG (2012).

Weston, Chung e Hoag (1990) esclarecem que os grandes movimentos de fusões e aquisições ocorrem principalmente quando a economia apresenta altas taxas de crescimento ou em um processo de desenvolvimento do ambiente de negócios particular, como pode ser considerada a liberalização da economia brasileira citada anteriormente. Os autores justificam que, neste contexto de crescimento econômico acelerado, as fusões e aquisições podem ser mais eficientes que o crescimento orgânico em termos de uso e realocação de recursos. Não obstante, em períodos de baixa atividade econômica, as empresas estariam pouco dispostas a realizarem investimentos relevantes.

É válido destacar que nem todas as fusões e aquisições têm a mesma natureza. Muitos autores que estudam as fusões e aquisições, como Brealey, Myers e Marcus⁷ (1995 apud MATIAS; BARRETTO; GORGATI, 1996) e Ross, Westerfield e Jaffe⁸ (1995 apud CAMARGOS; BARBOSA, 2003) as classificam em três principais tipos: horizontais, verticais ou de conglomerados.

Primeiramente, as fusões e aquisições horizontais são, segundo Camargos e Barbosa (2003), aquelas que envolvem duas empresas que atuam no mesmo tipo de atividade empresarial ou negócio, normalmente concorrentes entre si. Para Matias, Barretto e Gorgati (1996) “A fusão neste caso geralmente visa buscar uma redução de custos e um aumento da

⁷ BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. **Fundamentals of corporate finance**. McGraw-Hill, 1995.

⁸ ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

eficiência operacional através da obtenção de economias de escala.” (MATIAS; BARRETTO; GORGATI, 1996, p. 5). Oliveira, Forte e Aragão (2007) adicionam também a possibilidade de fusões e aquisições horizontais gerarem benefícios de economias de escopo e de uma mais rápida penetração de mercado, o chamado *time to market*⁹.

Apesar de esta ser a visão amplamente compartilhada por muitos autores, Weston, Chung e Hoag (1990) argumentam que, a despeito das possíveis economias de escala, que podem não ser relevantes para empresas de qualquer tamanho, muitas empresas realizam fusões e aquisições horizontais com o objetivo de diminuir o nível de competitividade na indústria ou segmento de atuação.

Consequentemente, esta prática pode impactar a estrutura de mercado, gerando ganhos através de um aumento de poder de mercado, ou poder de monopólio, devido à maior concentração, como explicam Pindyck e Rubinfeld (2005), ou, sob a ótica do amplamente conhecido modelo de cinco forças competitivas de Porter¹⁰ (1980 apud KLUYVER; PEARCE II, 2007), as fusões e aquisições horizontais geram ganhos ao elevar o poder de barganha das empresas envolvidas frente a seus clientes e fornecedores.

Neste sentido, Pindyck e Rubinfeld (2005) e Sudarsanam (1995) destacam a questão regulatória na ocorrência de concentração de mercados. Pindyck e Rubinfeld (2005) apontam para o fato que o aumento do poder de monopólio, resultante da concentração de mercado ou até mesmo da formação de cartéis, permite uma elevação dos preços e, portanto, uma apropriação de parte do excedente dos consumidores. Logo, órgãos públicos reguladores atuam para evitar um grande desequilíbrio, tentando limitar a taxa de retorno esperada de uma empresa com elevado poder de mercado. Por

⁹ Tempo ao mercado, tradução nossa, que pode ser entendido como o tempo para se chegar ao mercado ou oferecer uma resposta a ele.

¹⁰ PORTER, M. E. **Competitive strategy**. Nova Iorque: Free Press, 1980.

sua vez, Sudarsanam (1995) dá ênfase à regulamentação antitruste para prevenir e restringir o potencial poder de mercado das empresas, que pode ser fruto de fusões e aquisições horizontais, e explica as diversas instâncias que foram criadas no Reino Unido para este propósito.

Camargos e Barbosa (2005) mostram que no Brasil também há um sistema antitruste vigente, que visa regulamentar questões de concorrência e ao qual processos de fusões e aquisições horizontais com potencial de gerar um poder de monopólio excessivo devem ser submetidos e aprovados.

No mercado brasileiro, o órgão responsável pela análise dos atos de concentração empresarial, por meio do cumprimento da Lei 8.884/94, é o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), assessorado por duas secretarias: Secretaria de Direito Econômico (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), vinculadas aos Ministérios da Justiça e da Fazenda respectivamente, que juntos formam o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC). (CAMARGOS; BARBOSA, 2005, p. 102).

O segundo tipo de fusões e aquisições, as verticais, podem ser entendidas como aquelas que “resultam da união entre firmas que fazem parte da mesma cadeia produtiva” (CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p. 20). Neste sentido, as fusões e aquisições verticais são entendidas como as que ocorrem entre empresas que possuem uma relação de fornecimento dentro de uma cadeia de suprimentos que, conforme Chopra e Meindl (2003) definem, não engloba apenas produtores de um produto ou serviço, mas também todos os agentes envolvidos no atendimento de um pedido de um consumidor final, como transportadores, distribuidores, varejistas, entre outros.

Weston, Chung e Hoag (1990) explicam que existem diversas razões que podem motivar a verticalização com base na redução dos custos entre as transações de fornecimento, além também da diminuição do risco de fornecimento, como destacam Oliveira, Forte e Aragão (2007). Contudo, eles reiteram que, assim como no caso das fusões e aquisições horizontais, efeitos

anticompetitivos também podem estar por trás das fusões e aquisições verticais. Em segmentos em que o principal diferencial percebido pelos clientes é o custo, ter acesso a insumos mais baratos devido à verticalização pode gerar uma vantagem competitiva dificilmente superada, tendendo a um gradual aumento do poder de mercado.

Para Hamilton e Lee (1986), do ponto de vista legal norte-americano, as fusões e aquisições verticais acabam por fechar o acesso a um mercado outrora aberto às outras empresas rivais, gerando uma obstrução que as priva de terem oportunidades justas de competição. No entanto, os argumentos econômicos ainda podem justificar que se este aumento de poder de mercado estiver associado à oferta de custos mais baixos, deve vir a ser benéfico do ponto de vista do excedente do consumidor, ao menos enquanto ainda exista alguma competição que norteie a vantagem por custo.

As fusões e aquisições do tipo conglomerado são o terceiro tipo apontado pela literatura. Camargos e Barbosa (2003) elucidam que transações deste tipo acontecem em empresas de ramos de atividade que não sejam relacionados entre si, ressaltando que o principal objetivo das fusões e aquisições de conglomerados é a diversificação de negócios. Kluver e Pearce II (2007) esclarecem que a estratégia de diversificação, além do simples aumento de receita, gera benefícios ao diminuir a exposição de riscos específicos da empresa, como, por exemplo, sazonalidade de vendas, assim como pode permitir um melhor uso de recursos que estivessem subutilizados.

Weston, Chung e Hoag (1990) enumeram três níveis de conglomerados. Primeiramente, os conglomerados financeiros, compostos por empresas de nenhuma ou pouca correlação, no qual a empresa consolidadora exerce algum tipo de controle e planejamento financeiro, justamente o que a diferenciaria de uma simples empresa de investimentos. O segundo nível apontado pelos autores é o conglomerado gerencial, que além de acumular as funções do conglomerado financeiro, também interferem em

questões operacionais nas empresas que lhe pertencem, especialmente na gestão.

O terceiro e último nível de conglomerado apontado por eles são as empresas concêntricas. Estas seriam uma espécie de conglomerado gerencial no qual os negócios, apesar de pertencerem a setores ou segmentos diferentes, ainda teriam uma relação relevante entre si que justificaria a existência de uma empresa consolidadora sobre eles. Os próprios autores chamam a atenção para a fronteira sutil entre as empresas concêntricas e o conglomerado gerencial, uma vez que este também só faria sentido se houvesse algum grau de correlação que explicasse a possibilidade de compartilhamento de uma mesma gestão.

Por ser uma forma particular que acaba talvez não se enquadrando na definição de conglomerado como algo em que há ausência de relação entre os negócios, autores como Oliveira, Forte e Aragão (2007) destacam as fusões e aquisições concêntricas das de conglomerado, explicando que as primeiras, além de acumularem os objetivos de diversificação de risco e de aproveitamento de oportunidades das últimas, também apresentam ganhos operacionais.

A opção pelo crescimento através de fusões e aquisições, assim como pelo tipo adequado, está intimamente conectada ao diretor estratégico das empresas. Sudarsanam (1995) cita quatro principais estratégias de crescimento, com as quais é possível fazer um paralelo com os tipos de fusões e aquisições.

Primeiramente, penetração de mercado, através de ganho de participação de mercado, uma consequência direta das fusões e aquisições horizontais e uma possível consequência das verticais, em casos de aumento de vantagem competitiva. Em segundo lugar, a extensão de mercados, em que a empresa acessa novos mercados com os produtos existentes e, em

terceiro lugar, a extensão de produtos, na qual a empresa acessa os mesmos mercados com novos produtos. Ambas podem ser frutos da verticalização. E, finalmente, em quarto lugar, a diversificação, entendida como o acesso a novos mercados com novos produtos, um dos objetivos primários dos conglomerados.

De acordo com Weston, Chung e Hoag (1990), existem sete principais fatores que podem justificar a estratégia de crescimento por fusões e aquisições: (i) algumas metas e objetivos da organização podem ser alcançados mais rapidamente; (ii) o custo de se construir uma organização similar internamente pode exceder o custo de uma aquisição; (iii) menores riscos, custos ou tempo para se obter uma maior participação de mercado; (iv) possibilidade de se financiar a aquisição de um modo atrativo; (v) possibilidade uso mais efetivo dos ativos da adquirida pela adquirente; (vi) eventuais vantagens fiscais e (vii) oportunidades de complementaridade de competências entre as empresas.

Postas estas vantagens, os autores afirmam que o desenvolvimento interno, ou crescimento orgânico, deve ser buscado caso nenhuma delas seja relevante. Camargos e Barbosa (2003) incluem à lista de vantagens de uma empresa realizar fusões e aquisições a sua própria defesa contra fusões e aquisições indesejadas, isto é, para que elas mesmas não sejam alvos de outros adquirentes, já que o maior porte diminuiria o número de potenciais compradores ou até mesmo a atratividade da aquisição.

Sudarsanam (1995) buscou estruturar as possíveis motivações para a estratégia de fusões e aquisições em duas grandes perspectivas: a perspectiva de maximização de valor ao acionista, que é compatível com a visão de natureza puramente financeira e racional de Brigham e Ehrhardt (2005) anteriormente mencionada, e a perspectiva gerencial, também chamada de maximização da utilidade gerencial, que leva em consideração à separação de papéis entre aqueles que administram as empresas e aqueles

que são seus donos de fato e que, portanto, adiciona um caráter humano e comportamental no contexto, não ignorando a possibilidade de que existam também interesses dos administradores e executivos envolvidos nas transações.

O desalinhamento de interesses entre os acionistas e os administradores é objeto de estudo da Teoria da Agência, conforme demonstram Nyberg et al. (2010). Os autores discutem a existência de divergências de objetivos, preferências e ações entre acionistas e administradores e conferem estas divergências às opções deliberadas de administradores de focarem em decisões que podem ser benéficas a eles em detrimento dos acionistas, gerando os chamados custos de agência. Nyberg et al. (2010) também explicam que esse desalinhamento é fruto de questões de governança que poderiam ser trabalhadas, como a autoridade de um conselho de administração independente e a possibilidade de os administradores receberem ações da companhia e, com isso, assumirem também o papel e os interesses dos acionistas.

Sudarsanam (1995) enumera três principais razões por trás da perspectiva gerencial das fusões e aquisições: *the empire-building syndrome*¹¹, *the self-fulfilment motive*¹² e *the job security motive*¹³. A síndrome de construção de um império diz respeito à busca dos administradores pelo crescimento da empresa, que não necessariamente agrega valor ao acionista, uma vez que sua remuneração, status e poder podem ser função do tamanho da empresa. O motivo de autorrealização, por sua vez, está relacionado com a possibilidade de os administradores procurarem no crescimento através de fusões e aquisições uma espécie de desafio profissional, para melhor fazer um melhor uso de suas competências e talentos, em suas próprias percepções. Já o motivo de segurança no emprego se refere ao objetivo

¹¹ A síndrome de construção de um império, tradução nossa.

¹² O motivo de autorrealização, tradução nossa.

¹³ O motivo de segurança no emprego, tradução nossa.

maior de os administradores de preservarem suas próprias posições. Para tanto, podem optar por crescimento aquisitivo como um meio para diversificar os riscos da empresa e afastá-la de uma eventual falência (ainda que não haja criação de valor direta nessa diversificação) ou até mesmo para aumentar o porte da empresa e evitar ser alvo de um outro adquirente, já que isso poderia levar à uma substituição da administração.

Berkovitch e Narayanan (1993), por sua vez, apresentam as possíveis motivações para fusões e aquisições em três categorias: sinergia, agência e *hubris*¹⁴. O conceito de sinergia na visão dos autores se aproxima da perspectiva de maximização de valor ao acionista de Sudarsanam (1995), uma vez que ela implica em ganhos econômicos provenientes da fusão dos recursos das empresas envolvidas na transação. O conceito de agência, por sua vez, está alinhado com a perspectiva gerencial, em que o bem-estar do acionista pode ser reduzido em detrimento do bem-estar dos administradores. Finalmente, a terceira categoria, *hubris*, se refere a possíveis erros de avaliação feitos pelos administradores ao optarem por uma aquisição, pagando mais por ela do que o valor que ela seria capaz de adicionar.

Para Weston, Chung e Hoag (1990), *hubris* é consequência de um excesso de autoconfiança dos administradores, por arrogância ou orgulho, uma vez que podem acreditar que o valor da companhia adquirida em suas mãos seja maior do que seu real potencial. Ainda para estes autores, *hubris* também é uma causa do fenômeno chamado por eles de “maldição do vencedor” (WESTON; CHUNG; HOAG, 1990, p. 254, tradução nossa), uma vez que a aquisição de uma empresa superavaliada, que muitas vezes ocorre em processos com mais de um investidor potencial, eventualmente até em leilões, é desvantajosa para aquele que a vence.

¹⁴ Arrogância ou orgulho, tradução nossa

Focando na questão da maximização do valor ao acionista, é compreensível que uma fusão ou aquisição somente faria sentido se agregasse um valor maior que o seu custo, como explicam Seth, Song e Pettit (2000) ao definirem que a existência de sinergia seria a motivação para fusões e aquisições por permitir que o valor das empresas combinadas seja superior à soma dos valores individuais.

Esta definição está de acordo com o conceito de sinergia, amplamente utilizado na literatura, que, segundo OXFORD DICTIONARIES (2012), tem origem na expressão “trabalhar junto” palavra grega *sunergos* (*sun* significando junto e *ergon* significando trabalho), e que pode ser entendido como:

A interação ou cooperação de duas ou mais organizações, substâncias ou outros agentes para produzir um efeito combinado maior que a soma dos efeitos separados. (OXFORD DICTIONARIES, 2012, tradução nossa).

Kode, Ford e Sutherland (2003) afirmam que a maioria das transações de fusões e aquisições é justificada pela existência de sinergias, sendo poucos os casos motivados por outras razões, empiricamente. Os autores também explicam que o valor criado por estas sinergias representam o teto do prêmio que pode ser pago pela empresa adquirida, isto é, a diferença entre o valor efetivamente pago na transação e o desta empresa-alvo no chamado cenário *stand-alone*¹⁵.

Kode, Ford e Sutherland (2003) ainda acrescentam que quase todas as transações de fusões e aquisições que são julgadas como fracassadas após a sua concretização são aquelas que falham em entregar um valor de sinergias superior ao prêmio desembolsado aos vendedores da empresa adquirida, muitas vezes por equívocos na avaliação do potencial destas sinergias. “A falha para entender, definir e valorizar essas sinergias resultam na destruição

¹⁵ Cenário em que a empresa-alvo continuaria suas operações de forma totalmente independente, como se a transação não ocorresse.

de valor aos acionistas e na perda do chamado “jogo de aquisições”.” (SIROWER¹⁶, 1998 apud KODE; FORD; SUTHERLAND, 2003, p. 27, tradução nossa). Portanto, a compreensão profunda das sinergias é essencial para sustentar o próprio racional da estratégia de crescimento por fusões e aquisições.

Para tanto, Chatterjee (1986) classifica as sinergias da esfera organizacional em três diferentes tipos: sinergias de conluio, sinergias operacionais e sinergias financeiras. As sinergias de conluio são as relacionadas a preço, que o autor explica como as aquelas que provêm da habilidade de aumento de preço dos produtos e serviços pelo efeito de concentração gerado pela fusão ou aquisição, similar ao aumento de poder de mercado proveniente de um conluio. Já as sinergias operacionais são as decorrentes da possibilidade da empresa combinada produzir a custos mais baixos, pelos efeitos das economias de escala e de escopo. As sinergias financeiras, por sua vez, são principalmente procedentes da possibilidade de diminuição do risco do negócio combinado como efeito da diversificação e da consequente redução do custo de capital pela lógica da relação entre risco e retorno, tratada por Brigham e Ehrhardt (2005).

Chatterjee (1986) buscou desenvolver um paralelo entre os tipos de fusões e aquisições e os tipos de sinergias. Primeiramente, ele notou que não há uma relação unívoca entre os tipos, já que um determinado tipo de fusão pode gerar mais de um tipo de sinergia. Logo, o autor propôs uma matriz que relaciona os tipos de fusões e aquisições com os tipos de sinergias de acordo com a probabilidade ou não de sua ocorrência:

¹⁶ SIROWER, M. **How companies lose the acquisition game** – the synergy trap. Nova Iorque: Free Press, 1998.

		Tipo de fusão ou aquisição		
		Horizontal	Não-horizantal	de Conglomerado
Tipo de sinergia	de Conluio	Possível	Improvável	Improvável
	Operacional	Possível	Possível	Improvável
	Financeira	Possível	Possível	Possível

Tabela 1 – Relação entre diferentes tipos de fusões e aquisições e de sinergias.

Fonte: adaptado de Chatterjee, 1986, p. 123.

Nota: as fusões e aquisições não horizontais podem ser entendidas como fusões verticais ou concêntricas na visão de Weston, Chung e Hoag (1990).

Em seu estudo, Chatterjee (1986) ressaltou as sinergias de conluio, argumentando que estas são, na média, as capazes de agregar maior valor, com base em suas pesquisas. É válido, todavia, destacar que a sinergia de conluio somente podem ocorrer em um contexto particular. Primeiramente, pelo fato de ser resultante do aumento de poder de mercado, ela não poderia ocorrer em qualquer estrutura de mercado, que são quatro, conforme Pindyck e Rubinfeld (2005): monopólio, oligopólio, concorrência monopólica e concorrência perfeita. No caso da existência de um monopólio, as próprias fusões e aquisições horizontais, geradoras da sinergia de conluio, não teriam aplicabilidade. Já na estrutura de concorrência perfeita, em teoria, nenhuma empresa teria a capacidade de exercer influência sobre os preços. Restariam, portanto, oligopólios e concorrências monopólicas, estruturas em que as sinergias de conluio passariam a fazer sentido. Porém, justamente por isso, a regulamentação antitruste atua para limitar os retornos excessivos das empresas com significativo poder de mercado, atuando como um desincentivo às fusões e aquisições motivadas pelas sinergias de conluio.

As sinergias financeiras, por outro lado, por serem frutos da diversificação, como também explicam Weston, Chung e Hoag (1990), tenderiam a acontecer em qualquer transação de fusões e aquisições, uma vez que existiria sempre algum grau de diversificação, já que, como elucidam Brigham e Ehrhardt (2005), é altamente improvável em termos reais a

existência de correlação positiva perfeita dos retornos isolados da adquirente e da adquirida, fazendo com que o risco dos ativos combinados seja menor que dos ativos individuais¹⁷. Ainda segundo Brigham e Ehrhardt (2005), devido à relação intrínseca entre risco e retorno, o custo de capital decresce à medida que a diversificação elimina riscos isolados parcialmente.

Em contrapartida, Chatterjee (1986) faz uma consideração em relação ao impacto das sinergias financeiras, ao debater sobre a questão do porte das empresas envolvidas na transação. De fato, caso o tamanho da empresa adquirente seja significativamente maior que o da empresa adquirida, o efeito de redução do custo de capital pela diversificação deve ser pequeno. Quanto maior esta diferença de porte, maior a tendência de que a sinergia financeira seja insignificante.

Por outro lado, Meeks (1977), ao discutir a questão do financiamento de fusões e aquisições, explica que uma parcela considerável de transações de fusões e aquisições é financiada com capital de terceiros, o que não ocorre na mesma proporção no caso de opção por crescimento orgânico. Levando em conta que, segundo esclarecem Brigham e Ehrhardt (2005), o custo de capital de terceiros em termos marginais é inferior ao custo do capital próprio, a aquisição financiada com recursos de terceiros impactaria na estrutura de capital e, conseqüentemente, no custo médio ponderado do capital.

Ross, Westerfield e Jaffe¹⁸ (1995, apud MATIAS; PASIN, 2001) e Martelanc, Pasin e Pereira (2010), por sua vez, apontam quatro principais tipos de sinergias: (i) aumento de receitas, (ii) redução de custos e despesas, (iii) benefícios fiscais e (iv) redução dos custos de capital. Contrapondo estes tipos aos tipos propostos por Chatterjee (1986), é possível traçar um claro

¹⁷ Brigham e Ehrhardt (2005) discutem que quando a correlação entre os retornos de dois ativos é menor que 1, a diversificação diminui os riscos de um portfólio de ativos. No limite, em seu portfólio teórico WM, o risco poderia ser totalmente eliminado caso dois ativos de correlação absolutamente negativa (igual a -1) fossem combinados.

¹⁸ ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 1995.

paralelo entre as sinergias de redução dos custos de capital e as sinergias financeiras, bem como uma similaridade entre as sinergias de redução de custos e despesas e benefícios fiscais e as sinergias operacionais. As sinergias de aumento de receitas, todavia, podem estar relacionadas às sinergias de conluio ou às sinergias operacionais nos critérios de Chatterjee (1986).

Previamente ao início das discussões sobre as sinergias operacionais, é necessário separar o caráter operacional do de conluio nas sinergias resultantes de aumento de receitas. O aumento de receitas, como explicam Martelanc, Pasin e Pereira (2010), só pode ser compreendido como gerador de sinergias caso a receita potencial da empresa combinada seja, de alguma forma, superior à soma da receita da adquirente e da adquirida separadamente. Isto é, é extremamente provável que a receita da empresa resultante seja maior logo de início, devido à mera soma das partes, mas a soma de receitas somente terá algum potencial sinérgico caso haja algum elemento que as potencialize por estarem combinadas.

A primeira possibilidade apontada por Martelanc, Pasin e Pereira (2010) de isto ocorrer está relacionada com o aumento de poder de mercado, o que é claramente a sinergia de conluio anteriormente apontada. Porém, quebrando-se a receita nos seus dois componentes que se multiplicam, quantidade de produtos ou serviços e preço unitário, é possível identificar com maior clareza como as fusões e aquisições podem gerar um aumento de receitas sinérgico do ponto de vista operacional.

Entretanto, os autores destacam outros fatores que têm uma característica operacional, entre eles complementaridade do composto de produtos, o aperfeiçoamento da rede de distribuição e a melhor exploração mercadológica das marcas. Os dois fatores que podem contribuir para as chamadas vendas casadas, e que, portanto, se converteriam numa maior penetração de mercado, elevando a quantidade vendida de produtos ou

serviços combinada para níveis superiores à soma das quantidades das empresas separadas. As sinergias mercadológicas, em especial a exploração da marca, seja a marca adquirente sobre a adquirida ou vice-versa, além de um potencial efeito de maior penetração, também pode ser usada para um reposicionamento dos produtos e serviços e, conseqüentemente, a oportunidade de se aplicarem preços médios superiores.

Já as sinergias de redução de custos e despesas podem ser decorrentes de quatro principais fatores, de acordo com Matias e Pasin (2001) e Martelanc, Pasin e Pereira (2010): economias de escala, economias de integração vertical, utilização de recursos complementares e transferência de tecnologia entre as empresas.

O conceito de economias de escala, já discutido anteriormente com base nas definições de Pindyck e Rubinfeld (2005), pode ser traduzido para a realidade das empresas de diversas formas. A diluição de custos e despesas pode se dar principalmente de duas formas, como se pode depreender de Martelanc, Pasin e Pereira (2010). Em primeiro lugar, através redução da proporção de custos fixos sobre a receita, especialmente despesas relativas a serviços centralizados dentro da empresa, como as despesas administrativas, despesas de marketing e comerciais (exceto comissões de vendedores, normalmente variáveis), despesas de pesquisa e desenvolvimento, entre outras. Em segundo lugar, através da redução de custos variáveis pela possibilidade de melhores condições comerciais com fornecedores pela maior escala, especialmente melhores preços (descontos) e prazos (que, por sua vez, impactam na necessidade e no custo de capital de giro).

As economias de integração vertical, como o próprio nome explica, são provenientes das fusões e aquisições verticais. Os autores esclarecem que custos de transação podem ser reduzidos quando as estruturas das duas empresas que pertencem à mesma cadeia produtiva são combinadas,

deixando de haver a anterior relação de fornecimento externo, com suas respectivas áreas de compras, vendas, entrega e correlatas.

A utilização de recursos complementares, segundo os mesmos autores, é uma fonte de sinergias uma vez que impacta na produtividade da empresa combinada através da sua capacidade de explorar e aplicar os recursos e competências em que a adquirente se destaca na adquirida e vice-versa. Um exemplo é a capacidade de a empresa combinada montar uma equipe de administração de alto desempenho, selecionando as melhores pessoas de cada empresa. Finalmente, também de acordo com Martelanc, Pasin e Pereira (2010), a transferência de tecnologias entre empresas é mais uma fonte de sinergia de redução de custo pelo mesmo motivo que a utilização de recursos complementares, que é o aumento da eficiência quando aplicada a tecnologia de uma empresa que seja mais avançada no processo produtivo da outra empresa.

Quando se tratam dos benefícios fiscais, Devos, Kadapakkam e Krishnamurthy (2009) explicam que relevantes sinergias podem ser criadas a partir da redução dos tributos pagos pelas empresas a partir de vantagens criadas a partir da combinação das empresas. Hayn¹⁹ (1989 apud DEVOS; KADAPAKKAM; KRISHNAMURTHY, 2009) aponta três principais fontes de sinergias tributárias: utilização de prejuízos fiscais acumulados de uma empresa na outra, aproveitamento de créditos fiscais não utilizados de uma empresa na outra e possibilidade de se aplicar alguma taxa de depreciação contábil mais acelerada, o que reduz a base de cálculo dos tributos que incidem sobre o lucro.

Apesar da existência de diversas fontes de ganhos sinérgicos, todas elas relevantes, é válido sublinhar que nem sempre elas são aplicáveis a toda e qualquer transação. A sua aplicabilidade depende não apenas do tipo de

¹⁹ HAYN, C. Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions. **Journal of Financial Economics**, 23:121–53. 1989.

transação (horizontal, vertical e de conglomerado), mas também de questões mais específicas, como a natureza e a estrutura do setor e da indústria no qual ela ocorre, assim como características do mercado geográfico, inclusive de seus pontos regulatórios, como, por exemplo, a regulamentação antitruste e as leis e normas que regem as questões tributárias. De acordo com o complexo arranjo deste grande número de variáveis, o potencial de sinergias pode variar muito, podendo ser inexistente, ou até mesmo negativo, como explanam Matias e Pasin (2001) e Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004).

Matias e Pasin (2001) ressaltam a importância de como ocorre o próprio processo de integração para a captura do valor potencial das sinergias.

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. (MATIAS; PASIN, 2001, p. 8).

Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004) também estudaram os impactos negativos gerados por fusões e aquisições, não apenas na perspectiva das empresas, mas também dos indivíduos envolvidos. Do lado das empresas, os autores citam motivos como perda de visão estratégica e de espírito de equipe, além de eventuais crises de comunicação e até mesmo a deterioração do clima organizacional. Já do lado dos indivíduos, são apontados diversos fatores que, em última instância, colocam em risco a produtividade e o comprometimento dos empregados para com a empresa, ou seja, impactos também negativos a esta, ainda que indiretamente.

Para lidarem com os possíveis impactos negativos do processo de integração, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) citam seis principais desafios que precisam ser vencidos pela empresa: (i) continuidade normal das atividades; (ii) integração das culturas organizacionais; (iii) adesão dos empregados aos novos programas e retenção dos executivos mais

importantes; (iv) manutenção da concentração dos empregados nas suas responsabilidades do dia-a-dia; (v) prestação de informações aos empregados sobre as mudanças que virão a ocorrer e (vi) integração das políticas de remuneração das empresas.

Enfim, independentemente dos estudos favoráveis ou contrários aos benefícios gerados pelas fusões e aquisições, o fato é que este fenômeno está cada vez mais presente no mundo dos negócios em âmbito global. O Brasil, em particular, tem apresentado uma tendência de crescimento no número de transações, conforme estudo realizado pela KPMG (2012):

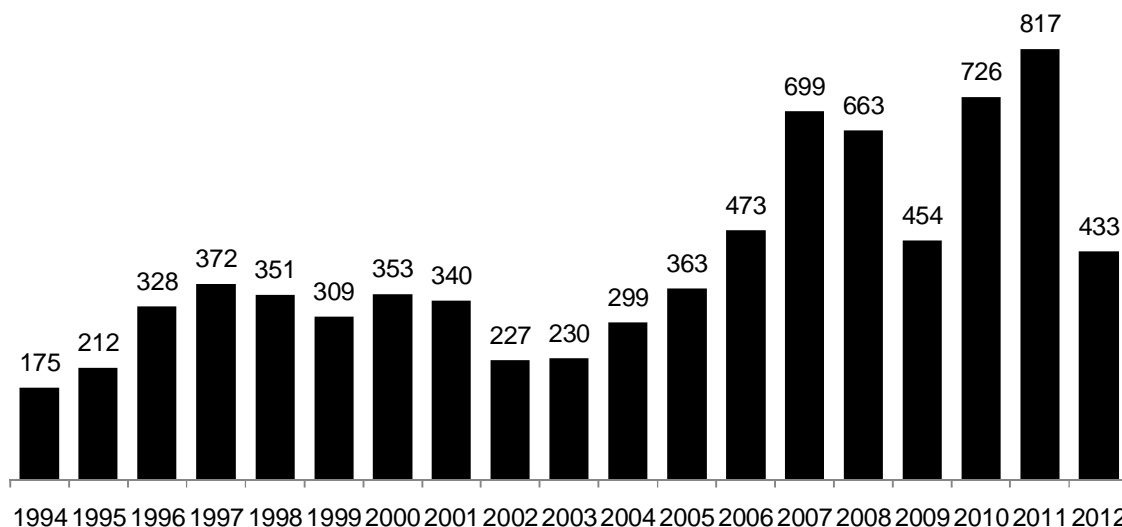


Gráfico 1 – Evolução do número de processos de fusões e aquisições no Brasil.

Fonte: adaptado de KPMG, 2012, p. 19.

Nota: o valor de 2012 se refere somente ao primeiro semestre do ano.

Este significativo número de transações, muitas delas realizadas por grandes e experientes empresas, não deixa de ser, de certa forma, um indício de que algum valor é de fato gerado pelas fusões e aquisições e que cada vez mais as empresas têm cogitado e optado por essa alternativa no planejamento de suas estratégias de crescimento.

3. Evolução do setor de educação superior privado no Brasil

A educação privada, isto é, a possibilidade de exploração da educação como um negócio é, por si só, um tema bastante polêmico no mundo acadêmico. Como explicam Amaral e Magalhães (2000), a educação é tema de interesse que uma grande quantidade e diversidade de *stakeholders*²⁰, dentre os quais podem se destacar os alunos, a sociedade civil, o estado, os professores, os gestores e os demais funcionários ou empregados das instituições de ensino. No caso da educação privada, adiciona-se o mercado, na figura dos investidores privados, à lista de partes interessadas.

Fried e Hill (2009) constatam que a educação superior é um bem intangível e com características muito peculiares em relação ao papel do *stakeholder* aluno, que assume diversos papéis nesta atividade.

Primeiramente, o consumidor (aluno) é o a matéria-prima primária no processo. A qualidade do produto finalizado (aluno graduado) é bastante influenciada pela qualidade da matéria-prima (aluno matriculado). O aluno também é um trabalhador vital no processo. Logo, ao contrário da maioria dos bens, na educação superior o montante de valor criado no processo produtivo é altamente direcionado pelos esforços do consumidor. (FRIED; HILL, 2009, p. 37, tradução nossa).

A educação é enxergada por muitos como um bem de natureza pública e até mesmo um direito universal, como esclarece Silva (2004). O autor explica que a Declaração Universal dos Direitos Humanos, adotada pela Assembleia Geral da Organização das Nações Unidas em 1948, defendia o acesso universal à educação, destacando que ela deveria ser gratuita, ao menos no nível fundamental.

Esse entendimento é compartilhado por diversos autores e amplamente abordado pela academia, uma vez que esta é diretamente afetada por este assunto. Vários autores brasileiros, como Silva Jr. e Sguissardi (2005) e

²⁰ Partes interessadas, tradução nossa.

Sguissardi (2008), e estrangeiros, como Levidow (2002) e Ball (2004), são partidários da visão de que a educação é um bem público, em cima do qual o mercado talvez não devesse atuar, e explicitam suas ideologias em suas produções acadêmicas, algumas vezes ignorando ou descaracterizando eventuais benefícios que o setor privado possa apresentar para a universalização da educação, especialmente em países onde a atuação pública é deficitária. Por outro lado, outros autores, como Marginson (2004) e Cellini (2012), reconhecem o fenômeno da educação privada com fins lucrativos e buscam fazer um balanço das vantagens e desvantagens desse modelo, inclusive analisando-o sob a perspectiva econômica e de geração de valor à sociedade.

Independentemente da forte carga ideológica encontrada numa parcela significativa da literatura acadêmica sobre a educação privada, em particular no ensino superior, o presente trabalho visa lidar com fatos. O primeiro fato é que a educação privada existe. Segundo Fried e Hill (2009), a venda de conhecimento remonta à Grécia antiga e também foi notável nos tempos do renascimento cultural na Europa. Como mostram Amaral e Magalhães (2000), a educação superior privada com fins lucrativos também teve importância histórica em países como os Estados Unidos e avançou com vigor na Europa nas últimas décadas. No Brasil, como mostra Sguissardi (2008), igualmente é um modelo vigente, complementando a educação pública.

O segundo fato é que a educação superior privada com fins lucrativos é um fenômeno em expansão no mundo. De acordo com Fried e Hill (2009), a reautorização do Ato de Educação Superior de 1972 foi o grande impulso para o desenvolvimento em escala deste modelo nos Estados Unidos. O crescimento deste modelo é observado também no Brasil com bastante força, como indicam Macedo et al. (2005), baseando-se nas estatísticas setoriais.

Finalmente, o terceiro fato, e principal objeto de estudo deste trabalho, é que uma parte relevante do crescimento das empresas de educação superior

privada no Brasil nos últimos anos tem se dado através de sucessivos processos e transações de fusões e aquisições, indicando uma tendência de consolidação no setor.

Primeiramente, em relação ao fato de que a educação privada existe, Macedo et al. (2005) explicam detalhadamente a evolução do setor de educação superior no Brasil, inclusive o contexto legal e regulatório que permitiu o surgimento e o crescimento do modelo privado com fins lucrativos. Os autores relatam que o modelo proposto pela Lei de Diretrizes e Bases de 1968, peça da reforma educacional que ocorreu naquele ano, instituía que o ensino superior e a pesquisa acadêmica deveriam ser indissociáveis, fazendo com que ocorrem basicamente no âmbito das universidades e, apenas excepcionalmente, em estabelecimentos isolados, como os que pertencessem ao direito privado.

Porém, de acordo com os autores, este modelo único de organização não se mostrou bem sucedido, e, ao longo dos anos 1970, normas e regulamentos permitiram a sua flexibilização.

Muitas instituições não-universitárias, em sua imensa maioria privadas, foram criadas nesse período para atender a uma demanda crescente por educação superior que se verificara impossível de ser atendida pela universidade, pública ou privada, cuja expansão era limitada pelos altos custos acarretados pelo princípio da indissociabilidade ensino-pesquisa e pela dificuldade de manter em níveis adequados o investimento requerido pelo sistema público. (MACEDO et al., 2005, p. 130).

Em 1988, a Constituição Federal veio a garantir definitivamente a participação da iniciativa privada na oferta de serviços de educação. Conforme o Artigo 209 da Constituição Federal de 1988:

Art. 209. O ensino é livre à iniciativa privada, atendidas as seguintes condições: I - cumprimento das normas gerais da educação nacional; II - autorização e avaliação de qualidade pelo Poder Público. (BRASIL, 1988).

Finalmente, como indica Carvalho (2006), em 1996 foi promulgada a Lei nº 9.394/96, a chamada Lei de Diretrizes e Bases (LDB) da educação nacional, que, entre outras questões, regulamentava a educação superior privada no Brasil. De acordo com a autora, esta lei “[...] combinava a coexistência entre instituições públicas e privadas de ensino e a manutenção da gratuidade do ensino público em estabelecimentos oficiais.” (CARVALHO, 2006 , p. 4). Macedo et al. (2005) complementam, afirmando que a Lei de Diretrizes e Bases de 1996 promoveu uma ampla diversificação da educação superior no país, ao prever, além das tradicionais universidades, outros tipos de instituições nas quais poderia ocorrer o ensino superior, como institutos superiores de educação, universidades especializadas e centros universitários, além de novas modalidades de cursos e programas. Com isso, estava fundamentada e regulamentada a possibilidade de se explorar a educação superior com fins lucrativos pela iniciativa privada.

O que se observou, desde então, portanto, foi que o número de instituições de educação superior privadas apresentou uma grande expansão, o segundo fato com o qual este trabalho lida, conforme apresentado anteriormente. Em 2010, segundo o INEP²¹ (2012), havia registradas 2.100 instituições deste tipo no Brasil, aproximadamente 74% a mais do que o número observado no início da década, de 1.208 em 2001. As instituições públicas, por outro lado, somavam apenas 278 em 2010, menos de 12% do número total de instituições de ensino superior no país.

Outro fenômeno observado foi que a participação da iniciativa privada na oferta de vagas educação superior no Brasil, que já vinha aumentando desde as mudanças regulatórias da década de 1970, apresentou uma franca e contínua expansão desde a Lei de Diretrizes e Bases de 1996. Conforme o INEP (2012), no ano de 2010 as instituições de ensino superior privadas

²¹ Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira, ligado ao Ministério da Educação.

correspondiam a aproximadamente três quartos do total de matrículas realizadas no país.

Ano	Estabelecimentos públicos		Estabelecimentos privados		Total
	Quantidade (milhares)	% do total	Quantidade (milhares)	% do total	Quantidade (milhares)
1965	182,7	56,2%	142,4	43,8%	325,1
1970	210,6	49,5%	214,9	50,5%	425,5
1980	492,2	35,7%	885,1	64,3%	1.377,3
1990	578,6	37,6%	961,5	62,4%	1.540,1
1995	700,5	39,8%	1.059,2	60,2%	1.759,7
2000	887,0	32,9%	1.807,2	67,1%	2.694,2
2001	944,6	31,1%	2.091,5	68,9%	3.036,1
2002	1.086,0	30,8%	2.434,7	69,2%	3.520,7
2003	1.176,2	29,9%	2.760,8	70,1%	3.937,0
2004	1.214,3	28,8%	3.009,0	71,2%	4.223,3
2005	1.246,7	27,3%	3.321,1	72,7%	4.567,8
2006	1.251,4	25,6%	3.632,5	74,4%	4.883,9
2007	1.335,2	25,4%	3.915,0	74,6%	5.250,2
2008	1.553,0	26,7%	4.255,1	73,3%	5.808,1
2009	1.523,9	25,6%	4.430,2	74,4%	5.954,0
2010	1.643,3	25,8%	4.736,0	74,2%	6.379,3
Crescimento médio anual (1965-1995)	4,6%	-	6,9%	-	5,8%
Crescimento médio anual (1995-2010)	5,8%	-	10,5%	-	9,0%

Tabela 2 – Evolução do número de matrículas em estabelecimentos públicos e privados de ensino superior no Brasil.

Fonte: adaptado de INEP, 2012, p. 40; Durham, 2005, p. 199.

A tabela anterior, que apresenta a evolução histórica da participação da iniciativa privada na oferta de matrículas no ensino superior brasileiro, demonstra que o crescimento médio no número de matrículas no ensino superior privado foi acelerado a partir de 1995, ano anterior à LDB. No

período entre 1995 e 2010, a taxa média de crescimento no número de matrículas em estabelecimentos privados foi de expressivos 10,5% ao ano, consideravelmente superior à taxa de 5,8% ao ano apresentada pelos estabelecimentos públicos.

Outra estatística do INEP (2012) que revela os efeitos da LDB de 1996 no ensino superior brasileiro diz respeito à distribuição das matrículas de graduação por tipo de organização acadêmica. As universidades, que em 2001 representavam 64,6% das matrículas, perderam mais de 10 pontos percentuais durante a década conseguinte, participação que foi, em grande parte, absorvida pelas faculdades e pelos centros universitários.

Ano	Universidades	Faculdades	Centros universitários	IFs e Cefets
2001	64,6%	23,6%	11,1%	0,7%
2002	62,1%	24,8%	12,3%	0,8%
2003	58,9%	27,4%	12,8%	0,9%
2004	57,3%	27,3%	14,6%	0,8%
2005	56,1%	28,4%	14,9%	0,6%
2006	54,2%	30,0%	15,2%	0,6%
2007	55,8%	30,1%	13,4%	0,7%
2008	56,3%	29,9%	13,0%	0,8%
2009	55,5%	30,0%	13,4%	1,1%
2010	54,3%	31,2%	13,1%	1,4%

Tabela 3 – Evolução da participação percentual de matrículas de graduação por organização acadêmica no Brasil.

Fonte: adaptado de INEP, 2012, p. 33.

Nota: Foram consideradas em faculdades: faculdades, faculdades integradas, institutos ou escolas superiores, faculdades de tecnologia. IFs referem-se aos institutos federais de educação, ciência e tecnologia e Cefets referem-se aos centros federais de educação tecnológica.

Adicionalmente, outra importante mudança estrutural no ensino superior brasileiro é o surgimento da modalidade de ensino à distância, com o advento

das tecnologias que permitiram a sua disseminação em larga escala. Otranto (2006) ressalta que, na visão do governo federal, a consolidação do modelo de ensino à distância seria essencial para o aumento maciço do número de vagas no curto e no médio prazo, uma vez que mesmo com a ampliação dos montantes de recursos destinados à educação superior, não seria possível crescer de maneira consistente e rápida com a oferta de vagas no ensino presencial. De fato, em 2010 o ensino à distância foi responsável por quase um milhão de matrículas, frente a pouco mais de cinco mil no início da década.

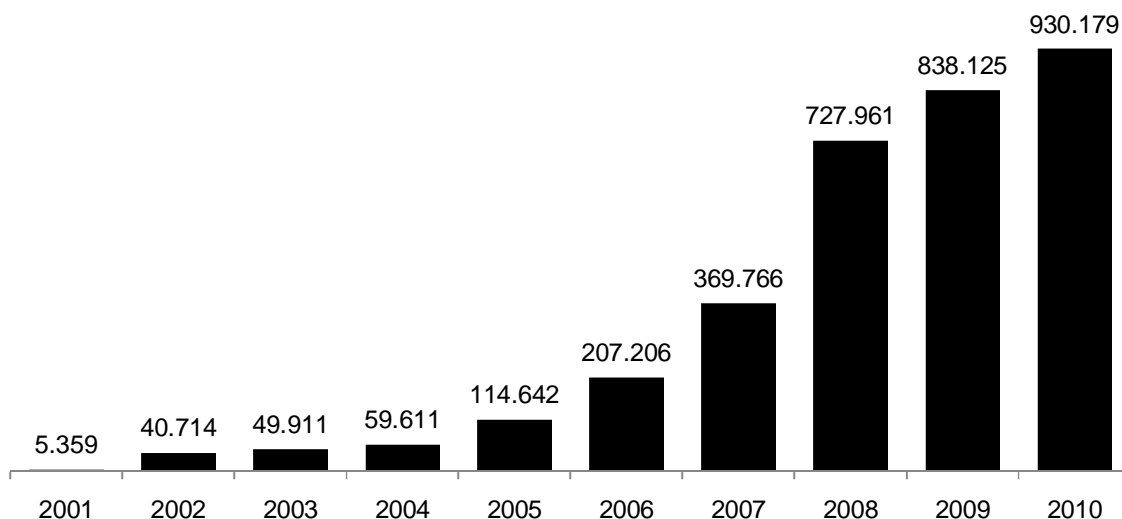


Gráfico 2 – Evolução do número de matrículas em cursos de ensino à distância reconhecidos pelo Ministério da Educação.
Fonte: adaptado de INEP, 2012, p. 42.

Pode-se afirmar que um dos fatores por trás do forte crescimento da educação superior privada no Brasil é a conjuntura econômica favorável nos últimos anos. De acordo com o Ministério da Fazenda (2012), o país tem apresentado uma combinação muito favorável para o crescimento do consumo de bens e serviços domésticos. Dentro desta combinação estão incluídos o crescimento do PIB, o crescimento da renda per capita, a queda do desemprego e a ampliação da oferta de crédito. Um outro fenômeno de caráter econômico destacado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e

Estatística, IBGE (2012), é que o crescimento da renda tem sido ainda maior nas classes sociais com rendimento mais baixo.

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) 2011 mostra que, de 2009 para 2011, o rendimento médio mensal real de todos os trabalhos das pessoas de 10 anos ou mais de idade, ocupadas e com rendimento, cresceu 8,3%. Na divisão por faixas de rendimento, o maior aumento nos rendimentos de trabalho (29,2%) foi observado nos 10% com rendimentos mais baixos. De modo geral, houve redução no crescimento do rendimento conforme seu valor aumentava. (IBGE, 2012).

Como ressalta o IBGE (2012), o impacto direto destas taxas diferenciadas de crescimento de renda é a diminuição da desigualdade social, medida através do índice de Gini, que caiu de 0,518 em 2009 para 0,501 em 2011. Do ponto de vista das instituições de ensino superior privadas, este crescimento acelerado da renda das classes sociais com rendimento mais baixo pode ser entendido como um importante fator de expansão da demanda, uma vez que estas camadas estiveram tradicionalmente privadas do acesso ao ensino superior.

De acordo com Sécca e Leal (2009), uma parcela expressiva do crescimento acelerado do ensino superior privado no Brasil também tem se devido a incentivos do governo federal. Dentre os incentivos, podem-se destacar, segundo os autores, dois programas principais: o Programa Universidade para Todos (Prouni) e o Financiamento Estudantil (FIES).

Sécca e Leal (2009) esclarecem que o Prouni é um programa criado em 2004 pelo governo federal, através do Ministério da Educação, cujo objetivo é a concessão de bolsas de estudo, integrais ou parciais, para alunos de baixa renda ou provenientes de instituições públicas de ensino fundamental cursarem o ensino superior em instituições de ensino privadas, dada a deficitária oferta de vagas nos estabelecimentos públicos.

A Lei nº 11.096/2005 (BRASIL, 2005), que faz alterações na Lei nº 10.891/2004 sobre a qual se criou o Prouni, elucida o funcionamento do

programa. Segundo a lei, instituições de ensino superior privadas podem aderir ao Prouni, a fim de obterem isenções fiscais referentes aos quatro principais tributos federais aos quais estão sujeitas.

Art. 8º. A instituição que aderir ao Prouni ficará isenta dos seguintes impostos e contribuições no período de vigência do termo de adesão: I - Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas; II - Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, instituída pela Lei nº 7.689, de 15 de dezembro de 1988; III - Contribuição Social para Financiamento da Seguridade Social, instituída pela Lei Complementar nº 70, de 30 de dezembro de 1991; e IV - Contribuição para o Programa de Integração Social, instituída pela Lei Complementar nº 7, de 7 de setembro de 1970. (BRASIL, 2005).

Inicialmente, como explica Ciegliniski (2011), a contrapartida da isenção fiscal dada às instituições de ensino superior privadas era a oferta total de vagas ao programa, com base no escalonamento proposto na lei. Contudo, após o questionamento deste mecanismo pelo Tribunal de Contas da União, uma vez que uma parte das vagas ofertadas permanecia ociosa, a legislação foi alterada em 2011, de forma a vincular a concessão do incentivo fiscal ao preenchimento de vagas do Prouni, não apenas à oferta.

Ainda assim, o Prouni é um programa que gera uma demanda expressiva de vagas no ensino superior privado. De acordo com o Sistema Prouni (2012), já foram oferecidas mais de 1,6 milhão de vagas em estabelecimentos privados para alunos habilitados a participar do programa desde 2005. Na perspectiva desses estabelecimentos, segundo Carvalho (2006), o Prouni é bastante benéfico, não apenas porque gera significativas economias na carga tributária, mas também porque permite a ocupação de vagas ociosas com uma demanda que não existiria na ausência do programa.

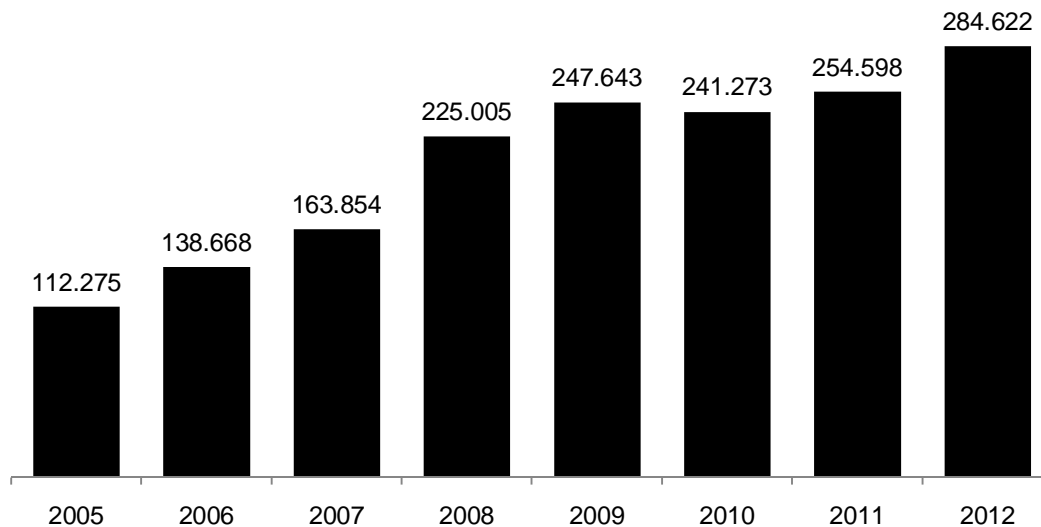


Gráfico 3 – Evolução das vagas ofertadas através do Prouni.
Fonte: Sistema Prouni, 2012, p. 1.

O Financiamento Estudantil (FIES), o outro programa federal que ajudou a alavancar o crescimento da educação superior privada no Brasil nos últimos anos, conforme Sécca e Leal (2009), criado através da Caixa Econômica Federal em 1999. Segundo a Caixa Econômica Federal (2012), este programa objetiva o financiamento, com custo e condições atrativos, do ensino superior a alunos matriculados em instituições privadas cadastradas no programa e bem avaliadas pelos critérios do Ministério da Educação e que não apresentem condições financeiras suficientes para o pagamento de seus cursos, incluindo aqueles que tenham recebido bolsas parciais do Prouni. De acordo com a própria Caixa Econômica Federal (2012), mais de 560 mil alunos já foram beneficiados pelo programa, com mais de R\$ 6 bilhões já aplicados.

Apesar da grande receptividade destes programas por parte dos alunos e das empresas de educação, autoras como Carvalho (2006) e Otranto (2006), são bastante críticas aos subsídios dados pela esfera pública à privada na educação superior, especialmente no tocante da qualidade do ensino provido nos estabelecimentos privados, o que parece ser cabível, mas desprezando a capacidade de oferta e de gestão que a iniciativa pública teria

para um número compatível de vagas criadas pela iniciativa. Como apontado por Máximo (2012), também existem argumentos contrários ao Prouni devido à renúncia fiscal gerada pelo programa, que deverá superar a casa dos R\$ 700 milhões em 2012. O autor menciona a opinião do professor Rezende Pinto, que afirma que o valor renunciado seria mais bem empregado se investido na expansão pública. Contudo, o professor ignora o fato de que a maioria destes recursos não seriam recolhidos na ausência do programa, uma vez que essa demanda não existiria, ao menos nas proporções em que existiu.

O que a OECD (2012) revela é que, na verdade, os subsídios do governo brasileiro ao setor de educação superior privado ainda são pouco representativos em termos comparativos. Com base em dados de 2008, a OECD (2012) mostra que estes subsídios representaram somente 9,5% dos gastos públicos com educação, frente à média de 21,0% observada nos países da OECD. Em países como o Chile e o Reino Unido, este percentual chega a 55,6% e 53,3%, respectivamente. Em termos de percentual o produto interno bruto (PIB), o Brasil gastou apenas 0,08% em subsídios à educação superior privada, enquanto a média dos países da OECD foi de 0,28%, 3,5 vezes superior.

Ainda que todos estes números relativos à educação superior no Brasil apontem ao forte crescimento verificado nos últimos anos, é válido destacar que ainda há um espaço muito grande para o crescimento deste setor. Segundo o INEP (2012), a taxa de escolarização líquida²² no Brasil em 2009 foi de 14,4%, ou seja, apenas um a cada sete habitantes com idade adequada para o nível superior está de fato matriculado, um nível baixo comparado não apenas a países desenvolvidos, mas também muitos a outros países emergentes. Um estudo realizado pela Organização para a Cooperação e

²² Segundo o INEP (2012), “[...] taxa de escolarização líquida [...] identifica o percentual da população matriculada em determinado nível de ensino na faixa etária teoricamente adequada em relação à população na faixa etária teoricamente adequada ao mesmo nível de ensino”. (INEP, 2012, p. 35).

Desenvolvimento Econômico²³, OECD (2011), mostra que, em 2009, apenas 11,6% da população brasileira entre 25 e 34 anos de idade tinha concluído o ensino superior. Este nível é inferior a todos os países da OECD. Incluindo os países do G20²⁴ que não fazem parte da OECD e que possuem estatísticas disponíveis, o Brasil só está acima da China neste critério.

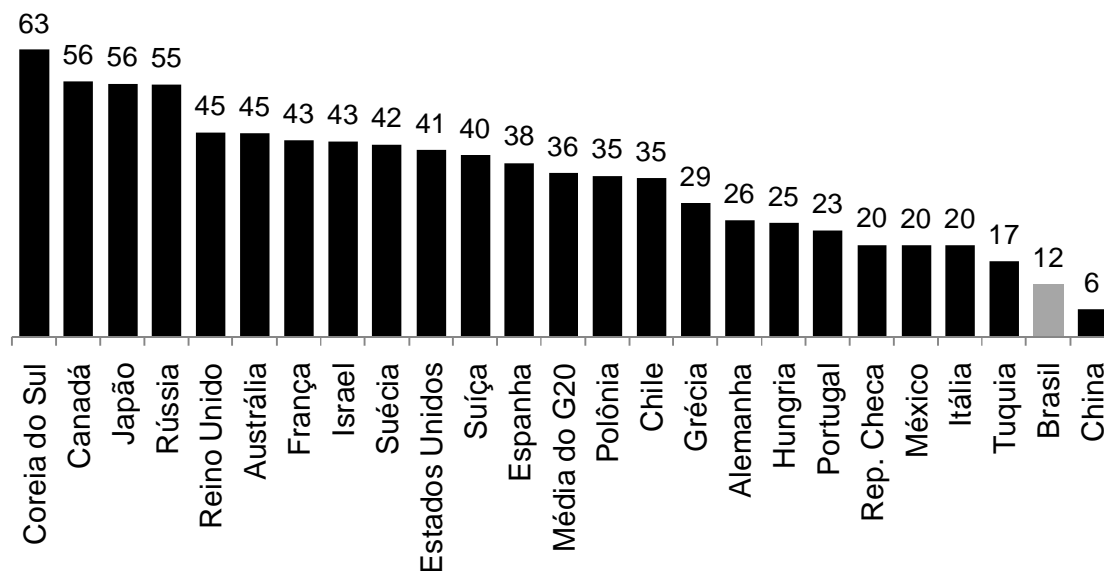


Gráfico 4 – Comparação do percentual da população na faixa de 25 a 34 anos com ensino superior concluído em países selecionados em 2009 (%).

Fonte: adaptado de OECD, 2011, p. 13.

Assim, como resultado do acelerado crescimento observado nos últimos anos e do ainda muito expressivo potencial de crescimento para o futuro, uma consequência tem sido não apenas o crescimento do setor de educação superior privado em número de instituições, conforme mostrado pelo INEP (2012), já mencionado, mas também um processo consolidador, com o fortalecimento de algumas empresas de educação através de sucessivas transações de fusões e aquisições, o terceiro fato abordado por este trabalho, como explicado anteriormente.

²³ Grupo composto por 34 países, na sua maioria considerados desenvolvidos.

²⁴ Grupo composto pelas 19 maiores economias do mundo e pela União Europeia.

Um estudo realizado pela KPMG (2012) aponta o significativo número de transações que tem ocorrido especificamente no setor de educação nos últimos anos. Até 2007, este setor era incluído nos estudos desta consultoria na categoria 'outros', mas devido ao grande número de transações que aconteceram a partir de 2008, a categoria 'educação' passou a ser analisada de forma isolada.

Naquele ano, foram mapeadas 53 transações relevantes pela KPMG (2012), que corresponderam a 8% do total de transações mapeadas. Em 2009, houve uma queda neste número, podendo ser resultado dos efeitos da crise financeira observados naquele ano, com retração generalizada do investimento dos setores privados, quando foram detectadas apenas 12 transações. Em 2010, 20 transações foram mapeadas e, em 2011, 27. Finalmente, apenas no primeiro semestre de 2012, foram identificadas oito transações. O número, apesar de menor que o observado em anos anteriores, não revela o montante médio transacionado neste ano, que foi bastante superior.

A caracterização e a compreensão deste fenômeno, o crescimento de empresas de educação superior através da estratégia de fusões e aquisições, é objeto de estudo dos próximos capítulos deste trabalho.

4. Metodologia

Este trabalho visa gerar maior entendimento sobre o fenômeno de crescimento das empresas do setor de educação superior privado brasileiro através de fusões e aquisições. A pergunta que o trabalho se empenha para responder é, afinal, por que fusões e aquisições têm sido um dos principais pilares das estratégias de crescimento dos grandes grupos privados de educação superior no Brasil?

Com base na literatura acadêmica que aborda o tema de fusões e aquisições, apresentada anteriormente, as motivações para a escolha desta estratégia podem seguir duas lógicas: a de maximização do valor ao acionista, uma lógica econômica, e a de maximização da utilidade dos executivos, uma lógica gerencial.

Ainda que todos os motivos da lógica gerencial já apresentados possam fazer sentido, a premissa adotada é que, devido ao grande número de empresas de grande porte e de capital aberto envolvidas nestes processos, muitas delas contando com sólidos mecanismos de governança corporativa e reportando aos seus acionistas e ao mercado de maneira considerada transparente, as motivações gerenciais perdem uma parcela considerável de força para justificarem as milhares de transações de fusões e aquisições que acontecem no mundo anualmente, centenas delas apenas no Brasil. Pesquisas como as de Berkovitch e Narayanan (1993) e Seth, Song e Pettit (2000) mostram indícios favoráveis a esta premissa, tanto no caso de fusões e aquisições domésticas, como apresentadas pelos primeiros, como no caso de transações internacionais, como apresentadas pelos últimos.

Logo, se a lógica econômica pode ser considerada dominante, faz-se necessário entender como ela se aplica especificamente aos casos de fusões e aquisições no setor de educação superior privado no Brasil. Conforme

explicado na revisão da literatura realizada anteriormente, o alicerce da lógica de maximização de valor aos acionistas no caso das fusões e aquisições é a criação de valor através da exploração de sinergias.

A hipótese levantada é que existem sinergias a serem geradas através das fusões e aquisições no setor de educação superior privado, bem como que estas sinergias têm se transformado em ganhos econômicos para os acionistas das empresas adquirentes.

Este trabalho se propõe justamente a identificar as principais sinergias que podem existir nas numerosas transações que têm ocorrido nos últimos anos envolvendo as maiores empresas de educação superior do Brasil. Adicionalmente, com base no desempenho financeiro apresentado pelas empresas adquirentes selecionadas, o trabalho também visa discutir se as sinergias identificadas têm se traduzido de forma consistente em geração de valor aos acionistas destas empresas.

A pesquisa por outros trabalhos que abordassem o tema das fusões e aquisições revelou que a grande maioria deles se dedica à investigação do que muitos chamam de 'sucesso da estratégia de fusões e aquisições', isto é, a conversão desta estratégia em valor adicionado aos acionistas. Contudo, na pesquisa realizada, não foi encontrado nenhum trabalho que discutisse as causas específicas das fusões e aquisições em termos de sinergias particulares de uma empresa, indústria ou setor.

A maioria dos trabalhos encontrados que tratam de fusões e aquisições, como os de Amit, Livnat e Zarowin (1989), Flugt (2009) e Krishnam, Krishnam e Lefanowicz (2009), entre muitos outros, focam em verificar o sucesso, não as motivações das fusões e aquisições, se dedicando à análise dos efeitos das transações na valorização do preço das ações de empresas adquirentes de capital aberto. A variável chave trabalhada por estes autores são os

chamados retornos anormais acumulados²⁵, que buscam encontrar a correlação entre a ocorrência de uma transação de fusão ou aquisição e uma variação positiva acima das condições normais de mercado no preço das ações da empresa adquirente. Este método, apesar de amplamente utilizado, não pode ser aplicado de modo eficaz ao problema levantado pelo presente trabalho, pois existem limitações expressivas.

A primeira limitação é do próprio método, como destacam Berkovitch e Narayanan (1993). O método exige a definição de um período anterior e posterior à ocorrência da transação, o que acaba sendo arbitrário em praticamente todos os casos pesquisados, muitas vezes incapaz de captar impactos que só seriam enxergados após o processo de integração das empresas, muitas vezes consideravelmente longo. A segunda limitação, também destacada pelos autores, é que o preço das ações é uma variável afetada por uma infinidade de fatores além da transação em si, sendo impossível isolar, portanto, o efeito da ocorrência da transação em sua variabilidade. A terceira limitação está relacionada com o efeito de sinalização, ou da informação, como descrita por Camargos e Barbosa (2009), em que a variação do preço da ação seria apenas uma resposta a um sinal emitido pela empresa ao mercado com a transação, positiva ou negativa, mas não a verdadeira tradução de um potencial sinérgico. A quarta limitação diz respeito ao fato de que os trabalhos que usam a métrica dos retornos anormais acumulados estudam empresas que tenham feito uma aquisição pontual e expressiva, enquanto as empresas a serem analisadas pelo presente trabalho fizeram diversas aquisições num curto espaço de tempo, o que praticamente impossibilita a análise dos impactos de uma única transação de maneira isolada, podendo os resultados de uma transação contaminar os resultados de outra. Finalmente, a quinta limitação é a própria quantidade de empresas do mercado analisado, no caso apenas três empresas, o que não

²⁵ *Cumulative abnormal returns*, medida utilizada para mensurar retornos em preços de ações diferentes daqueles esperados, com base nos índices de mercado, por um determinado período acumulado.

constitui uma amostra significativa para uma abordagem primordialmente estatística como a dos retornos anormais acumulados.

Frente a todas as limitações do método mais amplamente utilizado na literatura de fusões e aquisições, o presente trabalho propõe uma metodologia composta de duas etapas, a fim de testar os dois componentes presentes na hipótese levantada, (i) a existência de sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior privado e (ii) a tradução destas eventuais sinergias em valor ao acionista, separadamente.

Primeiramente, para identificar se de fato existem sinergias nas fusões e aquisições no setor de educação superior, fez-se necessário tentar entender como os quatro tipos de sinergias apontados por Martelanc, Pasin e Pereira (2010) (aumento de receitas, redução de custos e despesas, benefícios fiscais e redução dos custos de capital) se aplicariam especificamente ao setor. Para tanto, foram analisadas as diferentes linhas dos demonstrativos financeiros das empresas de educação superior de capital aberto, a fim de se compreender quais eram os direcionadores de valor mais relevantes da indústria. Para complementar a análise na questão dos custos, demonstrados de maneira agregada nos demonstrativos de resultados, foram utilizados documentos que revelaram os principais componentes da estrutura de custos e despesas destas empresas: (i) a apresentação de resultados do segundo trimestre de 2012 da Estácio (2012a), (ii) um laudo de avaliação da Estácio preparado pela Apsis (2011), disponível publicamente e (iii) o prospecto definitivo de distribuição de *units*²⁶ da Anhanguera (2007).

Com base na melhor compreensão dos direcionadores de valor do setor, preparou-se um questionário que traduzisse todas as principais potenciais sinergias específicas, dos quatro diferentes tipos, a serem enviados e respondidos pelas três empresas selecionadas que são estudadas no

²⁶ Certificados de depósitos de ações, compostos, no caso da Anhanguera, por uma ação ordinária e seis ações preferenciais, conforme Anhanguera (2007).

presente trabalho: Anhanguera, Estácio e Kroton. O questionário foi enviado às áreas indicadas pela área responsável por relações com investidores de cada empresa: a área de Planejamento e Relação com Investidores da Anhanguera, a área de Fusões e Aquisições da Diretoria de Finanças e Relações com Investidores da Estácio e a área de Inteligência de Mercado da Kroton. O objetivo do questionário foi o de obter, da perspectiva das próprias empresas, quais das potenciais sinergias identificadas de fato ocorrem e quais as mais relevantes.

A área de Inteligência de Mercado da Kroton, por meio de Daniel Narcizo Pereira, afirmou que, segundo as políticas de privacidade da empresa, as perguntas não poderiam ser diretamente respondidas, mas enviou uma apresentação institucional que permitiria a obtenção de algumas respostas. Já a área de Planejamento e Relação com Investidores da Anhanguera, através de Débora Leite Cintra, após confirmar que responderia às questões após o fechamento do terceiro trimestre de 2012, retornou afirmando que não poderia mais contribuir com o estudo. Finalmente, a área de Fusões e Aquisições da Diretoria de Finanças e Relações com Investidores da Estácio, por meio de Marcelo de A. I. Domingues, respondeu o questionário integralmente, o que se mostrou suficiente e bastante adequado para o teste do primeiro componente da hipótese.

Para testar o segundo componente da hipótese, ou seja, a tradução das eventuais sinergias em valor ao acionista, a metodologia proposta se baseia nos trabalhos de Matias e Pasin (2001) e de Carmargos e Barbosa (2005). Estes autores propõem, essencialmente, que a verificação se uma transação foi bem sucedida do ponto de vista de geração de valor ao acionista da empresa adquirente, isto é, se de fato gerou sinergias, seja feita através da análise de indicadores do desempenho econômico-financeiro das empresas selecionadas. De acordo com Matias e Pasin (2001), bem como Meeks (1977), indicadores de rentabilidade são métricas apropriadas para a análise

de sinergias, o que é corroborado pelos quatro tipos de sinergias apresentados por Martelanc, Pasin e Pereira (2010), já que todos os tipos se convertem, de algum modo, numa mudança positiva no nível de rentabilidade.

Observando os demonstrativos financeiros das empresas selecionadas, é possível construir e analisar índices capazes de indicar melhorias que podem ser decorrentes das sinergias das sucessivas transações de fusões e aquisições nas quais estas empresas estiveram envolvidas. Todavia, nem todos os tipos de sinergia podem ser capturados pela análise dos indicadores financeiros. Por exemplo, o simples aumento de receitas pode ser facilmente verificado, mas o componente sinérgico, seja de natureza operacional ou de conluio, decorrente de um aumento desproporcional, maior do que a simples soma das empresas e de suas trajetórias de crescimento, não pode ser observado.

A título de exemplo da aplicação da metodologia de análise de indicadores econômico-financeiros, Matias e Pasin (2001) utilizaram três principais indicadores para analisar os efeitos sinérgicos de fusões e aquisições numa amostra de 22 transações que ocorreram no Brasil entre 1995 e 1997: (i) evolução percentual do custo dos produtos vendidos sobre as receitas líquidas, (ii) evolução percentual das despesas administrativas e gerais sobre as receitas líquidas e (iii) evolução do índice de rentabilidade do patrimônio líquido (ou retorno sobre o patrimônio líquido²⁷).

A análise destes e de outros indicadores financeiros, ainda que também possam ser influenciados por variáveis externas, proporciona indícios concretos de captura de sinergias quando observados em sua evolução, isto é, comparando-se os níveis anteriores da adoção mais consistente da estratégia de crescimento por fusões e aquisições aos níveis mais atuais. Este é o tipo de análise conduzida no capítulo que busca verificar se as

²⁷ Razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido contábil.

eventuais sinergias das fusões e aquisições promovidas pelas empresas de educação superior têm se transformado em criação de valor aos seus acionistas.

5. Empresas analisadas

Como mencionado anteriormente, de acordo com o INEP (2012), o setor de educação superior privado no Brasil é bastante pulverizado, composto por mais de dois mil diferentes estabelecimentos. Em 2010, segundo o INEP (2012), os 2.100 estabelecimentos de ensino superior mantidos pela iniciativa privada atenderam a aproximadamente 4,7 milhões de matrículas, o que representa um número médio de cerca de 2.256 matrículas por estabelecimento. E, de fato, em sua maioria, tratam-se de instituições regionais de pequeno porte, espalhadas pelo extenso território brasileiro.

Número de matrículas	Estabelecimentos públicos	Estabelecimentos privados
Até 1.000	112	1.356
De 1.001 a 2.000	41	303
De 2.001 a 3.000	21	146
De 3.001 a 5.000	18	126
De 5.001 a 7.000	16	44
De 7.001 a 10.000	10	40
Mais de 10.000	60	84
Total	278	2.099

Tabela 4 – Quantidade de instituições de educação superior no Brasil em 2010 segundo a quantidade de matrículas realizadas.

Fonte: adaptado de INEP, 2012, p. 31.

Nota: Dos 2.100 estabelecimentos privados listados no censo de 2010, um deles não foi incluído no cálculo por oferecer somente cursos sequenciais.

Apesar de as instituições com até 1.000 alunos matriculados corresponderem a aproximadamente dois terços do total de instituições de ensino superior privadas, outro número que chama a atenção é a existência de 84 instituições com mais de 10.000 alunos matriculados. Este dado indica que, apesar de continuar sendo um mercado muito pulverizado, há espaço no setor para a existência de empresas de grande porte.

Como consequência desta distribuição do número de instituições de educação superior, que indicam uma fragmentação, bem como entendendo a existência de diversos fatores de diferenciação entre estas empresas (geografia, cursos oferecidos, modalidades de ensino, disciplinas, convênios, avaliação de qualidade, critérios de ingresso, preço da mensalidade, entre outros), é possível afirmar que a estrutura de mercado deste setor é, como definem Pindyck e Rubinfeld (2005), uma concorrência monopólica.

Porém, como indicam as transações de fusões e aquisições do setor, conforme compilado pela KPMG (2012), existe um movimento no sentido de uma maior concentração de mercado nas mãos de empresas que têm consolidado o setor. Dentre estas empresas, destacam-se as três maiores em números de alunos: Anhanguera, Estácio e Kroton. Juntas, de acordo com os relatórios do terceiro trimestre de 2012 da Anhanguera (2012a), Estácio (2012b) e Kroton (2012a), estas três empresas possuem aproximadamente 1,1 milhão de alunos, ou seja, algo estimado em mais de 20% do total de alunos matriculados no ensino superior privado no Brasil em 2012²⁸.

Estas três empresas foram selecionadas para serem estudadas pelo presente trabalho, pois, além do porte expressivo, estas empresas também compartilham da estratégia de crescimento através de fusões e aquisições horizontais, alavancadas todas as três por investidores financeiros (fundos de *private equity*²⁹). Não menos importante também é o fato de se tratarem de empresas de capital aberto e que, portanto, possuem uma quantidade significativa de informações públicas disponíveis, que permitem a realização das análises propostas pela metodologia deste trabalho.

²⁸ O número de alunos matriculados no ensino superior privado de 2012 não havia sido divulgado pelo INEP no momento de elaboração do trabalho. Para se fazer a estimativa, aplicou-se a taxa de crescimento observada em 2010, em relação a 2009, por mais dois anos.

²⁹ Fundos de *private equity* podem ser definidos como investidores financeiros que costumam fazer investimentos em empresas em estágios iniciais ou em fase de expansão.

5.1. Anhanguera Educacional

A Anhanguera Educacional, ou simplesmente Anhanguera, é uma instituição de educação privada fundada em 1994, inicialmente sem fins lucrativos, por um grupo de professores liderados pelos Professores Antônio Carbonari Netto e José Luis Poli, conforme descrito por Anhanguera (2007). Sua primeira unidade foi estabelecida no município de Leme, sob o nome de Faculdades Integradas Anhanguera, no estado de São Paulo, uma cidade cortada pela rodovia Anhanguera, de onde se originou o nome da instituição.

Segundo Anhanguera (2007), a Anhanguera foi convertida em 2003 numa empresa com fins lucrativos e foi criada a Anhanguera Educacional S. A., entidade que comportaria as diferentes instituições do grupo. Naquele ano, a Anhanguera já contava com aproximadamente nove mil alunos, distribuídos em sete unidades no estado de São Paulo. Ainda em 2003, a entidade mantenedora da Universidade Anhembi Morumbi, o ISCP, passou a integrar o quadro de acionistas da Anhanguera Educacional. Em 2005, o Fundo de Educação para o Brasil (FEBR), do Pátria Investimentos, veio a se tornar acionista controlador da Anhanguera, através da permuta das ações do ISCP. Em 2007, por fim, a empresa abriu seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

No prospecto da oferta de 2007, cujo valor líquido da oferta primária foi de R\$ 342 milhões, já se indicava que uma parte considerável destes recursos, 49%, seria empregada em potenciais aquisições. A empresa já esclarecia sua estratégia de crescimento:

Pretendemos utilizar os recursos líquidos provenientes da Oferta principalmente para financiar a expansão do nosso negócio, por meio de: (i) potenciais aquisições, (ii) abertura de novas unidades e (iii) expansão e manutenção das unidades existentes. (ANHANGUERA, 2007, p. 60).

A partir de então, foram realizadas dezenas de aquisições de instituições de educação superior pelo Brasil que somaram à Anhanguera, considerando apenas o total de alunos em seus respectivos anos de aquisição, cerca de 200 mil alunos no ensino superior somente entre os anos de 2007 a 2012, conforme Deutsche Bank (2012), num levantamento não-exaustivo. O valor somado dessas empresas, em seus respectivos anos de aquisição, foi de aproximadamente R\$ 1,2 bilhão.

Instituição adquirida	Estado	Categoria	Data da aquisição	*EV (R\$ milhões)	Alunos (mil)	**EV/ aluno
Unibero	SP	Universidade	fev/07	16,7	2,7	6,1
Fênix Bauru	SP	Faculdade	mar/07	6,5	1,9	3,5
FIZO	SP	Faculdade	abr/07	18,2	4,2	4,4
Atlântico Sul	RS	Faculdade	jul/07	13,1	2,9	4,1
Uniderp	MS	Centro universitário	out/07	206,8	34,1	6,1
UNAES	MS	Centro universitário	out/07	20,0	3,5	5,7
UniA	SP	Universidade	dez/07	99,9	9,8	6,1
FAPLAN	RS	Faculdade	fev/08	10,2	2,5	4,1
FACNET	DF	Faculdade	fev/08	20,4	3,7	5,5
EDUCAR/ INTESC	SC	Faculdade	fev/08	30,0	5,7	5,3
FRIS	SP	Faculdade	mai/08	3,5	N/D	N/D
FAENAC	SP	Faculdade	mai/08	34,0	6,0	5,7
FABRAI	MG	Faculdade	mai/08	10,4	2,0	5,2
CESUR	MT	Faculdade	jul/08	13,7	2,8	4,9
FASERT	SP	Faculdade	jul/08	2,6	0,5	4,8
JK	DF e GO	Faculdade	ago/08	31,3	5,3	5,9
FAST	DF	Faculdade	set/08	5,3	1,0	5,1
FTS	SP	Faculdade	set/08	32,6	5,4	6,0
UNIPLI	RJ	Centro universitário	dez/10	57,0	7,4	7,7
Uirapuru/ Imape	SP	Faculdade	mar/11	5,1	1,5	3,4
CTS	DF	Faculdade	mar/11	2,2	N/D	N/D

Instituição adquirida	Estado	Categoria	Data da aquisição	*EV (R\$ milhões)	Alunos (mil)	**EV/aluno
Anchieta	SP	Faculdade	abr/11	74,8	12,3	6,1
FIT	SP	Faculdade	abr/11	39,0	6,5	6,0
ESN/ Praetorium	SP	Faculdade	mai/11	40,3	6,7	6,0
UNIABC	SP	Universidade	jul/11	56,0	9,0	6,2
Luiz Rosa	SP	Faculdade	jul/11	4,9	1,0	4,9
UNIBAN	SP	Faculdade	set/11	382,6	55,1	6,9
Total				1.237,1	193,5	6,4

Tabela 5 – Relação das principais aquisições realizadas pela Anhanguera no período de 2007 a 2012.

Fonte: adaptado de Deutsche Bank, 2012, p. 52.

* EV corresponde ao valor da empresa, composto pelo valor desembolsado aos acionistas vendedores por seu patrimônio líquido e pelas dívidas líquidas da empresas.

** A métrica EV/aluno é um múltiplo de avaliação específico do setor, que indicado o valor médio da empresa por aluno matriculado. No EV da aquisição da UNIBAN excluí-se o valor pago por imóveis do grupo.

Com essa significativa relação de transações, fica absolutamente evidente como as aquisições compõem um ingrediente importantíssimo da estratégia de crescimento da Anhanguera. Como resultado da incorporação dos alunos das empresas adquiridas, do crescimento orgânico destas aquisições e do crescimento orgânico das unidades originais da Anhanguera, a empresa alcançou no terceiro trimestre de 2012, segundo Anhanguera (2012a), 441,1 mil alunos. Esta cifra, impulsionada em 2011 pela aquisição da UNIBAN, tornou a Anhanguera a segunda maior instituição de ensino superior do mundo, atrás apenas do Apollo Group, grupo norte-americano proprietário da Universidade de Phoenix, segundo Ninni e Cruz (2011).

5.2. Estácio Participações

De acordo com o prospecto definitivo da abertura de capital da Estácio (2007), a instituição teve origem em 1970. Seu idealizador e fundador, João Uchôa Cavalcanti Netto, abriu a primeira unidade do grupo no Rio de Janeiro e lhe conferiu o nome de Faculdade de Direito Estácio de Sá, em homenagem ao fundador da cidade do Rio de Janeiro. Em 1972, o escopo foi expandido para novas áreas do conhecimento e a faculdade se transformou nas Faculdades Integradas Estácio de Sá. Posteriormente, em 1988, a instituição recebeu a classificação de universidade. Em 1996, a instituição iniciou uma expansão geográfica para além do município do Rio de Janeiro e, dois anos depois, para além do estado do Rio de Janeiro.

Originalmente estruturada como uma instituição sem fins lucrativos, a Estácio iniciou sua conversão para uma empresa com fins lucrativos em 2005, finalizando o processo em 2007, o mesmo ano em que realizou a abertura de seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Um ano mais tarde, segundo a Estácio (2012c), o GP Investments, um fundo de *private equity* de origem nacional, passou a integrar o quadro de acionistas da Estácio e a compartilhar o controle com a família fundadora.

O prospecto definitivo da abertura de capital da Estácio (2007) já esclarecia as intenções da empresa de sustentar seu crescimento futuro principalmente em aquisições. Dos recursos líquidos levantados pela oferta primária de ações, de aproximadamente R\$ 252 milhões, 61% já estavam direcionados à realização de potenciais aquisições. Os planos de expansão descritos no mesmo documento também explicitavam tal estratégia.

Para aproveitarmos as oportunidades de crescimento e consolidação do setor de ensino brasileiro, pretendemos expandir nossas atividades por meio de [...] abertura e/ou aquisições de novas unidades. Pretendemos abrir ou adquirir novas unidades em localidades que apresentem demanda não atendida pelas instituições locais, bem como adquirir unidades em

funcionamento em localidades onde a demanda já estiver atendida e não houver espaço para entrada de mais um concorrente. (ESTÁCIO, 2007, p. 21).

De fato, os anos que sucederam a abertura do capital e a entrada do GP Investments na Estácio foram bastante ativos no campo das aquisições, com diversas transações realizadas. Levando em conta somente o total de alunos em seus respectivos anos de aquisição, as instituições adquiridas mais relevantes somaram à Estácio mais de 40 mil alunos no ensino superior, conforme mapeamentos realizados pelo Deutsche Bank (2012) e pelo Banco J. Safra (2012), não-exaustivos.

Instituição adquirida	Estado	Categoria	Data da aquisição	*EV (R\$ milhões)	Alunos (mil)	**EV/aluno
UniRadial	SP e PR	Centro universitário	ago/07	56,7	10,8	5,2
Faculdade Interlagos	SP	Faculdade	fev/08	6,3	1,4	4,5
European	SP	Faculdade	fev/08	8,4	1,9	4,5
Faculdade Brasília	SP	Faculdade	fev/08	2,2	0,6	3,8
Magister	SP	Faculdade	jun/08	4,3	1,1	3,9
SESAP, SESAL, SESSE e UNEC	AP, AL, SE e RN	Faculdade	ago/08	N/D	9,6	N/D
FAMEC, FAAC e IESC	SP	Faculdade	nov/08	10,3	3,2	3,2
FAA	RO	Faculdade	out/10	20,0	4,5	4,4
FAL	RN	Faculdade	fev/11	12,5	2,4	5,2
FATERN	RN	Faculdade	abr/11	22,0	3,4	6,6
SEAMA	AP	Faculdade	fev/12	21,7	2,8	7,8
Total				164,4	41,7	5,1

Tabela 6 – Relação das principais aquisições realizadas pela Estácio no período de 2007 a 2012.

Fonte: adaptado de Deutsche Bank, 2012, p. 52; Banco J. Safra, 2012, p. 41.

* EV corresponde ao valor da empresa, composto pelo valor desembolsado aos acionistas vendedores por seu patrimônio líquido e pelas dívidas líquidas da empresas.

** A métrica EV/aluno é um múltiplo de avaliação específico do setor, que indicado o valor médio da empresa por aluno matriculado. O cálculo do EV/aluno do total exclui a transação da SESAP, SESAL, SESSE e UNEC, uma vez que o EV não foi disponibilizado.

A tabela 6 mostra, portanto, que a estratégia descrita no prospecto da Estácio (2007) não ficou apenas no discurso. Crescer através de aquisições horizontais foi, de fato, a estratégia colocada em prática pela instituição, ocorrendo de forma paralela ao seu crescimento orgânico. Segundo a Estácio (2012b), ao final do terceiro trimestre de 2012, a instituição contava com uma base total, incluindo o ensino à distância, de aproximadamente 284 mil alunos.

5.3. Kroton Educacional

A Kroton Educacional, também chamada simplesmente de Kroton, foi originalmente fundada em Belo Horizonte, no estado de Minas Gerais, em 1966, conforme Kroton (2012b). A instituição original levava o nome Pitágoras e se tratava de um curso pré-vestibular. Na década de 1970, as atividades se expandem para o ensino fundamental, com a fundação de colégios que viriam a carregar a marca Pitágoras consigo. Posteriormente, a partir da década de 1980, foi desenvolvido um modelo pedagógico e administrativo capaz de ser replicado em larga escala e, nos anos 1990, foi criada a Rede Pitágoras, um conjunto de dezenas escolas que compartilhavam um mesmo método de ensino.

Segundo a Kroton (2007), no ano de 2001 o Pitágoras iniciou suas atividades no ensino superior, utilizando a marca Pitágoras em suas faculdades. Também naquela época, conforme Kroton (2012b), o Apollo Group, maior grupo de educação superior do mundo, já mencionado anteriormente, adquiriu uma participação do Pitágoras, mas a revendeu aos seus fundadores no ano de 2005. Em 2007, ano da abertura do capital, o grupo Pitágoras se converteu na Kroton Educacional. Finalmente, em 2009, de forma semelhante ao ocorrido com os seus principais concorrentes, a Kroton recebeu um aporte de um investidor financeiro, o Advent International, um dos maiores fundos de *private equity* do mundo, que passou a compartilhar o controle da empresa com os seus fundadores.

A Kroton, assim como a Anhanguera e a Estácio, também já destacava em seu prospecto de abertura de capital a intenção de crescer no ensino

superior através de aquisições, destacando principalmente o aspecto de como estas aquisições poderiam acelerar o seu *time-to-market*³⁰.

Consideraremos aquisições de instituições de Ensino Superior de pequeno e médio porte com alto potencial de crescimento, a fim de acelerar o alcance de nossos objetivos empresariais, diminuindo o ciclo de maturação de nossos negócios e poupando esforços com a obtenção de aprovações regulatórias. (KROTON, 2007, p. 117).

Na época da abertura de capital, o crescimento aquisitivo, apesar de citado e explicado no prospecto da Kroton (2007), não recebia um grande destaque, diferentemente da Anhanguera e da Estácio. Em termos de comparação, apenas 12% dos recursos líquidos da oferta primária da Kroton estavam originalmente destinados a aquisições, frente a 49% e 61% nos casos da Anhanguera (2007) e da Estácio (2007), respectivamente.

Porém, o que se observou nos anos seguintes à abertura de capital foi que a Kroton de fato se expandiu fortemente no ensino superior e que, além do expressivo número de aquisições, também é de se chamar a atenção o valor de algumas dessas aquisições, entre elas a maior transação do setor de educação superior já realizada no Brasil, a compra da UNOPAR por R\$ 1,3 bilhão. Apenas nas transações mapeadas por Deutsche Bank (2012), Banco J. Safra (2012) e Kroton (2012c), as aquisições realizadas pela Kroton totalizaram aproximadamente R\$ 2,4 bilhões em seus respectivos momentos, com o acréscimo de mais de 300 mil alunos à base da instituição.

Instituição adquirida	Estado	Categoria	Data da aquisição	*EV (R\$ milhões)	Alunos (mil)	**EV/aluno
Divinópolis	MG	Faculdade	set/07	13,2	3,1	4,2
União Metropolitana	PR	Faculdade	dez/07	18,0	3,1	5,8
Terra da Uva	SP	Faculdade	dez/07	4,3	0,9	4,5
FIPAG	ES	Faculdade	jan/08	4,6	1,2	3,8

³⁰ Tempo de colocação no mercado, tradução nossa. Refere-se ao tempo necessário para se estabelecer e passar a oferecer serviços a um determinado mercado.

Instituição adquirida	Estado	Categoria	Data da aquisição	*EV (R\$ milhões)	Alunos (mil)	**EV/aluno
UniMinas	MG	Faculdade	mar/08	22,0	3,6	6,1
SUESC	RJ	Faculdade	abr/08	31,5	3,5	9,0
UniLinhares	ES	Faculdade	abr/08	15,0	2,5	5,9
Faculdades CBTA	SP	Faculdade	abr/08	3,6	0,8	4,5
FACTEF	BA	Faculdade	ago/08	8,2	1,6	5,1
IUNI	BA, MS e PA	Universidade	mar/10	419,0	42,2	9,9
Ponta Grossa	PR	Faculdade	jul/11	8,0	1,5	5,4
FAIS	MT	Faculdade	set/11	7,0	1,3	5,4
FAMA	MA	Faculdade	mai/11	24,0	5,0	4,8
UNOPAR	PR	Universidade	dez/11	1.300,0	161,9	8,0
Unirondon	MT	Universidade	abr/12	28,3	5,5	5,1
Uniasselvi	SC	Universidade	mai/12	510,0	86,2	5,9
Total				2.416,7	324,0	7,5

Tabela 7 – Relação das principais aquisições realizadas pela Kroton no período de 2007 a 2012.

Fonte: adaptado de Deutsche Bank, 2012, p. 56; Banco J. Safra, 2012, p. 26; Kroton, 2012c.

* EV corresponde ao valor da empresa, composto pelo valor desembolsado aos acionistas vendedores por seu patrimônio líquido e pelas dívidas líquidas da empresas.

** A métrica EV/aluno é um múltiplo de avaliação específico do setor, que indicado o valor médio da empresa por aluno matriculado.

Como resultado desta estratégia consideravelmente agressiva de aquisições, a Kroton apresentou um acelerado crescimento em sua base de alunos nos últimos anos, alcançando ao final do terceiro trimestre de 2012 um total de 411 mil alunos, somente no ensino superior, de acordo com Kroton (2012a). Com isso, a Kroton passou a ser a segunda maior instituição de educação superior privada do Brasil, somente atrás da ainda líder Anhanguera.

6. Apresentação dos resultados

6.1. Sinergias identificadas

O primeiro passo para se testar a hipótese levantada pelo presente trabalho, de que existem sinergias a serem geradas através das fusões e aquisições no setor de educação superior privado, bem como que estas sinergias têm se transformado em ganhos econômicos para os acionistas das empresas adquirentes, foi a identificação das potenciais sinergias específicas do setor de educação superior privado.

Como mostrado anteriormente, as três empresas estudadas já haviam destacado em seus prospectos de abertura de capital, conforme Anhanguera (2007), Estácio (2007) e Kroton (2007), não apenas que o crescimento aquisitivo um dos pilares de suas estratégias, como também que uma parcela significativa dos recursos levantados com as ofertas primárias seria aplicada na implementação da estratégia de crescimento por aquisições. Ainda nos prospectos, as empresas já sinalizavam diferentes fontes de geração de valor que poderiam surgir como consequências das fusões e aquisições.

Pretendemos acrescentar valor a essas unidades (a serem adquiridas) por meio do uso da nossa marca, pela utilização de metodologia unificada de ensino, por nosso material didático padronizado e por nossa gestão acadêmica e gerencial. (KROTON, 2007, p. 117).

Para uma melhor compreensão das potenciais sinergias, utilizou-se a classificação proposta na revisão da literatura, baseada nos quatro tipos descritos por Martelanc, Pasin e Pereira (2010): (i) aumento de receitas, (ii) redução de custos e despesas, (iii) benefícios fiscais e (iv) redução dos custos de capital. Cruzando esta classificação com a tipologia proposta por Chatterjee (1986), pode-se perceber que o aumento de receitas, conforme já explicado, pode ter uma natureza sinérgica operacional ou de conluio,

enquanto a redução de custos e despesas e os benefícios fiscais têm um caráter mais operacional e a redução de custos de capital é um claro paralelo com as sinergias financeiras. Também, conforme Chatterjee (1986), todas estas sinergias são possíveis em fusões e aquisições horizontais (vide tabela 1), que é a natureza da enorme maioria das transações em que se envolveram empresas estudadas nos últimos anos.

A primeira fonte de sinergia a se entender é o aumento de receitas de caráter de conluio. Uma leitura inicial poderia levar ao entendimento que isto é pouco aplicável a um setor como a educação superior privada no Brasil, já que, como apresentado anteriormente, este setor é bastante pulverizado, composto por mais de 2,1 mil instituições. Ainda que, como também já apresentado, as três empresas estudadas detenham juntas uma participação de mercado superior a 20%, o poder de mercado capaz de ser determinante nos preços médios é verificável de maneira mais clara somente numa estrutura de mercado oligopólica, segundo Pindyck e Rubinfeld (2005). O que se pode concluir, portanto, numa análise a nível nacional, é que a sinergia de caráter de conluio ainda seria limitada pelo estágio atual de consolidação do setor.

Contudo, particularmente na modalidade de ensino presencial, é possível afirmar que os mercados geográficos regionais constituem mercados isolados, isto é, ainda que seja perfeitamente possível a mobilidade de alunos por todo o território nacional, é razoável admitir que uma parcela considerável do alunato limite suas escolhas de instituições de ensino superior a uma determinada geografia. Logo, o que se pode observar é que nos mercados regionais, especialmente nos municípios de menor porte, a oferta de instituições de ensino superior costuma ser bastante restrita, podendo se caracterizar como oligopólios regionais, ou até mesmo monopólios regionais. Sendo assim, sinergias de caráter de conluio poderiam sim ser impactantes.

A preocupação com a interpretação da caracterização de uma aquisição como ganho excessivo de poder de mercado, ou até domínio de mercado, fator gerador das sinergias de conluio, foi expressa pelas empresas estudadas em seus prospectos de abertura de capital. Segundo Anhanguera (2007), Estácio (2007) e Kroton (2007). Todas as empresas enfatizaram em seus prospectos que um dos riscos envolvidos em suas estratégias de crescimento aquisitivo poderia ser a reprovação de uma ou mais transações pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica), como também já explicado através de Camargos e Barbosa (2005). A Estácio (2007) explica o âmbito de atuação do CADE e como ela poderia prejudicar as empresas do setor de educação, ainda que, até aquele momento e mesmo até a presente data, nunca o tenha feito.

Segundo a Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994, qualquer operação que afete o mercado brasileiro e resulte em uma concentração de participação de mercado igual ou superior a 20% de qualquer mercado relevante ou que envolva qualquer empresa ou grupo de empresas com receita bruta anual total de R\$ 400 milhões ou superior, deve ser analisada e aprovada pelo CADE. O CADE deve determinar se a operação específica prejudicaria as condições competitivas nos mercados em que operamos ou prejudicaria os consumidores nesses mercados, embora o CADE jamais tenha feito tal determinação no setor de ensino superior. O CADE pode desaprovar as futuras aquisições ou pode impor obrigações dispendiosas sobre as instituições de ensino superior como condição à aprovação dessas aquisições, tais como alienação de parte de suas operações ou restrições sobre como operam ou comercializam seus serviços, fatos que podem prejudicar seus resultados operacionais e a sua situação financeira. (ESTÁCIO, 2007, p. 59).

Entretanto, ainda que, em tese, o ganho de um poder de mercado excessivo no âmbito regional no setor estudado possa ocorrer, ou mesmo já esteja ocorrendo, e que o CADE não reprovaria tal aspecto por se basear numa análise nacional, embasada pela premissa de plena mobilidade geográfica dos alunos, a observação de sinergias de conluio é pouco praticável, exigindo uma extensa e mais 'micro' análise de cada uma das praças de atuação das empresas. Adicionalmente, por se tratar de uma fonte de sinergia menos legítima do ponto de vista das práticas empresariais, já que se sustenta sobre uma distorção de mercado que proporciona uma espécie de

apropriação indevida do excedente do consumidor, não é esperado que empresa alguma a utilize para justificar deliberadamente suas fusões e aquisições. Levando esta reflexão em consideração, o presente trabalho se direcionou para o entendimento de sinergias de natureza operacional e financeira, unicamente.

Focando na classificação de Martelanc, Pasin e Pereira (2010), a primeira fonte de ganho sinérgico para as empresas de caráter operacional seria o aumento desproporcional de receitas. A receita é o produto da quantidade de produtos vendidos, ou serviços prestados ('Q'), e de seu preço médio unitário ('P'). Traduzindo-se isto para o campo da educação superior, uma vez que o serviço prestado é o conjunto de cursos para um aluno por um determinado período (normalmente um mês), o 'Q' do setor pode ser considerado o número de alunos matriculados. Enquanto isso, o 'P' do setor seria a mensalidade média paga por estes alunos.

Qualquer aquisição pode simplesmente elevar a receita da adquirente pela soma de suas receitas recorrentes à base da adquirente, o que não constitui um ganho sinérgico, conforme já explicado. Todavia, mudanças positivas na tendência de crescimento destas receitas, ora da adquirida, ora da adquirente, ora das duas, constituiriam sinergias operacionais.

Do lado da quantidade, a suposição levantada foi que a integração das instituições adquiridas poderia lhes conferir maior atratividade de alunos, devido à aplicação de diferenciais competitivos das adquirentes, como sistema de ensino, estrutura tecnológica, condições comerciais e, principalmente, marca. Segundo Domingues³¹ (2012), esta sinergia de fato existe. Ele explica que, no caso da Estácio, a capacidade de atração de alunos da instituição adquirida é potencializada pela capacidade da empresa de investir nas questões relacionadas a marketing e vendas, tecnologia de

³¹ Marcelo de A. I. Domingues, profissional da área de Fusões e Aquisições da Diretoria de Finanças e Relações com Investidores da Estácio, conforme apresentado no capítulo 4.

ensino e, também, em novos cursos, que podem requerer investimentos mais significativos, como laboratórios, por exemplo. Desta forma, ainda que no momento da aquisição o número total de alunos seja a simples soma das partes, a aplicação dos recursos e das competências da instituição adquirente na adquirida tende a acelerar a taxa de crescimento da base de alunos e até mesmo atrair alunos que outrora não se interessariam pela instituição adquirida, seja por uma questão de oferta de cursos, credibilidade da marca, estrutura física e/ou condições comerciais, entre outros.

No tocante ao preço, a suposição levantada foi que a integração da instituição adquirida no grupo adquirente poderia levar a uma convergência do valor médio da mensalidade da adquirida, caso mais baixo, ao valor médio praticado pela adquirente em condições similares. Isto poderia ser justificado também pela aplicação de atributos capazes de influenciar a percepção de valor por parte do consumidor, da adquirente na adquirida, como explicado no item anterior (o efeito da marca, melhores instalações, cursos diferenciados etc.). Novamente, esta suposição foi confirmada por Domingues (2012), que explica que, apesar de haver variações nas mensalidades em função da região geográfica e dos cursos oferecidos, há uma tendência que as instituições adquiridas adéquem suas mensalidades à média do grupo, à medida que o modelo do grupo vai sendo implementado. Contudo, Domingues (2012) esclarece que isto não é uma regra e depende primordialmente dos estudos de mercado realizados pela empresa.

Para a discussão da segunda fonte de sinergias das fusões e aquisições na classificação abordada, a redução de custos e despesas, fez-se necessário entender quais são os principais componentes das estruturas de custos das instituições de ensino superior privadas. Nos demonstrativos financeiros das empresas estudadas, a linha de custos totais sempre é mostrada de forma agrupada, isto é, sem uma abertura detalhada de quais os tipos de custos que a compõem. Outros documentos encontrados, todavia,

desvendam tais componentes especificamente para as empresas estudadas. São eles (i) a apresentação de resultados do segundo trimestre de 2012 da Estácio (2012a), (ii) um laudo de avaliação da Estácio preparado pela Apsis (2011), disponível publicamente e (iii) o prospecto da abertura de capital da Anhanguera (2007).

De acordo com estes documentos, pode-se afirmar que os principais componentes da estrutura de custos das empresas de educação superior são: (i) custos de pessoal (corpo docente, apoio docente, encargos sociais e benefícios), (ii) aluguel, condomínio e imposto predial e territorial urbano (IPTU), (iii) material didático e (iv) manutenção, segurança, limpeza e utilidades, além da (v) depreciação, que não é um custo que impacta o caixa.

Segundo a Estácio (2012a), os custos de pessoal, já incluindo os encargos sociais, representaram no segundo trimestre de 2012 cerca de 47% da receita líquida e 75% do total do 'custo caixa', isto é, o total de custos dos serviços prestados excluindo-se depreciação e amortização. Em seguida, aluguel, condomínio e IPTU, representando aproximadamente 8% da receita líquida e 13% do custo total e material didático, 4% e 6%, respectivamente. Em relação à receita líquida, esse total de custos representou 63% no período. Já a Apsis (2011) considerou em seu laudo de avaliação que os custos de pessoal representariam 46% da receita líquida (sendo 80% deles referentes ao corpo docente e 20% ao apoio docente), aluguel e custos relacionados seriam 9% da receita líquida, utilidades 3%, e segurança e limpeza outros 2%.

Em relação às despesas comerciais, a Estácio (2012a) demonstra que as despesas de provisão com devedores duvidosos representam cerca de 9% da receita líquida e o gasto publicitário 5%. Já as despesas gerais e administrativas representam 12% da receita líquida, destacando-se o pessoal administrativo, correspondente a 6% da receita líquida, e serviços de terceiros, 3% da mesma base. Enquanto isso, para a Apsis (2011) as

despesas de provisão com devedores duvidosos quase 5% da receita líquida, as outras despesas comerciais também 5% e as despesas administrativas totais aproximadamente 13%.

A partir deste panorama, fez-se possível compreender não apenas os tipos dos custos e despesas das empresas estudadas, mas também a dimensão de cada um deles, permitindo um maior foco naqueles mais materiais. De um modo geral, custos e despesas com caráter essencialmente variável, como a provisão com devedores duvidosos, são aqueles com menor potencial de apresentarem ganhos sinérgicos, uma vez que ganhos de escala e de escopo são normalmente observados em custos de natureza fixa ou, ao menos, semivariável.

Seguindo a ordem dos custos mais relevantes, o mais representativo de todos é o custo do corpo docente. A princípio, sabe-se que a remuneração de um professor varia em função, especialmente, da sua carga horária de aulas lecionadas, a hora-aula. Desta forma, no ensino presencial, esse componente de custo tem natureza variável e, portanto, assumindo-se a premissa que o número de alunos por aula permanece inalterado no caso de uma aquisição, não haveria ganho sinérgico. Porém, é válido assumir que existe uma parcela da remuneração do corpo docente que é fixa, como, por exemplo, alguns benefícios. Também é necessário considerar outros custos relativos a este corpo docente que seriam fixos por colaborador, apesar de não se configurarem como remuneração, como é o caso do custo do recrutamento e seleção, programas de treinamento e desenvolvimento e tudo o que eventualmente tenha sido investido na formação deste profissional.

Logo, a possibilidade de se compartilhar um mesmo professor da instituição adquirente na adquirida, ou vice-versa, elevando a sua carga horária, tende a gerar uma diluição da parcela fixa do custo total. Portanto, se a empresa adquirente já possuir alguma instituição na mesma praça geográfica da adquirida, o compartilhamento do corpo docente poderia ser

uma fonte de geração de sinergia. E, como confirmado por Domingues (2012), o corpo docente pode sim ser compartilhado, dependendo da proximidade das unidades, no caso do ensino presencial. Já no caso do ensino à distância, em que o número de alunos por aula ministrada por um professor já é bem maior e tem flexibilidade maior para ampliação, este potencial ganho de escala proporcionado por uma aquisição gera uma clara diluição do custo do corpo docente e, conseqüentemente, verifica-se tal sinergia operacional.

A mesma lógica pode se aplicar ao apoio docente, que também pode ser compartilhado, como explicado por Domingues (2012). Neste caso, contudo, como o apoio docente tem turnos de trabalho mais bem definidos que o corpo docente, em geral, o componente fixo da remuneração é mais visível, mas o ganho sinérgico somente pode ser observado caso haja alguma ociosidade que possa vir a ser compensada em se compartilhando o trabalho entre uma unidade da instituição adquirente e outra da adquirida.

No caso de outro custo relevante, o referente ao uso das instalações físicas no caso do ensino presencial, que inclui aluguel, condomínio e IPTU, se as instalações da instituição adquirida sejam mantidas, então não haveria potencial sinérgico específico. De forma análoga, os custos com utilidades (energia, água, telecomunicações etc.) também não tendem a apresentar potencial sinérgico.

No entanto, no caso dos serviços de manutenção, limpeza e segurança destas instalações físicas, fez-se a suposição que as empresas contratam estes serviços de terceiros e que poderiam vir a contratar os mesmos serviços dos mesmos fornecedores para aplicá-los às instalações das instituições adquiridas. Essa suposição foi confirmada por Domingues (2012), que afirmou que na maioria dos casos as instituições adquiridas pela Estácio passam a utilizar tais serviços dos mesmos fornecedores do grupo. Logo, ainda que tais serviços tenham um caráter variável, de acordo com o pessoal alocado em

cada unidade, é razoável o entendimento que quanto maior for a demanda, melhores as condições comerciais proporcionadas à empresa contratante.

Em relação ao material didático, é necessário dividir seu custo em dois componentes: o custo de elaboração e o custo de distribuição. Com base em informações mostradas nos *sites* das empresas estudadas, foi possível perceber que há o desenvolvimento de material didático, e até mesmo sistemas de ensino, por parte delas, que é aplicado de modo uniforme em praticamente todas as unidades. Logo, se o custo de elaboração é único, quanto mais alunos estiverem utilizando este material didático, mais diluído é o custo de elaboração, ou seja, menor o custo de elaboração por aluno.

Em relação ao custo de distribuição, caso o material seja impresso, então pode haver uma diluição em relação ao tamanho do lote de impressão, mas o principal custo, da matéria-prima, ainda seria variável. Porém, no caso de distribuição de material em formato eletrônico, cujo custo marginal tende à insignificância, também seriam observados relevantes ganhos de escala. Isto seria especialmente importante no caso da modalidade de ensino à distância. E, de fato, Domingues (2012) confirmou que as grandes instituições de ensino superior privadas elaboram seu próprio material acadêmico e que a maioria das empresas adquiridas adota o currículo acadêmico do grupo, conseqüentemente adotando também o material didático. A apresentação institucional da Kroton (2012d), enviado por sua área de Inteligência de Mercado, também reafirma que a implementação de um modelo acadêmico unificado nas empresas adquiridas é uma fonte primária de sinergia.

Após compreensão do potencial sinérgico no tocante aos custos, faz-se necessário entender tal potencial em relação às despesas. Na literatura que aborda o assunto de fusões e aquisições, a sinergia operacional mais comumente apresentada é a diluição das despesas, uma vez que as estruturas comerciais e administrativas das empresas adquirentes, de praticamente qualquer setor ou indústria, costumam ser capazes de

comportar as operações das empresas adquiridas com incrementos proporcionalmente menores que o incremento de receitas, levando a uma queda da razão entre despesas e receitas.

Em relação às despesas comerciais, excetuando-se as despesas de provisão com devedores duvidosos que, como explicado anteriormente, tem uma natureza variável, se supôs que haveria potencial de sinergia nas aquisições do setor de educação superior. No que diz respeito ao gasto publicitário, as três instituições o focam principalmente em campanhas institucionais, não individualmente em cada unidade. Não apenas, todas as três comumente utilizam veículos de comunicação de massa e de abrangência nacional, logo, já atingindo consistentemente o público das praças onde viriam a realizar aquisições. Portanto, por estas duas características, uma vez que as instituições adquiridas passam pelo processo de integração e adotam a marca da adquirente, o que se tem observado nos casos das três empresas estudadas, um mesmo gasto publicitário beneficia um número maior de unidades e praças geográficas, proporcionando uma diluição.

No caso da Estácio, Domingues (2012) confirma que as adquiridas costumam adotar a marca do grupo e se beneficiar do marketing institucional e que, mesmo para o marketing específico das adquiridas, há a possibilidade de elas usarem os recursos da Estácio com melhores condições comerciais, como serviços de agências, espaço na mídia, entre outros. Domingues (2012), todavia, faz a ressalva que em alguns casos excepcionais, de acordo com a força da marca adquirida localmente, ela pode vir a ser preservada, o que diminuiria o ganho sinérgico nestas situações de exceção.

Mesmo em outras despesas comerciais, como os canais de vendas, em normalmente o ganho de escala é menos relevante dado que se trata de um custo com característica mais semivariável, em função do volume de vendas, percebe-se que há potencial de geração de sinergia, já que, como confirmado

por Domingues (2012), as instituições adquiridas passam a usar recursos comerciais da adquirente, como o departamento comercial e canais de vendas.

As despesas gerais e administrativas são outras que apresentam um grande potencial de geração de sinergia operacional, dado que elas têm uma natureza primordialmente fixa. Ainda que alguma estrutura administrativa de nível mais operacional seja necessária em cada unidade, a estrutura no nível mais institucional acaba sendo compartilhada por toda a empresa, apresentando um relevante potencial de sinergia. Mesmo no caso da estrutura local que é mantida nas unidades das instituições adquiridas, Domingues (2012) explica que elas tendem a ter uma estrutura e um desempenho compatível com as existentes em unidades da adquirente.

Após o entendimento das diversas evidências que apontam para um significativo potencial de sinergia devido à redução de custos e despesas, o terceiro fator a se compreender seguindo a classificação abordada são os benefícios fiscais. Conforme já explicado anteriormente, a educação superior privada no Brasil é beneficiada pelos incentivos oferecidos pelo Prouni, que proporciona isenção fiscal de tributos federais, e ao qual as três empresas estudadas têm adesão. Assim, o aproveitamento de prejuízos fiscais das empresas adquiridas, como citado anteriormente com base em Hayn³² (1989 apud DEVOS; KADAPAKKAM; KRISHNAMURTHY, 2009), não fariam sentido neste setor, uma vez que as empresas já teriam isenção na tributação sobre os seus lucros.

Um eventual ganho, por outro lado, poderia ser proveniente da aplicação do Prouni em empresas adquiridas que não haviam aderido ao programa antes da aquisição, mas, como aponta Domingues (2012), as adquiridas também já costumam oferecer o Prouni. Haveria ainda uma

³² HAYN, C. Tax attributes as determinants of shareholder gains in corporate acquisitions. **Journal of Financial Economics**, 23:121–53. 1989.

terceira fonte de benefício fiscal a ser considerada, que se aplica no Brasil não apenas a aquisições do setor de educação, mas a todos os setores: a questão da amortização do ágio. Trata-se de uma previsão da lei que permite que o ágio pago numa aquisição seja amortizado ao longo dos anos seguintes, diminuindo o lucro antes do imposto de renda, a base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social. Mas, como as empresas estudadas já têm a isenção do Prouni, isto não representaria uma redução de gastos com impostos para elas.

Finalmente, o quarto fator de Martelanc, Pasin e Pereira (2010), paralelo às sinergias financeiras de Chatterjee (1986), seria a redução dos custos de capital. Ganhos nesse sentido poderiam ser obtidos através da redução do custo de capital de terceiros, redução do custo de capital próprio e alteração na estrutura de capital, como explicam Brigham e Ehrhardt (2005). No caso da redução do custo de capital de terceiros, existe um potencial de sinergia numa aquisição de uma empresa pequena com dívida financeira por uma de maior porte, especialmente se a adquirente é saudável financeiramente, como no caso das empresas estudadas, já que com a queda da percepção de risco e a possibilidade de melhoria na qualidade de colaterais levaria a uma diminuição da taxa de juros cobrada.

Outra possibilidade de queda do custo de capital de terceiros pode partir do próprio financiamento da aquisição por parte da adquirente. Muitas vezes, a necessidade de financiamento para aquisições de outras empresas é mais facilmente justificada perante uma fonte de financiamento do que um plano de negócios para crescimento orgânico e, pela existência do próprio ativo como colateral, a taxa de juros pode ser mais atrativa. Não apenas, como se observou em diversos setores, certas aquisições podem inclusive ser financiadas com subsídios públicos, como empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), embora isto não tenha se

verificado especificamente no setor de educação, como também sublinhou Domingues (2012).

Em relação ao custo do capital próprio, na perspectiva dos acionistas das empresas estudadas, caso as aquisições, ainda que horizontais, proporcionem algum tipo de diversificação, como nas questões de geografia ou de cursos oferecidos, poderia ocorrer, em tese, uma redução. Não apenas, caso o custo de capital próprio utilizado para avaliar as aquisições seja maior que o da empresa adquirente e que, feita a integração, o mercado não traduzisse essa diferença na percepção de risco da adquirente, o que é plausível, dado ao porte relativo das aquisições em comparação com o grupo como um todo, também poderia haver uma geração de valor.

Já em relação à estrutura de capital, se de fato as aquisições podem ser totalmente ou parcialmente financiadas com recursos de terceiros que não seriam aplicados no negócio caso não houvesse transação, então as aquisições podem levar a uma alteração na estrutura de capital da empresa adquirente, com uma elevação da proporção de recursos de terceiros que são mais baratos que os recursos próprios³³.

Adicionalmente, ainda que a literatura aborde de maneira muito mais profunda os ganhos sinérgicos provenientes do que as empresas adquirente aportam nas adquiridas, um aspecto que não pode ser ignorado é como alguns recursos aportados pelas empresas adquiridas podem potencializar os resultados das adquirentes. Dentre estes recursos podem estar tecnologias, procedimentos, marcas e, inclusive, recursos humanos, como também enfatiza Domingues (2012). São vários os casos em que profissionais das empresas adquiridas acabam assumindo cargos de direção no grupo adquirente. No setor de educação superior privado no Brasil isso também é

³³ Brigham e Ehrhardt (2005) explicam que, por definição, o custo do capital próprio é superior ao custo do capital de terceiros, uma vez que estes têm preferência no recebimento, mesmo em caso de liquidação da empresa, ou seja, estão expostos a um risco menor.

observado. Um exemplo emblemático é o da Kroton, como mostra Amorim (2011), em que Rodrigo Gallindo, profissional e pertencente à família que vendeu a IUNI à Kroton, acabou se tornando o principal executivo do grupo (CEO).

Por fim, a discussão apresentada neste capítulo provê evidências favoráveis à hipótese levantada pelo presente trabalho, uma vez que foi possível identificar diversas fontes de sinergias de diferentes naturezas nas aquisições do setor de educação superior privado no Brasil, confirmadas pela perspectiva das próprias empresas e corroboradas pela teoria analisada. A tabela a seguir resume as principais sinergias identificadas especificamente para o setor estudado, com o entendimento sobre a sua probabilidade de impacto relevante nos resultados das empresas.

Tipo de sinergia identificada	*Presente	**Impactante
Aumento de receitas de natureza de conluio a nível nacional	Não	Não
Aumento de receitas de natureza de conluio a nível regional ou local	Sim	Não
Aumento de receitas de natureza operacional	Sim	Sim
Redução dos custos do corpo docente e do apoio docente	Sim	Não
Redução dos custos de aluguel, condomínio, IPTU	Não	Não
Redução dos custos de utilidades	Não	Não
Redução dos custos de serviços terceirizados (manutenção, segurança, limpeza etc.)	Sim	Sim
Redução dos custos de material didático	Sim	Sim
Redução das despesas com provisão de devedores duvidosos	Não	Não
Redução das despesas comerciais e publicitárias	Sim	Sim
Redução das despesas gerais e administrativas	Sim	Sim
Redução de tributos (benefícios fiscais)	Não	Não

Tipo de sinergia identificada	*Presente	**Impactante
Redução do custo de capital	Sim	Não

Tabela 8 – Tipos de sinergias identificadas especificamente para o setor de educação superior privado brasileiro.

Fonte: autoria própria.

* Entendem-se como ausentes as sinergias que, ainda que possam existir em casos excepcionais, não ocorrem usualmente no setor estudado.

** Entendem-se como impactantes as sinergias que, além de presentes, são aquelas cujo impacto econômico esperado é maior e que, portanto, seriam os principais fatores motivadores das transações sob o ponto de vista econômico.

6.2. Análise dos indicadores econômico-financeiros

A discussão anterior demonstrou que, como se observaram fontes factíveis de sinergias para a realização de transações de fusões e aquisições no setor de educação superior privado no Brasil, é possível afirmar que existem motivações econômicas para a adoção desta estratégia. É válido ressaltar, todavia, que esta conclusão não necessariamente exclui a possibilidade de também existirem outras motivações não-econômicas.

Com isto, existem fortes evidências favoráveis à primeira parte da hipótese levantada neste trabalho. Agora, uma vez que isto é aceito, faz-se necessário buscar evidências para a segunda parte da hipótese, ou seja, se as sinergias identificadas têm de fato se transformado em ganhos econômicos para os acionistas das empresas adquirentes.

Conforme explicado anteriormente, a metodologia a ser aplicada para testar esta parte da hipótese é a análise da evolução dos indicadores econômico-financeiros das empresas adquirentes selecionadas: Anhanguera, Estácio e Kroton. Porém, particularmente, como estas três empresas fizeram diversas aquisições ao longo dos últimos anos, bem como pelo fato que o processo de integração varia de maneira expressiva caso a caso, não é possível isolar o efeito de cada transação. Logo, o que se analisa é se a opção pela estratégia de crescimento aquisitivo tem contribuído de maneira consistente a uma eventual melhoria nos resultados das empresas estudadas.

A análise dos indicadores se concentra na busca de sinergias operacionais. Ainda que o item 6.1 tenha revelado que sinergias financeiras são possíveis, os indicadores econômico-financeiros não provêm este tipo de leitura. Ainda que fosse possível ter uma noção sobre a evolução do custo do capital de terceiros (um indicador como despesas financeiras sobre dívida total, por exemplo), esta métrica certamente variou mais no período devido a

mudanças conjunturais, como a queda da taxa de juros básica da economia, impossibilitando a análise isolada da sinergia financeira.

De forma análoga, os indicadores não seriam capazes de mostrar segregadamente impactos no custo do capital próprio, apenas mudanças na estrutura de capital. Mas isto não seria suficiente para se verificar com clareza um ganho sinérgico. Apenas sabe-se que tal fenômeno é possível, pois, conforme explicado, as aquisições das empresas estudadas podem ter sido financiadas com capital de terceiros em condições favoráveis. A título de exemplo, segundo a Kroton (2011), a aquisição da UNOPAR foi parcialmente financiada por uma nova dívida bancária, no valor de R\$ 210 milhões, com taxa de juros CDI + 2% ao ano, com prazo de sete anos e carência de 36 meses, o que configura condições bastante atrativas.

Para a análise das sinergias operacionais, os indicadores econômico-financeiros escolhidos para a análise foram: (i) taxa de crescimento da receita líquida, (ii) percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida, (iii) percentual de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida, (iv) margem operacional e (v) retorno sobre o patrimônio líquido. Para dar melhor embasamento às análises, optou-se por acompanhar a evolução trimestral dos indicadores, uma vez que a evolução anual proporcionaria uma amostra de observações pequena. Os números apresentados se referem ao total dos 12 meses anteriores ao fechamento de cada trimestre, a fim de também se amenizar variações relativas à sazonalidade.

6.2.1. Taxa de crescimento da receita líquida

Começando pelo aumento de receitas, não é possível através da análise dos indicadores segregar o componente sinérgico do não-sinérgico.

Desta forma, o primeiro indicador, o crescimento da receita líquida, é analisada mais para ilustrar como as fusões e aquisições colocaram as empresas estudadas em patamares que dificilmente alcançariam através do crescimento orgânico num horizonte equiparável.

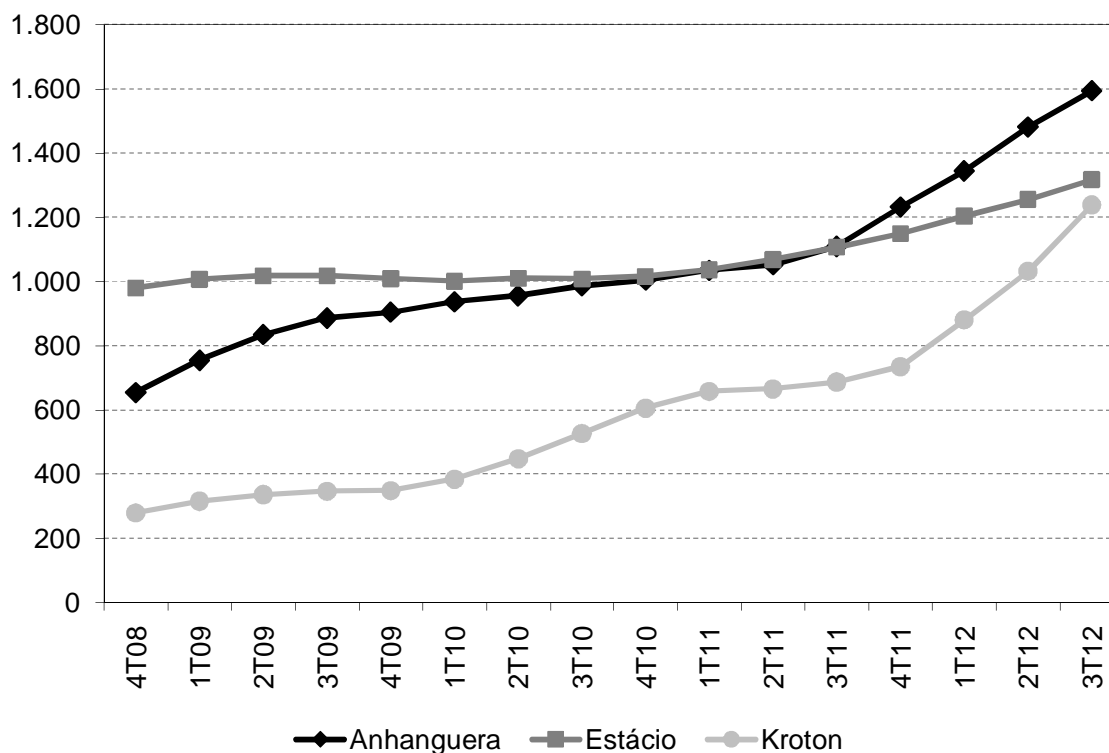


Gráfico 5 – Evolução da receita líquida das empresas selecionadas (R\$ milhões).

Fonte: autoria própria, com base em dados de Thomson, 2012.

Nota: O valor indicado em cada período se refere à soma da receita líquida dos doze meses anteriores.

O gráfico 5 permite ver com clareza a forte tendência de crescimento das empresas estudadas ao longo dos últimos quatro anos, especialmente nos casos da Anhanguera e da Kroton, que realizaram aquisições de maior porte no período. É possível perceber, por exemplo, que a curva de receita líquida da Kroton é impactada em ocasiões pontuais pela integração das aquisições mais relevantes que realizou: IUNI no primeiro trimestre de 2012 (1T10), UNOPAR em 1T12 e Uniasselvi em 3T12. O mesmo efeito se observa na curva da Anhanguera, como o impacto da integração da UNIPLI em 1T11 e

da UNIBAN em 1T12. No caso da Estácio, como suas aquisições foram sempre de um porte menor, o efeito isolado de uma aquisição já não é tão perceptível.

Entre 4T08 e 3T12, as taxas médias de crescimento anual da Anhanguera, Estácio e Kroton foram, respectivamente, 27%, 8% e 49%. Ao se confrontar estas taxas com o porte e a frequência de aquisições realizadas por cada empresa, apresentadas no capítulo 5, percebe-se que há uma correlação entre as duas variáveis. A maior agressividade na estratégia de crescimento aquisitivo da Anhanguera e da Kroton lhe permitiram superar a Estácio, então líder de mercado em 2007, ano em que as três abriram seus capitais. No caso da Kroton, que realizou as maiores aquisições do setor, esta estratégia lhe permitiu mais que quadruplicar sua receita num horizonte de quatro anos. Seria muito improvável uma taxa tão acelerada baseada meramente no crescimento orgânico.

Parece ser razoável também afirmar que a verificação de altas taxas de crescimento da receita, ainda que não revelem isoladamente um ganho sinérgico, é uma condição importante para a realização das sinergias que estão relacionadas a ganhos de escala, e que serão apresentadas a seguir.

6.2.2. Percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida

Conforme discutido no item 6.1, ainda que possível, não é esperada uma redução de custos devido a um impacto sinérgico relevante nas aquisições do setor de educação superior, uma vez que os custos mais importantes das estruturas das empresas são relativos ao custo do corpo docente e do apoio docente, cujo potencial sinérgico é possível, mas

marginal. Já no segundo tipo de custo mais expressivo na estrutura de custos, referente a aluguel, condomínio e IPTU, o ganho sinérgico é improvável.

Logo, mesmo que haja componentes do custo que apresentam maior potencial de sinergia, como é o caso dos serviços de terceiros e, principalmente, do material didático, pelo fato de estes custos serem pouco representativos (material didático correspondendo a aproximadamente 4% da receita líquida e segurança e limpeza a 2%), não seria esperado um impacto, significativo nos indicadores, pelo menos não devido ao potencial de sinergias geradas pelas aquisições realizadas no período analisado.

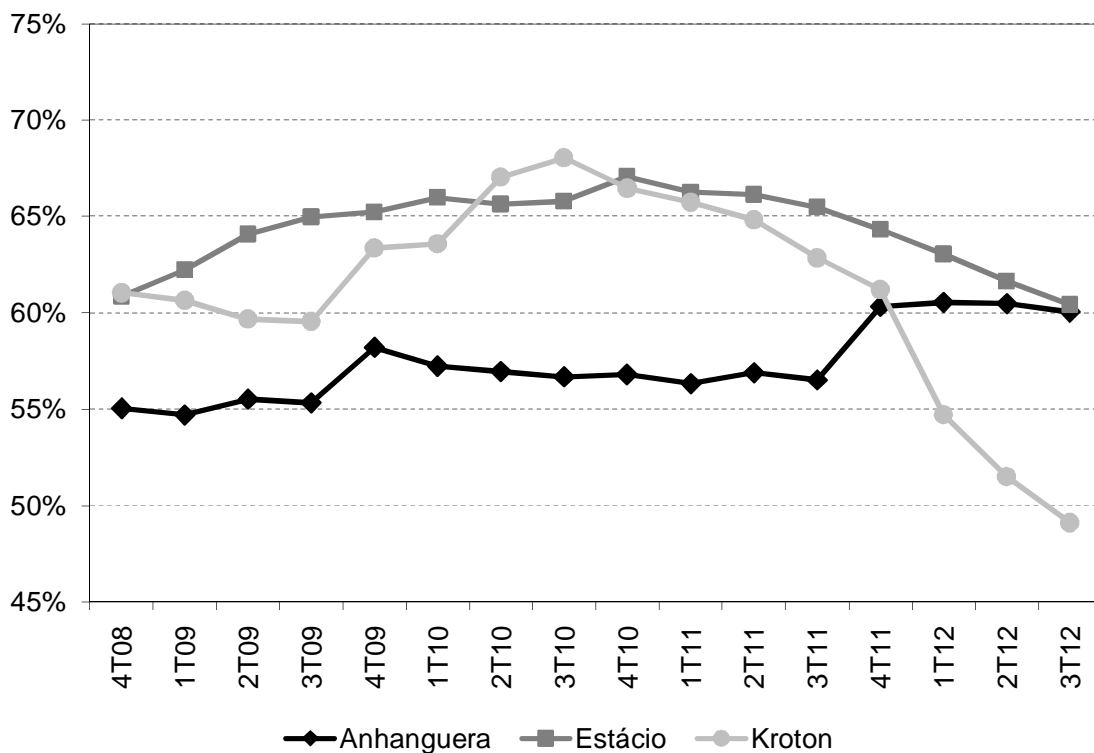


Gráfico 6 – Evolução do percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida. Fonte: autoria própria, com base em dados de Thomson, 2012.

Com base no gráfico 6, é possível perceber, primeiramente, que ao longo de todo o período analisado, o comportamento dos indicadores não foi linear. No caso da Estácio, após um gradual aumento até 2010, o percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida vem constantemente

caindo, a cada trimestre. É possível notar que também foi a partir de 2010 que a Estácio começou a fazer aquisições de porte maior do que vinha fazendo anteriormente, ainda que isso não seja suficiente para traçar uma correlação entre as duas variáveis.

A curva da Kroton revela um comportamento semelhante, ainda que menos regular. Após alcançar o pico em 2010, o que poderia estar relacionado com a simples soma contábil da aquisição da IUNI, cuja receita era equiparável a da Kroton como um todo na ocasião, o percentual vem rapidamente caindo ao longo do tempo. Poderia-se supor que este ganho poderia ter um paralelo com o histórico de aquisições. Num primeiro momento, em relação à integração da IUNI com ganhos sinérgicos e, num segundo momento, com a incorporação da UNOPAR.

É válido ressaltar que, mesmo assim, não é possível evidenciar um ganho sinérgico, pelo menos no tocante ao segundo momento, de queda mais acentuada. Ao que tudo indica, a forte queda observada em 1T12 deve estar relacionada à aquisição da UNOPAR, a maior realizada até hoje no setor. Já que a UNOPAR era uma instituição primordialmente focada no ensino à distância, uma modalidade que apresenta um percentual de custos sobre a receita bastante inferior ao ensino presencial, é natural que sua integração à Kroton tenha trazido o indicador para outro nível.

Finalmente, em relação à Anhanguera, percebe-se uma tendência de crescimento no indicador ao longo de todo o período analisado, o que mostra que, ainda que houvesse algum potencial de ganho sinérgico no que se refere à redução relativa de custos dos serviços prestados, este ganho teria sido compensado por variáveis externas que trouxeram o percentual médio de 55% para 60% da receita líquida.

6.2.3. Percentual de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida

Como explicado ao final do item 6.1, é esperado algum ganho sinérgico em relação às despesas comerciais, gerais e administrativas, pela sua natureza mais fixa que, portanto, estaria mais propícia a uma diluição devido ao efeito dos ganhos de escala. A principal exceção neste grupo, todavia, seriam as despesas relacionadas à provisão de devedores duvidosos, que são um componente significativo dentro das despesas totais.

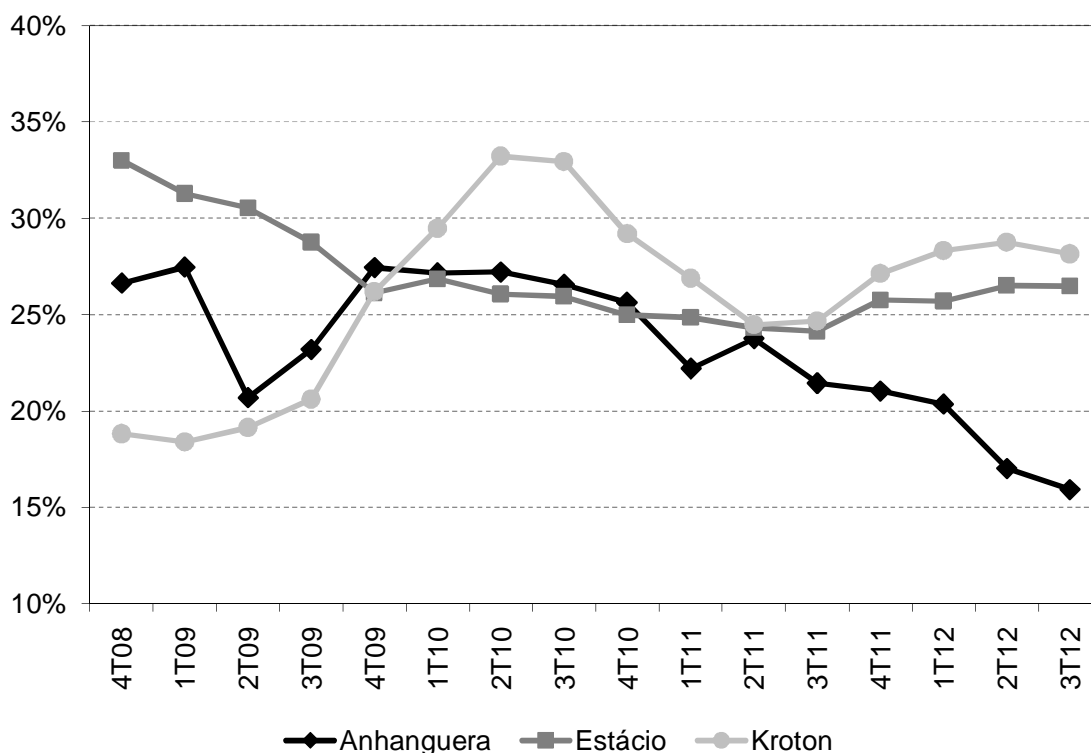


Gráfico 7 – Evolução do percentual de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida.

Fonte: autoria própria, com base em dados de Thomson, 2012 e Kroton, 2010a.

Nota: Segundo a Kroton (2010b), a empresa alterou seus critérios de provisionamento em 4T09, elevando consideravelmente a provisão com devedores duvidosos. Em 4T09 foi dada uma baixa de contas a receber e cheques devolvidos de R\$ 28,8 milhões, conforme Kroton (2010a), que, por ter um caráter não-recorrente e para seguir o princípio da competência, foi excluída do cálculo deste e dos próximos indicadores.

O gráfico 7 revela que de fato é observada uma tendência de queda nos indicadores da Anhanguera e da Estácio, que em 3T12 apresentaram proporções de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida 11 e 7 pontos percentuais inferiores às de 4T08, respectivamente. No caso da Anhanguera, pode-se dizer que há indícios que a aceleração da queda em 2012 possa estar relacionada à aquisição mais importante até hoje já realizada pela empresa, que foi a UNIBAN ao final de 2011.

A curva do indicador da Kroton, por sua vez, apresenta um comportamento bastante singular. Como apresentado na nota explicativa do gráfico, a empresa alterou o seu critério de provisão de devedores duvidosos em 4T09, aplicado também à IUNI, que estava sendo adquirida no período, o que justificou a mudança de patamar do indicador nos trimestres subsequentes. Porém, após a normalização com o novo critério, seguiu-se uma queda no percentual analisado, que poderia, entre outros fatores, estar relacionada aos ganhos realizados com a integração da IUNI. Contudo, a tendência voltou a se inverter ao final de 2011 e, novamente, no último período analisado, 3T12, o que impede conclusões assertivas sobre como um potencial ganho sinérgico estaria afetando tal indicador.

6.2.4. Margem operacional

A evolução da margem operacional, que se trata do percentual do lucro operacional (receita líquida deduzida dos custos dos serviços prestados, despesas comerciais, gerais e administrativas e outras despesas e receitas operacionais), é uma consequência direta da evolução dos dois últimos indicadores.

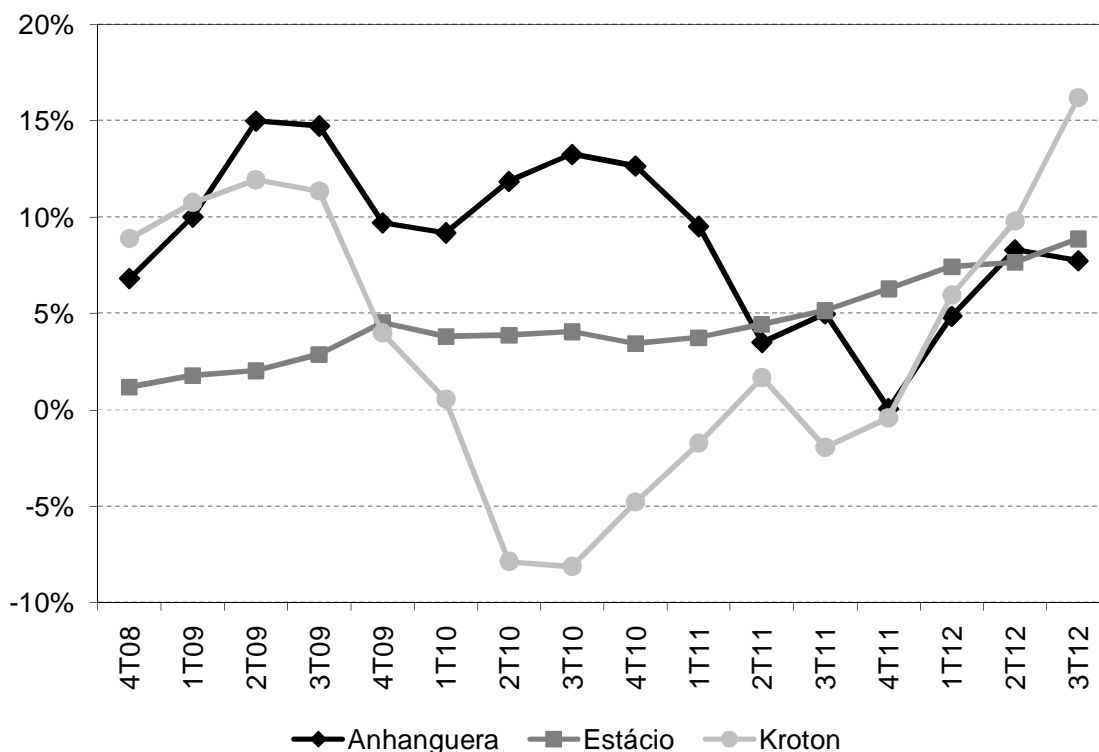


Gráfico 8 – Evolução da margem operacional.

Fonte: autoria própria, com base em dados de Thomson, 2012 e Kroton, 2010a.

À primeira vista, é possível notar que as três empresas apresentaram em 3T12 margens operacionais superior àquelas apresentadas no primeiro período da série histórica analisada, 4T08. Contudo, a evolução da margem operacional de cada empresa apresentou comportamentos bastante distintos ao longo do tempo.

A Kroton, que em 4T08 possuía a maior margem, apresentou uma drástica queda a partir de 4T09, período que coincide com a aquisição da IUNI, a maior realizada pela empresa até então, bem como com a mudança da política de provisionamento que, conforme já explicado, afetou negativamente a rentabilidade da Kroton. Porém, após alguns períodos de prejuízo operacional, a partir de 4T10 a margem operacional da empresa cresceu de maneira vertiginosa e, empurrada pela queda no percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida, já mostrada, a Kroton

recuperou a posição de melhor margem operacional entre suas concorrentes comparáveis.

No caso da Anhnaguera, vê-se também um comportamento irregular, mas inverso. Após apresentar um aumento na margem operacional a partir de 4T08, o indicador veio gradualmente caindo até 4T11, quando se aproximou de zero. Neste período, todavia, a Anhanguera adquiriu a UNIBAN e, a partir de então, verificou-se uma forte queda no percentual de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida, apresentada anteriormente, o que permitiu uma recuperação da margem operacional para um nível superior ao verificado no início da série histórica analisada.

Finalmente, a Estácio foi a empresa que apresentou uma evolução de margem operacional com comportamento mais regular: um crescimento gradual ao longo do tempo. Das três empresas, é válido ressaltar que a Estácio foi a única que optou por fazer sempre aquisições de menor porte que, portanto, não teriam impacto pontual tão significativo sobre os números da empresa. Desta forma, é nela que é mais fácil de se observar um ganho contínuo de rentabilidade operacional.

6.2.5. Retorno sobre o patrimônio líquido

O último indicador econômico-financeiro utilizado para a análise da realização de sinergias operacionais é o retorno sobre o patrimônio líquido, uma métrica que busca mensurar o retorno proporcionado pelas empresas aos seus acionistas. Ela é calculada dividindo-se o lucro líquido pelo valor contábil do patrimônio líquido. A princípio, seria esperado que caso de fato existissem potenciais sinergias operacionais nas aquisições realizadas pelas três empresas estudadas, que estas sinergias se convertessem numa maior

rentabilidade e, conseqüentemente, num maior retorno sobre o patrimônio líquido, *ceteris paribus*³⁴.

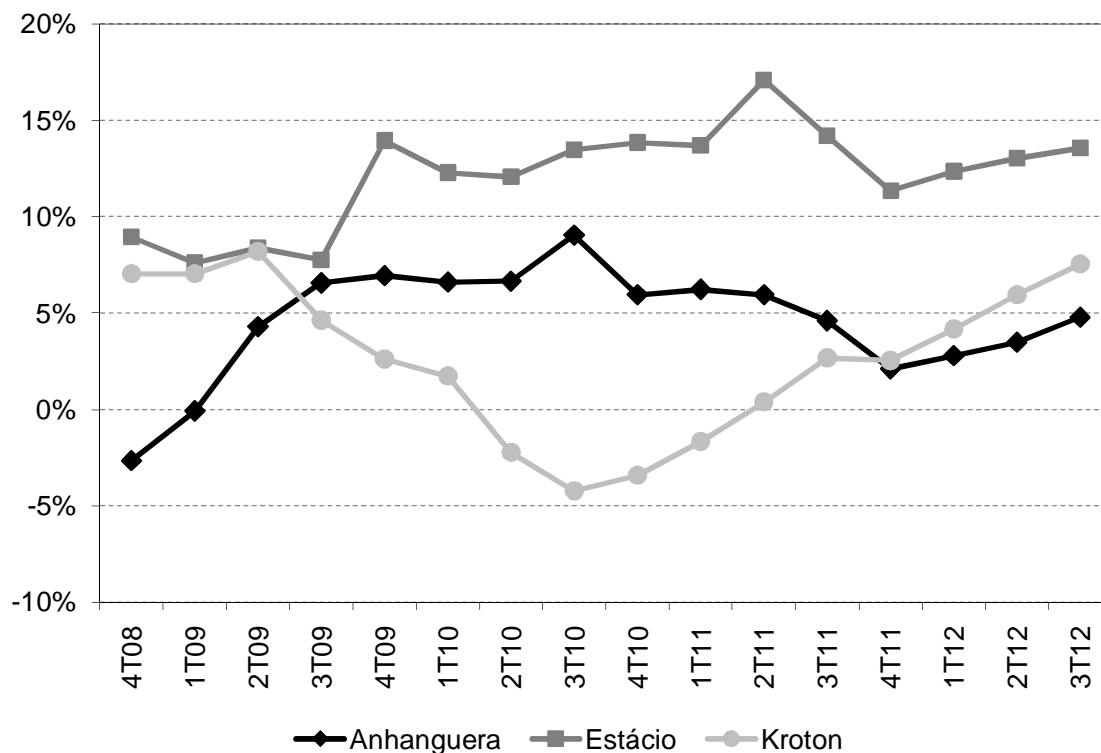


Gráfico 9 – Evolução da do retorno sobre o patrimônio líquido.

Fonte: autoria própria, com base em dados de Thomson, 2012 e Kroton, 2010a.

Mais uma vez, comparando os primeiros e os últimos pontos de cada uma das séries, é possível observar uma melhora no indicador nos três casos, ainda que com diferentes comportamentos. Adicionalmente, também na comparação entre 4T08 e 3T12, as posições relativas entre as empresas se mantiveram, com a Estácio apresentando o maior retorno sobre o patrimônio líquido e a Anhanguera o menor.

A começar pela Anhanguera, a empresa apresentou um expressivo crescimento do indicador ao longo de 2009, deixando de ser negativo. O patamar médio foi mantido até o início de 2011, quando começou a cair. É

³⁴ Todas as demais condições constantes, tradução nossa.

válido ressaltar, todavia, que segundo a Anhanguera (2010), ao final de 2010 a empresa fez mais uma distribuição primária de ações, o que elevou consideravelmente o denominador da métrica analisada, podendo justificar, ao menos parcialmente, sua queda num primeiro momento. O que se observou, entretanto, é que a partir de 4T11 o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa retomou a tendência de crescimento, já estando próximo à média observada no período anterior de maior estabilidade.

A Kroton, por sua vez, iniciou a série histórica apresentando um retorno sobre o patrimônio líquido de 7%, mas logo viu este número despencar, chegando a valores negativos. Isto parece estar intimamente conectado à queda da margem operacional da empresa, pelos motivos já explicados anteriormente. No entanto, a partir do momento que os indicadores operacionais da Kroton passaram a apresentar uma tendência positiva, o retorno sobre o patrimônio líquido entrou numa tendência de crescimento. O indicador subiu de maneira gradual e incessante no ano de 2012, em que aquisições importantes como a da UNOPAR e da Uniasselvi foram realizadas, voltando a um patamar médio próximo ao observado antes da queda.

Já a Estácio mais uma vez foi a empresa que mostrou um comportamento mais regular em seus indicadores. Ainda que tenha havido quedas pontuais do retorno sobre o patrimônio líquido, a empresa apresentou uma clara tendência de crescimento gradual do indicador, o que pode ser considerada uma consequência natural do seu praticamente constante ganho de margem operacional. E, assim como suas duas principais concorrentes, o seu retorno sobre o patrimônio líquido tem crescido de maneira ininterrupta desde 4T11.

6.2.6. Resumo dos indicadores

Por fim, fez-se tabelas com o intuito de resumir os principais resultados auferidos da análise de evolução dos indicadores econômico-financeiros das empresas estudadas, comparando-se a posição do início da série histórica estudada, 4T08, que contém os dados do primeiro ano completo posterior aos processos de abertura de capital das empresas e que representou o início da adoção consistente da estratégia de crescimento aquisitivo delas, e 3T12, que contém os dados mais recentes disponíveis. É válido destacar que os dados apresentados se referem aos 12 meses anteriores ao fechamento de cada período, com o intuito de se amenizar o efeito da sazonalidade, que poderia contaminar a comparação.

Indicador – Anhanguera	4T08	3T12	Variação
Receita (R\$ milhões)	654	1.594	144%
Percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida	55%	60%	+ 5 p.p.
Percentual de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida	27%	16%	- 11 p.p.
Margem operacional	7%	8%	+ 1 p.p.
Retorno sobre o patrimônio líquido	-3%	5%	+ 8 p.p.

Tabela 9 – Resumo da evolução dos indicadores econômico-financeiros selecionados da Anhanguera.

Fonte: autoria própria.

Indicador – Estácio	4T08	3T12	Variação
Receita (R\$ milhões)	980	1.316	34%
Percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida	61%	60%	- 1 p.p.
Percentual de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida	33%	26%	- 7 p.p.
Margem operacional	1%	9%	+ 8 p.p.
Retorno sobre o patrimônio líquido	9%	14%	+ 5 p.p.

Tabela 10 – Resumo da evolução dos indicadores econômico-financeiros selecionados da Estácio.

Fonte: autoria própria.

Indicador – Kroton	4T08	3T12	Variação
Receita (R\$ milhões)	280	1.238	343%
Percentual de custos dos serviços prestados sobre a receita líquida	61%	49%	- 12 p.p.
Percentual de despesas comerciais, gerais e administrativas sobre a receita líquida	19%	28%	+ 9 p.p.
Margem operacional	9%	16%	+ 7 p.p.
Retorno sobre o patrimônio líquido	7%	8%	+ 1 p.p.

Tabela 11 – Resumo da evolução dos indicadores econômico-financeiros selecionados da Kroton.

Fonte: autoria própria.

7. Conclusões

As pesquisas, análises e discussões realizadas no presente trabalho proveram evidências favoráveis à hipótese levantada.

Primeiramente, foi possível identificar fontes específicas de potenciais sinergias no setor estudado a partir do aprofundamento do conhecimento sobre os principais direcionadores de rentabilidade e valor das empresas de educação superior privadas brasileiras. A partir desta identificação, também foi possível discutir a probabilidade de que cada potencial sinergia impactaria de maneira relevante os resultados das empresas, podendo-se assim focar naquelas mais prováveis de surtirem efeitos materiais.

Em seguida, após evidenciar a existência de potenciais sinergias, a análise dos indicadores econômico-financeiros das três empresas selecionadas também gerou indícios de que a adoção da estratégia de crescimento aquisitivo por parte delas estaria se traduzindo numa maior rentabilidade operacional, o que, *ceteris paribus*, vem a se converter em geração de valor econômico aos seus acionistas, assumindo-se a premissa de que os prêmios pagos às empresas adquiridas respeitariam o princípio de não serem superiores ao valor das sinergias.

A partir das tabelas apresentadas ao final do capítulo anterior, é possível perceber com maior clareza que de fato, ao longo do período analisado, que compreendeu o crescimento aquisitivo das três empresas, houve em geral uma melhoria nos indicadores capazes de traduzir com mais propriedade os impactos dos ganhos sinérgicos nas suas rentabilidades. Como demonstra a análise dos indicadores, foi verificada uma tendência de forte aumento de receita, que contém, entre outros, um elemento sinérgico operacional. Além disso, os indicadores também apontaram uma queda na proporção de custos e despesas em relação à receita líquida.

Tentando-se analisar as empresas separadamente com base na discussão gerada, é possível perceber que, apesar de as três adotarem com consistência a estratégia do crescimento através de aquisições, especialmente horizontais, existem claras diferenças na forma como estas estratégias têm sido implementadas ao longo dos últimos cinco anos.

A Anhanguera optou primordialmente pela realização de diversas aquisições de médio porte, com foco no ensino presencial, capazes de fortalecer sua presença nos estados mais desenvolvidos da federação, totalmente concentrada no centro-sul do Brasil. Percebe-se também que o crescimento se deu particularmente no seu berço, o estado de São Paulo, e que a instituição se manteve distante da intenção de aumentar sua penetração significativamente no estado do Rio de Janeiro, tradicionalmente uma praça dominada pela sua concorrente Estácio, com apenas uma aquisição importante feita lá, a da UNIPLI.

A última transação relevante da Anhanguera, contudo, pode mostrar uma mudança no tamanho do seu apetite. A aquisição da UNIBAN ao final de 2011, a maior realizada pela empresa até então, pode sinalizar um interesse sobre instituições de maior porte, assim como a sua intenção de não perder a liderança no setor em número de alunos, que agora está claramente ameaçada pela voracidade aquisitiva da Kroton.

Ainda que seus indicadores de rentabilidade estejam melhores agora (3T12) do que no início do período em que se despontaram suas aquisições, é válido notar que já estiveram em níveis superiores ao longo da série histórica, o que aponta para uma incapacidade da empresa de crescer com sustentação de margens. No entanto, a tendência recente observada mostra que isto pode estar mudando.

No caso da Kroton, há uma clara intenção de ganho rápido de escala, que pode ser depreendida das aquisições de instituições de grande porte,

como a IUNI, UNOPAR e Uniasselvi, que colocaram a Kroton num patamar cerca de quatro vezes maior ao que apresentava na época da sua abertura de capital. Também é possível observar que outros direcionadores das aquisições foram a expansão geográfica e a diversificação da base de alunos, com foco em instituições de ensino à distância.

Novamente, assim como a Anhanguera, seus indicadores de rentabilidade apresentaram um comportamento irregular ao longo da série analisada, ainda que com uma tendência de melhora nos períodos mais recentes. É válido destacar que tais indicadores foram, em parte, prejudicados em 4T09 por uma mudança nas políticas contábeis da empresa, o que gera uma distorção na comparação período a período, mas que, a partir da completa adoção dos novos critérios, os indicadores da Kroton, em geral, evoluíram de maneira positiva.

A Estácio, por sua vez, foi a que mostrou uma tendência mais regular entre as comparáveis. Talvez seja possível afirmar que a empresa não primou pela quantidade, isto é, pela taxa de crescimento da receita, mas sim pela qualidade, ou seja, pela sustentação de indicadores positivos e progressivos.

Das três empresas, a Estácio foi a que fez menos aquisições no horizonte analisado, assim como foi a única que não fez uma aquisição de grande porte. As aquisições da Estácio foram principalmente de instituições de até cinco mil alunos e de até R\$ 25 milhões de valor de empresa. Percebe-se também que o foco inicial, sobre instituições no estado de São Paulo, se converteu para regiões menos exploradas do norte e do nordeste do país. Adicionalmente, a empresa concentrou-se no ensino presencial, não tendo feito nenhuma aquisição de instituições de ensino à distância.

A maior regularidade demonstrada pela Estácio, ainda que tenha lhe feito perder a liderança nacional em receita e número de alunos, lhe proporcionou uma melhoria gradual e sustentável da rentabilidade e lhe deu

uma grande vantagem em termos de retorno sobre o patrimônio líquido em relação às suas principais concorrentes.

Enfim, ainda que cada uma das empresas estudadas tenha suas singularidades, o presente trabalho conclui que a estratégia de crescimento aquisitivo adotada por estas empresas têm embasamento econômico. Existem evidências concretas de que existem fontes de ganhos sinérgicos, que, por sua vez, estão se traduzindo em melhores resultados econômicos. Portanto, caso as condições de atratividade de fusões e aquisições no setor se mantenham, é razoável admitir e projetar que continuarão ocorrendo transações na educação superior privada brasileira.

O contexto do mercado, todavia, não deve se manter constante ao longo dos próximos anos. O mercado de educação experimentou nos últimos anos um crescimento muito acelerado, impulsionado por uma grande demanda reprimida, o que tende a diminuir ao longo do tempo. O crescimento verificado foi resultado não apenas das políticas de incentivo dos últimos governos, mas uma consequência de um processo de universalização que começou em meados da década de 1990, quando houve um grande esforço do Governo Federal no sentido da universalização do ensino básico, o que elevou o contingente de alunos do ensino superior na década de 2000 para um novo patamar. Logo, ainda que as taxas de crescimento possam continuar altas por mais alguns anos, não é razoável se projetar outra mudança de patamar. Porém, talvez um menor crescimento de mercado possa atuar ainda mais como um incentivo e não um obstáculo à ocorrência de fusões e aquisições, pois este passaria a ser uma alternativa ao crescimento ainda mais natural caso o potencial de crescimento orgânico se mostre contido.

Em relação às suas limitações, é importante ressaltar que o presente trabalho se fundamentou numa abordagem metodológica pouco utilizada em artigos que tratam do tema de fusões e aquisições por se propor a entender com maior profundidade as motivações econômicas das transações, ao invés

de meramente tentar mensurar o 'sucesso' ou o 'fracasso' de transações com base no preço das ações das empresas envolvidas, um medidor enviesado por uma diversidade de fatores externos ao ganho sinérgico, já explicados.

Acredita-se que o teste da primeira da hipótese levantada, isto é, a identificação da existência de sinergias específicas no setor estudado, apesar de comprovado por meios qualitativos, poderia ter sido ainda mais acentuado caso todas as empresas abordadas tivessem contribuído com as respostas ao questionário enviado. Tentou-se insistentemente conseguir tais contribuições por parte da Anhanguera e um aprofundamento do que foi enviado pela Kroton, mas não foi possível, mesmo feitas todas as ressalvas que garantiam a tais empresas a não divulgação de informações que pudessem ser consideradas sensíveis ou confidenciais.

Em relação à análise dos indicadores econômico-financeiros das empresas, ainda que tenha se mostrado um método muito mais eficaz para 'destrinchar' os impactos específicos do potencial sinérgico nos resultados das empresas, ainda carece de aprimoramento para permitir evidências segregadas e mais incontestáveis em relação à tradução das sinergias em valor econômico para os acionistas, o que não é algo trivial.

Este aprimoramento, na compreensão do autor, seria a possibilidade de se conseguir uma maior abertura das contas dos demonstrativos financeiros das empresas, o que permitiria segregar minuciosamente cada um dos componentes de receitas, custos e despesas, de forma a poder ter uma maior precisão sobre onde exatamente o potencial sinérgico de cada aquisição impactou. Poder-se-ia, inclusive, expurgar o próprio custo de transação dos processos, que certamente poluem algumas linhas do demonstrativo de resultados das empresas (despesas com assessoria jurídica e auditoria para as aquisições, por exemplo).

Entretanto, mais uma vez, o autor entende que o presente trabalho conseguiu ir ao nível mais adequado de análise ao objetivo que se propôs com base nas informações públicas disponíveis. Eventualmente, caso tivesse acesso a um grau de abertura não-disponível nas fontes públicas, em especial os demonstrativos financeiros das empresas adquiridas segregados nos períodos anteriores e posteriores à transação, a análise poderia ter sido ainda mais rica, incluindo a avaliação do valor gerado pelas transações aos acionistas, contrapondo-a ao prêmio pago pelas aquisições. Sem os dados segregados, não é possível ser conclusivo em relação a este ponto.

Adicionalmente, outra limitação que não pode ser descartada é o fato de que esta análise foi realizada em um contexto macroeconômico irregular e inconstante. O horizonte analisado inclui o período da crise financeira mundial que, apesar de ter atingido o mercado brasileiro com intensidade relativa menor do que o fez em mercados mais desenvolvidos, não passou despercebida. Ainda assim, ao optar por contrapor justamente o período pré-crise com o período atual, eventualmente considerado como um período pós-crise, os efeitos da irregularidade da conjuntura econômica podem ter sido minimizados, não prejudicando as conclusões que foram alcançadas com base nas análises.

Quanto a recomendações para trabalhos futuros, parece claro que as fusões e aquisições oferecem um amplo espaço para estudos futuros. Tanto a metodologia proposta pelo presente trabalho, quanto a mais comum mensuração dos retornos anormais acumulados, ou até mesmo outras abordagens metodológicas que venham a ser propostas, podem contribuir para um melhor entendimento do fenômeno das fusões e aquisições por parte do mundo acadêmico. E este, por sua vez, tem muito a contribuir ao mundo dos negócios e das estratégias empresariais.

As numerosas transações que ocorrem regularmente no Brasil e no mundo oferecem um rico material de estudo para os mais diversos setores e

mercados. As fusões e aquisições, ainda que não tenham recebido grande destaque pela academia, são uma realidade de grande importância econômica e de muitas perspectivas profissionais para alunos de administração de empresas e de áreas correlatas.

Sugere-se que o enfoque metodológico proposto no presente trabalho seja levado a outros setores, a fim de se testar sua eficácia. Não apenas, caso os setores ou empresas estudados se configurem por transações mais pontuais, diferentemente do que se observa na educação superior privada brasileira, o cruzamento da metodologia aqui proposta com a mais tradicional pode ainda ser mais conclusivo em relação às hipóteses a serem testadas.

Por fim, levando em consideração as limitações anteriormente explicadas, apesar do entendimento de que o presente trabalho foi perfeitamente capaz de responder àquilo que se propôs, é recomendado que os estudos futuros se baseiem em empresas que apresentem grau de abertura de informações igual ou superior ao das empresas aqui selecionadas, pois quanto maior esta abertura, entende-se que mais assertivas poderão ser as análises e conclusões. No melhor caso, em que as informações financeiras das empresas adquiridas fossem apresentadas de maneira segregada, tanto antes, quanto depois da transação, além de maior precisão numérica a respeito das sinergias, outras análises correlatas, como a avaliação das empresas e a geração de valor vis-à-vis o valor pago pela transação, por exemplo, poderiam ser elaboradas.

Referências

AMARAL, A.; MAGALHÃES, A. O conceito de *stakeholder* e o novo paradigma do ensino superior. **Revista Portuguesa de Educação**, Braga, v. 13, n. 2, p. 7-28, 2000.

AMIT, R.; LIVNAT, J.; ZAROWIN, P. A classification of mergers and acquisitions by motives: analysis of market responses. **Contemporary Accounting Research**. Estados Unidos, v. 6, issue 1, p. 143-158, set./dez. 1989.

AMORIM, L. Na Kroton, o minoritário virou chefe. **Exame**. 4 mai. 2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0991/noticias/o-minoritario-virou-chefe>>. Acesso em: 15 nov. 2012.

ANHANGUERA. **Prospecto definitivo de distribuição pública primária e secundária de certificados de depósito de ações (“units”) de emissão da Anhanguera Educacional**. São Paulo: Anhanguera Educacional, 2007.

ANHANGUERA. **Prospecto definitivo de oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias de emissão da Anhanguera Educacional**. São Paulo: Anhanguera Educacional, 2010.

ANHANGUERA. **Resultado 3T12**. Valinhos: Anhanguera Educacional, 2012a. Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/anhanguera2011/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=E9EEE523-23E9-48C9-959A-3DED5E8FA038>. Acesso em: 10 nov. 2012.

AP SIS. **Laudo de avaliação**: RJ-0043/11-02 – Estácio Participações. 2011. Disponível em: <http://www.estacioparticipacoes.com/estacio2010/web/arquivos/Estacio_Laudo_20110317_port.pdf>. Acesso em: 29 set. 2012.

BALL, S. J. **Education for sale!** The commodification of everything? Londres: University of London, 2004.

BANCO J. SAFRA. Prospects are positive and prices attractive: we favor KROT11 and ABRE11. **Sector Note:** Education, São Paulo, ago. 2012.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: an empirical investigation. **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, Seattle, v. 28, issue 3, p. 347-362, set. 1993.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.** Brasília, 1988.

BRASIL. **Lei nº 11.096/2005.** Brasília, 2005.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Financial management:** theory and practice. Estados Unidos: Thomson South-Western, 2005.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **FIES – Financiamento Estudantil.** Brasília, 2012. Disponível em: <http://www3.caixa.gov.br/fies/FIES_FinancEstudantil.asp>. Acesso em: 4 nov. 2012.

CAMARGOS, M. A.; 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.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, abr./jun. 2005

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 49, n. 2, abr./jun. 2009.

CARVALHO, C. H. A. **Política para o ensino superior no Brasil (1995-2006)**: ruptura e continuidade nas relações entre público e privado. Campinas: Universidade de Campinas (UNICAMP), 2006.

CELLINI, S. R. For-profit higher education: an assessment of costs and benefits. **National Tax Journal**, Washington, 65 (1), p. 153–180, mar. 2012.

CHATTERJEE, S. Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms. **Strategic Management Journal**, Estados Unidos, v. 7, p. 119-139, 1986.

CHOPRA, S.; MEINDL, P. **Gerenciamento da cadeia de suprimentos: estratégia, planejamento e operação**. São Paulo: Prentice Hall, 2003.

CIEGLINSKI, A. MEC muda critério para que instituições recebam isenção por bolsas do ProUni. **Agência Brasil**. 2 jun. 2011. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/noticia/2011-06-02/mec-muda-criterio-para-que-instituicoes-recebam-isencao-por-bolsas-do-prouni>>. Acesso em: 4 nov. 2012.

DEUTSCHE BANK. Homework assignment: buy ESTC3, AEDU3 and KROT11. **Markets Research: Education**, São Paulo, jan. 2012.

DEVOS E.; KADAPAKKAM, P. R.; KRISHNAMURTHY, S. How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 22, n. 3, 2009.

DOMINGUES, M. A. I. **Publicação eletrônica**: estudo para o mestrado da Fundação Getulio Vargas [mensagem pessoal]. Mensagem recebida por <alands@gmail.com> em 8 nov. 2012.

DURHAM, E. R. Educação superior, pública e privada. In: SCHWARTZMAN, S.; BROCK, C. **Os desafios para a educação no Brasil**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2005.

ESTÁCIO. **Prospecto definitivo de oferta pública de distribuição primária e secundária de *units* de emissão da Estácio Participações**. São Paulo: Estácio Participações, 2007.

ESTÁCIO. **Resultados do 2T12**. Rio de Janeiro: Estácio Participações, 2012a. Disponível em: <http://www.estacioparticipacoes.com/estacio2010/web/arquivos/Estacio_APRCall_2T12_port.pdf>. Acesso em: 29 set. 2012.

ESTÁCIO. **Resultados do 3T12**. Rio de Janeiro: Estácio Participações, 2012b. Disponível em: <http://www.estacioparticipacoes.com.br/estacio2010/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=18FF9842-DC5A-4E05-9D1A-B60CEF7ABD6C>. Acesso em: 10 nov. 2012.

ESTÁCIO. **História**. Estácio Participações, 2012c. Disponível em: <<http://portal.estacio.br/quem-somos/historia.aspx>>. Acesso em: 11 nov. 2012.

FLUGT, C. **Shareholder wealth effects of mergers and acquisitions**: an empirical investigation of short-term performance in the European market. Dinamarca: Universidade de Aarhus, 2009.

FRIED, V. H.; HILL, A. D. The future of for-profit higher education. **The Journal of Private Equity**, Nova Iorque, out./dez. 2009.

IBGE. **PNAD 2011**: crescimento da renda foi maior nas classes de rendimento mais baixas. Brasília: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2012. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/presidencia/noticias/noticia_visualiza.php?id_noticia=2222&id_pagina=1>. Acesso em: 2 nov. 2012.

INEP. **Censo da educação superior 2010**: resumo técnico. Brasília: Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira, 2012.

KLUYVER, C. A.; PEARCE II, J. A. **Estratégia**: uma visão executiva. São Paulo: Prentice Hall, 2007.

KODE, G. V. M.; FORD, J. C.; SUTHERLAND, M. M. A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: a critical review of the literature. **South African Journal of Business Management**, Joanesburgo, v. 34, 2003.

KPMG. **Pesquisa de fusões e aquisições 2012**: 2º trimestre. São Paulo, 2012.

KRISHNAM, H. A.; KRISHNAM, R.; LEFANOWICZ, C. E. Market perception of synergies in related acquisitions. **Academy of Strategic Management Journal**, Estados Unidos, v. 8, p. 99-119, jan. 2009.

KROTON. **Prospecto definitivo de distribuição pública primária e secundária de certificados de depósito de ações (“units”) de emissão da Kroton Educacional**. São Paulo: Kroton Educacional, 2007.

KROTON. **Divulgação dos resultados 2009**. São Paulo: Kroton Educacional, 2010a. Disponível em: <http://ri.kroton.com.br/kroton2010/web/arquivos/Kroton_ER_4Q09_pt.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2012.

KROTON. **Divulgação dos resultados 1T10**. São Paulo: Kroton Educacional, 2010b. Disponível em: <http://ri.kroton.com.br/kroton2010/web/arquivos/kroton_resultado_1t10_pt.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2012.

KROTON. **Unopar**. São Paulo: Kroton Educacional, 2011. Disponível em: <<http://ri.kroton.com.br/kroton2010/web/arquivos/unopar%20presentation%20analistas%20port%20call.pdf>>. Acesso em: 29 set. 2012.

KROTON. **Apresentação de resultados 3T12**. São Paulo: Kroton Educacional, 2012a. Disponível em: <http://ri.kroton.com.br/kroton2010/web/download_arquivos.asp?id_arquivo=23A6730D-C977-4BAD-85CC-C57FAB19A867>. Acesso em: 10 nov. 2012.

KROTON. **Histórico**. Kroton Educacional, 2012b. Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/kroton2010/web/conteudo_pti.asp?idioma=0&conta=45&tipo=34091>. Acesso em: 11 nov. 2012.

KROTON. **Comunicado ao mercado**: Kroton adquire Grupo Uniasselvi. Kroton Educacional, 2012c. Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/kroton2010/web/conteudo_pti.asp?idioma=0&tipo=34100&conta=45&id=155017>. Acesso em: 11 nov. 2011.

KROTON. **Institutional presentation**. São Paulo: Kroton Educacional, 2012d.

LEVIDOW, L. Marketizing higher education: neoliberal strategies and counter-strategies. **The Commoner**, Reino Unido, n. 3, jan. 2002.

LOCKETT, A.; WIKLUND, J.; DAVIDSSON, P.; GIRMA, S. Organic and acquisitive growth: re-examining, testing and extending Penrose's growth theory. **Journal of Management Studies**, Oxford, 48:1, jan. 2011.

MACEDO, A. R.; TREVISAN, L. M. V.; TREVISAN, P.; MACEDO, C. S. Educação superior no século XXI e a reforma universitária brasileira. **Ensaio**:

Avaliação e Políticas Públicas em Educação, Rio de Janeiro, v. 13, n. 47, p. 127-148, abr./jun. 2005.

MARGINSON, S. Competition and Markets in Higher Education: a 'glonacal' analysis. **Policy Futures in Education**, Oxford, v. 2, n. 2, 2004.

MARTELANC, R., PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas**: um guia para fusões & aquisições e private equity. São Paulo: Prentice Hall, 2010.

MATIAS, A. B.; BARRETTO, A. C. P. M.; GORGATI, V. **Fusões e aquisições no Brasil atual**: possibilidades de ocorrência de uma onda. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1996.

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.

MÁXIMO, L. Com Prouni, faculdades particulares deixarão de pagar R\$ 1 bi em impostos. **Valor Econômico**. 9 mai. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/2650876/com-prouni-faculdades-particula-res-deixarao-de-pagar-r-1-bi-em-impostos>>. Acesso em: 2 nov. 2012.

MEEKS, G. **Disappointing marriage**: a study of the gains from merger. Cambridge: Cambridge University Press, 1977.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Perspectivas da economia em 2012 e medidas do governo**. Brasília, 2012.

NINNI, K., CRUZ, R. Anhanguera compra Uniban por R\$ 510 milhões. **O Estado de São Paulo**. 20 set. 2011. Disponível em <<http://www.estadao.com.br/noticias/vidae,anhanguera-compra-uniban-por-r-510-milhoes,774783,0.htm>>. Acesso em: 27 out. 2012.

NYBERG, A. J.; FULMER, I. S.; GERHART, B.; CARPENTER, M. A. Agency theory revisited: CEO return and shareholder interest alignment. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 53, issue 5, p. 1029-1049, 2010.

OECD. **Education at a glance 2011**: highlights. Paris: OECD Publishing, 2011.

OLIVEIRA, O. V.; FORTE, S. H. A. C.; ARAGÃO, L. A. Fusões e aquisições sob a perspectiva da vantagem competitiva: o caso da Perdigão Agroindustrial S.A. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo v. 9, n. 24, p. 91-108., mai./ago. 2007.

OTRANTO, C. R. Desvendando a política da educação superior do governo Lula. **Revista Universidade e Sociedade – ANDES-SN**, Brasília, ano XVI, n. 38, p. 18-29, jun. 2006.

OXFORD DICTIONARIES. **Definition of synergy**. Oxford, 2012. Disponível em: <<http://oxforddictionaries.com/definition/english/synergy>>. Acesso em: 14 out. 2012.

PENROSE, E. T. **The theory of growth of the firm**. Oxford: Oxford University Press, 1995.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD D. L. **Microeconomia**. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

SÉCCA, R. X.; LEAL, R. M. Análise do setor de ensino superior privado no Brasil. **BNDES Setorial**, Rio de Janeiro, n. 30, set. 2009.

SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R.. Synergy, managerialism or hubris? an empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms. **Journal of International Business Studies**, Estados Unidos, v. 31, issue 3, p. 387-405, jul./set. 2000.

SGUISSARDI, V. Modelo de expansão da educação superior no Brasil: predomínio privado/mercantil e desafios para a regulação e a formação universitária. **Educação & Sociedade**, Campinas, v. 29, n. 105, p. 991-1022, set./dez. 2008.

SILVA, E. A. A. Direito à educação e educação para todos numa sociedade em desenvolvimento – o caso de Angola. In: **VII Congresso Luso-Afro-Brasileiro de Ciências Sociais**. Coimbra: Centro de Estudos Sociais, Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra, 2004.

SILVA JR., J. R.; SGUISSARDI, V. A nova lei de educação superior: fortalecimento do setor público e regulação do privado/mercantil ou continuidade da privatização e mercantilização do público? **Revista Brasileira de Educação**, Rio de Janeiro, n. 29, mai./ago. 2005.

SISTEMA PROUNI. **Bolsas ofertadas por ano**. Brasília, 2012. Disponível em: http://siteprouni.mec.gov.br/images/arquivos/pdf/Representacoes_graficas/bolsas_ofertadas_ano.pdf. Acesso em: 4 nov. 2012.

SUDARSANAM, P. S. **The essence of mergers and acquisitions**. Londres: Prentice Hall, 1995.

THOMSON. **Worldscope fundamentals**. Thomson One Analytics, 2012. Disponível em: <https://www.thomsononeim.com/v-hom.asp#>>. Acesso em: 17 nov. 2012.

WESTON, J. F.; CHUNG, K. S.; HOAG, S. E. **Mergers, restructuring, and corporate control**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1990.

WOOD JR., T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. **Revista de Administração de Empresas – RAE Executivo**, São Paulo, v. 2, n. 4. nov. 2003 / jan. 2004.

Apêndice

Fundação Getulio Vargas – Escola de Administração de Empresas de São Paulo

Mestrado Profissional em Gestão Internacional (MPGI)

Questionário para a pesquisa da dissertação

Tema: Fusões e aquisições no setor de educação superior no Brasil

Orientador: Prof. Dr. Gilberto Sarfati

Aluno: Alan David Shwartzbaum

1. De um modo geral, por que a <Empresa> tem realizado aquisições de instituições de ensino superior nos últimos anos?

R:

2. Existem sinergias relevantes entre a adquirente e as adquiridas? Quais as principais?

R:

3. Primeiramente, em relação ao aumento de receitas, além da simples incorporação do número de alunos da adquirida, é esperada alguma mudança na taxa de crescimento do número de alunos dela após as transações? Se sim, a que se deve este crescimento mais acelerado (marca, estrutura, *know-how*, sistema de ensino, condições comerciais etc.)?

R:

4. As mensalidades médias das adquiridas focadas em ensino presencial costumam ser mais baixas, mais altas ou no mesmo patamar das mensalidades médias da <Empresa>? Se diferentes da média da <Empresa>, elas tendem a se adequar a esta média? Isto se aplica a alunos existentes ou somente aos novos ingressantes?

R:

5. As mensalidades médias das adquiridas focadas em ensino à distância costumam ser mais baixas, mais altas ou no mesmo patamar das mensalidades médias da <Empresa>? Se diferentes da média da <Empresa>, elas tendem a se adequar a esta média? Isto se aplica a alunos existentes ou somente aos novos ingressantes?

R:

6. Em relação aos custos, quais são os principais componentes da estrutura de custos atual da <Empresa> no ensino presencial? Quais os percentuais (ao menos aproximados) da participação destes componentes no total dos custos?

R:

7. Quais são os principais componentes da estrutura de custos atual da <Empresa> no ensino à distância? Quais os percentuais (ao menos aproximados) da participação destes componentes no total dos custos?

R:

8. Nas cidades em que já há presença de ao menos uma unidade da <Empresa>, os professores tendem a ser compartilhados entre a adquirente e a adquirida?

R:

9. Nas cidades em que já há presença de ao menos uma unidade da <Empresa>, o apoio docente tende a ser compartilhado entre a adquirente e a adquirida?

R:

10. As instituições adquiridas passam a adotar material didático da <Empresa>? Esse material didático é elaborado especificamente para a <Empresa>?

R:

11. No ensino à distância, o material didático, os sistemas e o suporte passam a ser totalmente compartilhados?

R:

12. Os serviços de segurança, limpeza e conservação são contratados de terceiros? Se sim, a adquirida passa a usar os mesmos serviços da <Empresa>?

R:

13. As instituições adquiridas passam a usar algum recurso comercial da <Empresa> (departamento comercial, canais de vendas etc.)?

R:

14. As adquiridas costumam adotar a marca da <Empresa> e a se beneficiar do marketing institucional? E mesmo para o marketing específico das adquiridas, há a possibilidade de elas usarem os recursos da <Empresa> com melhores condições comerciais (serviços de agências, espaço na mídia etc.)?

R:

15. Após a integração, uma parte relevante do pessoal administrativo originalmente proveniente das adquiridas é mantida? Qual é uma faixa aproximada do percentual de despesas administrativas originais das adquiridas que são economizados com o uso dos recursos da adquirente?

R:

16. Existe algum benefício do ponto de vista tributário nas aquisições (adquiridas que não estavam no Prouni, prejuízo fiscal da adquirida etc.)?

R:

17. As aquisições costumam ser financiadas com recursos próprios ou de terceiros? Já foram utilizados recursos do BNDES ou algum subsídio governamental em alguma aquisição?

R:

18. A taxa de desconto utilizada na avaliação das empresas a serem adquiridas é superior ao custo médio ponderado de capital da própria <Empresa>?

R:

19. Já ocorreram casos em que recursos das adquiridas, como pessoas, tecnologias, conhecimentos específicos (*knowhow*) foram aportados e aplicados na <Empresa> como um todo? Se sim, que tipo de recursos?

R:

20. Existem outras razões, além destas sinergias, que tenham motivado ou que ainda motivem a estratégia de fusões e aquisições da empresa?

R: