



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

EDUARDO CALAZANS DE ALMEIDA

**COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS & KROTON
EDUCAÇÃO: UM ESTUDO DE CASO**

Rio de Janeiro
2018

EDUARDO CALAZANS DE ALMEIDA

**COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS & KROTON
EDUCAÇÃO: UM ESTUDO DE CASO**

Monografia apresentada à coordenação do curso de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do certificado de conclusão do curso.

Orientador: Prof^a. Zaina Said El Hajj

Rio de Janeiro
2018

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a duas pessoas que durante todos os anos de graduação nunca me deixaram desistir dos meus sonhos, me apoiando em todos os momentos da minha vida, sejam nos âmbitos pessoais, profissionais e acadêmicos.

Se eu consegui chegar até aqui, me graduando na maior universidade do Brasil, foi por causa dos meus pais dos quais sempre estiveram ao meu lado em todas as horas, onde sempre comemoraram meus dias de glória e o sofreram junto comigo em meus dias de luta.

A eles, deixo meu total reconhecimento e agradecimento por serem quem são, fazendo parte da minha vida e sendo pessoas fundamentais em todas as minhas conquistas.

Maria Magdalena e Claudio, muito obrigado.

AGRADECIMENTOS

Em meio a minha série de agradecimentos, em primeiro lugar, um agradecimento especial para a professora Zaina, que mesmo em seu período de aposentadoria, sempre buscou estar me ajudando e sem ela este trabalho não teria sido concluído. Agradeço também a todos os professores e funcionários da Universidade Federal do Rio de Janeiro, pois hoje eu posso dizer que sou uma pessoa melhor, um adulto que se forma e está pronto para todos os desafios futuros da vida, sem dúvidas pela grande bagagem que puderam proporcionar.

Um agradecimento especial para a minha namorada Ana Carolina, da qual em grande parte do meu tempo de graduação estive ao meu lado, me apoiando, não me permitindo fraquejar em momentos de dificuldade, me ajudando com seu apoio inclusive a conseguir concluir este trabalho.

Deixo também meus agradecimentos para todos os grandes amigos que conquistei na universidade, dos quais posso dizer que proporcionaram bons momentos ao longo dessa trajetória.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo demonstrar a grande combinação de negócios ocorrida entre a Kroton Educacional S.A. e a Anhanguera Educacional Participações S.A., onde transformou a Kroton na maior empresa de educação privada do mundo. São demonstradas as questões legais acerca de tal transação, as análises de balanço nos períodos antecessores e sucessores a combinação de negócio, bem como os indicadores econômicos e de endividamento da empresa antes do fato ocorrido e após a transação aqui em questão. Por fim, foi demonstrado a conclusão acerca da operação.

Palavras chave: Combinação de Negócios, Kroton, Anhanguera.

ABSTRACT

This work has an objective to demonstrate the great business combination that took place between Kroton Educacional S.A. and Anhanguera Educacional Participações S.A., where it transformed Kroton into the largest private education company in the world. The legal issues regarding such transaction, the balance sheet analyzes in the predecessor and successor periods of the business combination, as well as the economic and indebtedness indicators of the company before the occurrence and after the transaction in question, here demonstrated. Finally, the conclusion about the operation about this transaction.

Keywords: Business Combination, Kroton, Anhanguera.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1. Quantidades de combinações de negócios no período de 2002 até 2017.....	8
Figura 1. Estratégia da Kroton Educacional S.A., 2017.....	21
Gráfico 2. Resultados da Kroton Educacional S.A., período de 2012 a 2017	21
Gráfico3. Índices de Liquidez da Kroton Educacional S.A., período de 2012 a 2017.....	24
Gráfico4. Índices de Capital de Terceiros da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017	28
Gráfico 5. Índices Endividamento da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017.....	28
Gráfico 6. Indicadores de Insolvência da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017.....	32
Gráfico 7. Termômetro de Insolvência da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017.....	32

LISTA DE TABELAS

Quadro 1. Balancos Patrimoniais da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2013 (R\$ mil).....	14
Quadro 2. Balancos Patrimoniais da Kroton Educacional S.A. de 2014 a 2017 (R\$ mil).....	15
Quadro 3. Demonstrações dos Resultados dos Exercícios da Kroton Educacional S.A., período de 2012 a 2013 (R\$ mil).....	16
Quadro 4. Demonstrações dos Resultados dos Exercícios da Kroton Educacional S.A., período de 2014 a 2017 (R\$ mil)	16
Quadro 5. Índices de Liquidez da Kroton Educacional S.A., período de 2012 a 2017	24
Quadro 6. Índices de Endividamento da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017.....	27
Quadro 7. Indicadores de Insolvência da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017	31

SUMÁRIO

1.INTRODUÇÃO.....	8
2. DESENVOLVIMENTO	
2.1 FORMAS DE COMBINAÇÃO DE NEGÓCIOS E SUA LEGISLAÇÃO.....	10
2.2 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS (CONTÁBEIS)	13
2.3 KROTON EDUCACIONAL S.A.	17
2.4 RESULTADO DAS ANÁLISES E INDICADORES ECONÔMICOS	
2.4.1 Análises da Liquidez	
.....	22
2.4.2 Índices e Indicadores de Endividamento	
.....	26
2.4.3 Análise do Termômetro da Insolvência	
.....	30
3.CONCLUSÃO.....	33
REFERÊNCIAS.....	34

1.INTRODUÇÃO

Podemos dizer que Combinação de Negócios¹ é uma das principais formas de mudanças de uma organização, tendo em vista que são proventos de obtenções de controles por parte de outras empresas sobre a empresa investida, outra possibilidade se dá pela junção de duas empresas independentes.

O capitalismo e sua magnitude trouxe à tona a criação e expansão deste tipo de transações entre empresas tanto em um cenário nacional quanto internacional. O que levam aos economistas a entenderem que este tipo de transação se dá pela busca cada vez mais acirrada entre as empresas pelo topo de seus nichos das quais estão inseridas.

Para Silva et al. (2004) existe um fato frequente ocorrido no Brasil, onde grandes transações ocorridas que são intituladas como fusões, em grande parte na verdade são incorporações, tendo em vista que não acontece o surgimento de uma nova empresa, e sim a alteração da razão social das empresas ao realizarem tal processo. As empresas buscam de todas as maneiras aproveitar as oportunidades de obter cada vez mais ganhos, seja avançando para novos mercados, reduzindo custos, aumentando a gama de produtos ou de qualquer outra maneira que eleve o retorno do acionista.

O movimento crescente de combinações de negócios no Brasil atingiu seu ápice em 2014 em função da crise econômica da qual alavancava o país na ocasião, quando 879 operações de combinações aconteceram, conforme podemos observar abaixo:

Gráfico 1. Quantidades de combinações de negócios no período de 2002 até 2017.



Fonte: Adaptado de *Pricewaterhouse Coopers* (2017).

Para Hajj (1999), o processo de globalização acabou aumentando a competitividade do mercado das empresas, e a consequência disso foi a de que muitas empresas decidiram por questões estratégicas realizar uma associação, coligação ou controle de outras empresas com a finalidade de cumprir o objetivo de garantir a solvência. Em função deste contexto, ocorreu um aumento crescente desse tipo de operações.

Segundo Nakayama e Salotti (2014), mesmo com o grande volume de operações de combinações de negócios, ainda não existe um estudo ou método do qual interprete as razões pelas quais as empresas vão em busca de combinações de negócios. Apenas existe o conhecimento dos benefícios alcançados, entre estes benefícios estão um novo e próspero cenário de troca de conhecimentos, experiências, tecnologias, entre outros benefícios.

Operações de combinação de negócios¹ envolvem diversos fatores dos quais especialistas no assunto devem ser envolvidos e contratados pelas empresas envolvidas, uma vez que para se realizar uma aquisição, fusão ou incorporação, não é apenas levado em consideração pelo o aspecto contábil da transação, existem aspectos tributários, ambientais e legais.

No Brasil, o órgão responsável pela análise de combinações de negócios¹ chama-se Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), do qual o CADE é subordinado à Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça (SDE/MJ), onde o órgão realiza análises de todos os aspectos dos quais envolvem uma combinação de negócios¹.

A partir deste cenário de múltiplas combinações de negócios¹ ocorrendo no Brasil e no mundo, o objeto deste estudo buscou avaliar os efeitos econômicos e financeiros da operação de Incorporação ocorrida entre a Kroton Educacional S.A. no papel de incorporadora e a Anhanguera Educacional Participações S.A. em 20 de abril de 2013, investigando os principais motivos dos quais levaram aos diretores da Kroton a realizar tal transação, analisaremos os resultados de ambas as empresas antes e após o fato, e por fim verificaremos se os objetivos foram alcançados pelos investidores.

Os objetos das análises foram as demonstrações contábeis (Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido) além das informações contidas nas Demonstrações Financeiras e Notas Explicativas das empresas analisadas durante o período de 2012 a 2017.

Realizamos na pesquisa análises dos indicadores econômicos e financeiros de ambas as empresas a fim de demonstrarmos uma comparabilidade entre os períodos antes da combinação de negócio¹ e após.

A escolha de tal transação entre as instituições de ensino Kroton e Anhanguera se deu pela complexidade e representatividade da transação, uma vez que o Grupo Kroton se tornou a principal instituição de ensino do Brasil.

O estudo buscou nas demonstrações financeiras que antecederam a transação, analisar os índices de endividamento e liquidez a fim de entender os principais motivos que levaram a tal operação, posteriormente, o estudo demonstra os principais impactos na empresa incorporadora no ano do qual a transação foi concretizada e posteriormente, como a empresa operou até seu último ano antes desta pesquisa.

O trabalho foi desenvolvido apresentando a parte teórica do conceito de combinação de negócios, posteriormente a apresentação das empresas investigadas, contemplando um pouco de suas histórias, visões e ambições. A partir disso elaborou-se análises e cálculos de indicadores econômicos e financeiros com o objetivo de demonstrar o impacto da transação de incorporação apresentada deste estudo e por fim é apresentado o resultado da pesquisa e considerações acerca do mesmo.

2. DESENVOLVIMENTO

2.1 Formas de combinação de negócios e sua legislação

Segundo Hajj (1999), existem três formas de combinação de negócios das quais as empresas podem escolher ao realizar uma reestruturação societária:

- a) Fusão: quando duas empresas são combinadas, as mesmas são extintas e é criada uma nova empresa, onde os seus passivos líquidos e seus ativos são transferidos para esta nova empresa constituída pelos acionistas das duas empresas anteriormente extintas.
- b) Aquisição de ativos e passivos líquidos: quando duas empresas que são combinadas, continuam mantidas como sociedades separadas legalmente, onde apenas cria-se uma participação acionária da investidora na empresa investida.
- c) Incorporação: a combinação ocorre quando a empresa que está investindo adquire os passivos líquidos e os ativos das empresas investidas, onde ocorrem em geral emissão de ações ou pagamentos do valor anteriormente acordado entre ambas as partes.

Com base na ideia de melhorar a confiabilidade, a relevância e a comparabilidade que as empresas oferecem, as aplicações do método de aquisição exigem alguns fatores de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 15 – Combinação de Negócios, correspondente ao International Financial Reporting Standards – IFRS nº3, do qual estabelece princípios e exigências a serem cumpridas nas combinações de negócios, alguns aspectos são:

1. Identificação do adquirente: para cada combinação de negócios, uma das entidades envolvidas na combinação deve ser identificada como adquirente, onde o adquirente é a entidade que obtém o controle da adquirida.
2. Determinação da data de aquisição: o adquirente deve determinar a data de aquisição em conjunto a adquirida, esta data retrata a data em que o controle

da adquirida foi concedido ao adquirente. Esta data geralmente é quando os bens são legalmente transferidos, passando os ativos e os passivos líquidos para a adquirente.

3. Reconhecimento e mensuração dos ativos identificáveis adquiridos, dos passivos assumidos e das participações societárias de não controladores na adquirida: o adquirente deve reconhecer, a partir da data de aquisição, separadamente do *goodwill* (ágio por expectativa de rentabilidade futura), os ativos identificáveis adquiridos, os passivos assumidos e quaisquer participações de não controladores na adquirida.

4. Reconhecimento e mensuração do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) ou ganho proveniente por compra vantajosa: O adquirente deve reconhecer o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*), na data da aquisição, contabilizando o maior montante entre o valor líquido, dos ativos identificáveis adquiridos e dos passivos assumidos, ou pela soma da contraprestação transferida em troca do controle da adquirida, normalmente pelo valor justo, mais o montante de quaisquer participações de não controladores na adquirida, e por fim, caso a combinação de negócios seja realizada por estágios, o valor justo em ambos os estágios.

O CPC é uma entidade que controla a divulgação das normas, dos princípios e dos padrões de auditoria e contabilidade. Portanto, combinação de negócios surgiu nas legislações devido a criação do CPC 15, direcionado para o assunto. Todavia, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, embasada pela Lei 9.457/97 (alteração da Lei 6.404/76) e nas instruções 320/99 e 349/01 (alteração da instrução 319/99), considerava combinações de negócios pela forma jurídica que temos hoje.

As documentações preparadas acerca das combinações de negócios, em geral, chamam-se *due diligences*, documento este que tem como principal objetivo avaliar os riscos da combinação de negócios que será realizada, a defesa do consumidor caso seja afetado pela transação, a proteção do meio ambiente, a proteção dos funcionários das empresas envolvidas, a proteção de toda a parte fiscal da qual ambas as empresas

estão sujeitas, a defesa também da ordem econômica, evitando situações intituladas de monopólio ou controle de mercado.

De acordo com a Lei 8.884/94, todas as empresas que forem participar de uma operação de combinação de negócios, sejam elas incorporação, fusão ou aquisições, tem a obrigação de notificar o sistema brasileiro de concorrência, composto pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), pela Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda (SEAE) e pela Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça (SDE), caso as transações resultem cerca de 20% de um mercado relevante, qualquer uma das empresas envolvidas no negócio tenham tido um faturamento bruto anual apresentado na última demonstração do resultado do exercício no valor de R\$ 400 milhões.

Segundo Barros (2003) *Due Diligence* se trata da primeira etapa do processo de combinação de negócios, onde todos os levantamentos e análises sobre a adquirida são realizados, focando em implicações financeiras, principalmente decorrente de questões legais como impostos e taxas, onde isso influencia a transação e os valores a serem pagos.

2.2 Análise das Demonstrações Financeiras (Contábeis)

De acordo com a Lei das Sociedades por ações nº 11.638/07, em vigor desde 01/01/2008, as Demonstrações Financeiras, também conhecidas como Demonstrações Contábeis, são apresentadas da seguinte forma: Balanço Patrimonial, Demonstrações do Resultado do Exercício, Demonstrações dos Resultados Abrangentes, Demonstrações das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstrações dos Fluxos de Caixa e Demonstrações do Valor Adicionado (aplicável apenas para empresas de capital aberto), adicionalmente aos quadros contábeis, existem as Notas Explicativas, o Relatório da Administração e o Parecer do Auditor Independente.

De acordo com Ribeiro (2004) uma análise de balanços tem a finalidade de extrair dados de uma Demonstração Financeira e transformar em informações úteis e necessárias para tomada de decisões pela parte interessada.

Ainda Ribeiro (2004), define que historicamente os primeiros usuários em análises financeiras foram as instituições financeiras. Todavia, atualmente muitos usuários realizam a utilização deste artifício, com o objetivo tanto de conhecer

rentabilidade do capital investido nas entidades e por consequência o seu grau de solvência para avaliar o cumprimento de suas obrigações quanto para avaliar interesses específicos.

Outro autor, Silva (2001) define que quem deveria ser o principal usuário das informações contábeis deveria ser o proprietário e administradores da própria empresa, onde a partir das informações, podem utilizar de análises para o gerenciamento e direção geral da empresa.

Segundo Assaf Neto (2002, p. 48)

Em verdade, a preocupação do analista centra-se nas demonstrações contábeis da sociedade, das quais extrai suas conclusões a respeito de sua situação econômico-financeira, e toma (ou influencia) decisões com relação a conceder ou não crédito, investir em seu capital acionário, alterar determinada política financeira, avaliar se a empresa está sendo bem administrada, identificar sua capacidade de solvência (estimar se irá falir ou não), avaliar se é uma empresa lucrativa e se tem condições de saldar suas dívidas com recursos gerados internamente etc.

A partir disso, devemos considerar dois principais fatores para realizar uma análise das Demonstrações Financeiras: a qualidade das informações produzidas por uma empresa e a quantidade de informações disponibilizadas. Segundo Assaf Neto (2002, p.49), existem dois tipos de Demonstrações Financeiras: as Demonstrações Financeiras obrigatórias são exigidas pela legislação Societária e as Demonstrações Financeiras não obrigatórias normalmente são utilizadas ao uso gerencial interno de uma empresa.

Segundo Iudícibus (1998) a análise de balanços pode ser considerada uma arte, pois mesmo com técnicas desenvolvidas ao longo do tempo, não existe um critério ou metodologia formal de análises em diferentes situações.

Para Ribeiro (1998), uma análise de Demonstrações Financeiras pode ser realizada em fases: a) exame e padronização das Demonstrações Financeiras; b) coleta de dados; c) cálculo dos indicadores: quocientes, coeficientes e números índices, com base na utilização de fórmulas usualmente utilizadas pelos analistas; d) interpretação dos quocientes; e) análises verticais e horizontais; f) comparações de padrões; g) elaboração de relatórios (resultados) facilmente entendíveis por leigos. A partir destes conceitos, apresentamos um resumo do balanço patrimonial e das demonstrações do resultado do exercício da Kroton Educacional S.A. e Controladas

divididos em duas etapas: a) antes da incorporação ser efetivamente concluída; b) após a incorporação ser efetivamente concluída.

a) Balanço Patrimonial

Quadro 1. Balanços Patrimoniais da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2013 (R\$ mil)

Kroton Educacional S.A. e Controladas						
Descrição da conta	31/12/2012	AV	AH	31/12/2013	AV	AH
Ativo Total	3.783.920	100,00	100,00	4.079.162	100,00	107,80
Ativo Circulante	540.543	14,29	100,00	835.079	20,47	154,49
Ativo não Circulante	3.243.377	85,71	100,00	3.244.083	79,53	100,02
Passivo Total	3.783.920	100,00	100,00	4.079.162	100,00	107,80
Passivo Circulante	368.557	9,74	100,00	479.092	11,74	129,99
Passivo não Circulante	1.169.159	30,90	100,00	981.381	24,06	83,94
Patrimônio Líquido	2.246.204	59,36	100,00	2.618.689	64,20	116,58

Fonte: Demonstrações Financeiras da Kroton Educacional S.A. – Organizado pelo autor – (www.cvm.gov.br)

Quadro 2. Balanços Patrimoniais da Kroton Educacional S.A. de 2014 a 2017 (R\$ mil).

Kroton Educacional S.A. e Controladas							
Descrição da conta	Ativo Total	Ativo Circulante	Ativo não Circulante	Passivo Total	Passivo Circulante	Passivo não Circulante	Patrimônio Líquido
31/12/2014	15.486.180	1.450.571	14.035.609	15.486.180	945.905	3.093.867	11.446.408
AV	100	9,37	90,63	100	6,11	19,98	73,91
AH	409,26	268,35	432,75	409,26	256,65	264,62	509,59
31/12/2015	16.638.854	1.641.615	14.997.239	16.638.854	1.173.525	3.005.641	12.459.688
AV	100	9,87	90,13	100	7,05	18,06	74,88
AH	439,73	303,7	462,4	439,73	318,41	257,08	554,7
31/12/2016	17.601.065	2.645.028	14.956.037	17.601.065	1.245.420	2.506.281	13.849.364
AV	100	15,03	84,97	100	7,08	14,24	78,68
AH	465,15	489,33	461,13	465,15	337,92	214,37	616,57
31/12/2017	18.667.762	3.536.141	15.131.621	18.667.762	1.345.534	2.114.502	15.207.726
AV	100	18,94	81,06	100	7,21	11,33	81,47
AH	493,34	654,18	466,54	493,34	365,08	180,86	677,04

mil).

Fonte: Demonstrações Financeiras da Kroton Educacional S.A. – Organizado pelo autor – (www.cvm.gov.br)

Da análise dos Balanços Patrimoniais, dos quadros 1 e 2 verificou-se por meio da análise horizontal, que o ativo cresceu 493% em termos nominais no período de 2012 a 2017. Durante o período analisado, podemos observar que o ativo circulante se manteve sempre abaixo ou igual a 20% do total do ativo.

O passivo circulante representa ainda menos do total do passivo, com exceção de 2013, sempre esteve abaixo de 10%.

O patrimônio líquido representava em 2012 59% do passivo total, em 2013 64%, e em 2014 (ano da efetivação da incorporação), aumentou para 74%, causado em função da incorporação do capital social da Anhangera Educacional Participações S.A. Por fim, em 2017 o patrimônio líquido da Kroton representava mais de 81%, totalizando cerca de R\$ 15.207.726 mil.

O lucro líquido em 2013 foi de R\$ 516,6 milhões (25,62% da receita líquida), o que demonstra um crescimento em relação a 2012 que foi de R\$ 202 milhões (14,37% da receita líquida). No de 2014 (ano da efetivação da incorporação), o lucro líquido teve um aumento de 93,7% em relação ao ano anterior, totalizando R\$ 1.000,6 milhões (26,51% da receita). Em 2017 o lucro líquido da Kroton Educacional S.A. foi de R\$ 1.882,3 milhões (33,87% da receita líquida), um aumento de 264% em relação a 2013 (último ano antes da incorporação ter sido efetivada).

Quadro 3. Demonstrações dos Resultados dos Exercícios da Kroton Educacional S.A., período de 2012 a 2013 (R\$ mil).

Kroton Educacional S.A. e Controladas						
Descrição da conta	31/12/2012	AV	AH	31/12/2013	AV	AH
Receita Líquida	1.405.566	100,00	100,0	2.015.942	100,0	143,43
Custos Serviços Vendidos	(762.841)	(54,27)	100,0	(922.388)	(45,75)	120,91
Resultado Bruto	642.725	45,73	100,0	1.093.554	54,25	170,14
Despesas Operacionais	(399.669)	(28,43)	100,0	(534.804)	(26,53)	133,81
Financeiras	(34.435)	(2,45)	100,0	(25.210)	(1,25)	73,21
Resultado Operacional	243.056	17,29	100,0	558.750	27,72	229,89
Lucro do Período	202.044	14,37	100,00	516.571	25,62	255,67

Fonte: Demonstrações Financeiras da Kroton Educacional S.A. – Organizado pelo autor – (www.cvm.gov.br)

Quadro 4. Demonstrações dos Resultados dos Exercícios da Kroton Educacional S.A., período de 2014 a 2017 (R\$ mil).

Kroton Educacional S.A. e Controladas							
31/12/2014	3.774.475	-1.643.130	2.131.345	-1.090.528	-24.976	1.040.817	1.000.600
AV	100	-43,53	56,47	-28,89	-0,66	27,58	26,51
AH	268,54	215,4	331,61	272,86	72,53	428,22	495,24
31/12/2015	5.265.058	-2.240.874	3.024.184	-1.528.814	-30.909	1.495.370	1.396.134
AV	100	-42,56	57,44	-29,04	-0,59	28,4	26,52
AH	374,59	293,75	470,53	382,52	89,76	615,24	691
31/12/2016	5.244.718	-2.156.782	3.087.936	-1.281.537	116.456	1.806.399	1.864.635
AV	100	-41,12	58,88	-24,43	2,22	34,44	35,55
AH	373,14	282,73	480,44	320,65	-338,19	743,2	922,89
31/12/2017	5.557.748	-2.105.890	3.451.858	-1.757.351	226.088	1.694.507	1.882.316
AV	100	-37,89	62,11	-31,62	4,07	30,49	33,87
AH	395,41	276,06	537,07	439,7	-656,56	697,17	931,64

Fonte: Demonstrações Financeiras da Kroton Educacional S.A. – Organizado pelo autor – (www.cvm.gov.br)

2.3 A Kroton Educacional S.A.

A Kroton Educacional S.A. hoje é considerada a maior empresa privada do mundo no setor educacional. Em 1966, em Belo Horizonte, Minas Gerais, cinco jovens tiveram uma brilhante ideia de criar um empreendimento na área de educação, onde a partir disso, foi criado um curso de pré-vestibular intitulado de Pitágoras. O resultado do desempenho dos alunos deste curso nos principais vestibulares do país foi impressionante, atingindo cerca de 94% de aprovação. A partir disso, a marca Pitágoras se tornou conhecida no universo de pré-vestibulares, onde em dois anos após a sua criação, chegou a atingir 600 alunos matriculados no curso, dos quais constituíam 13 turmas divididas em 3 turnos.

Já no ano de 1972, apenas 6 anos após a criação da primeira turma de pré-vestibular, os fundadores com base na demanda de alunos e nos rendimentos captados ao longo dos últimos anos, dão um passo à frente e fundam o primeiro colégio Pitágoras para alunos do ensino fundamental e ensino médio. Neste momento, a

instituição já possuía mais de 5.000 alunos com idades entre 11 e 18 anos. O que inspirou o sucesso da instituição Pitágoras foi o método de ensino aos alunos, dos quais eram voltados diretamente para as necessidades do aluno ao longo de todas as etapas do período escolar (o que era um grande diferencial na época quando comparado com as demais redes de ensino). Já no ano de 1974, com todo o sucesso da instituição, foi fundada a maior unidade do Grupo Pitágoras de ensino básico, o chamado Colégio Pitágoras Cidade Jardim.

Nos anos 80, a crise econômica afetava o país, então os fundadores do Grupo Pitágoras buscaram uma maneira de diversificar seus investimentos no país a fim de trazer novas fontes de renda. Portanto, a estratégia adotada na ocasião foi acompanhar o processo de migração geográfica das empresas brasileiras, algo até então nunca realizado por redes de ensino do país, o Grupo Pitágoras fundou escolas para brasileiros no Iraque e na Mauritânia, ambas as escolas atendiam mais de 1.000 alunos brasileiros que viviam naqueles países dos quais os pais haviam sido transferidos em conjunto com grandes empresas brasileiras, diversificando o investimento no mundo, já que o Brasil encontrava-se em crise econômica.

Já nos anos 90, os donos do Grupo Pitágoras tiveram outra grande sacada, a de se associar com outras instituições de ensino básico, a fim de disseminar o seu modelo de ensino, surgiu a partir de então a Rede Pitágoras, onde as escolas que se associaram com a Rede Pitágoras, tinham de estar comprometidas com a qualidade dos serviços prestados, os métodos de ensino aos alunos e o aperfeiçoamento constante dos serviços. Após um ano da criação da Rede Pitágoras, 106 escolas já se encontravam associadas a instituição. Onde estas escolas sempre buscavam escalabilidade, produtividade, bem como replicar o método de ensino. Em 1999, a estratégia da administração foi criar a Fundação Pitágoras, onde o objetivo principal foi de perpetuar a empresa, criando assim projetos em instituições públicas, em conjunto com os governos e também projetos em instituições privadas, em conjunto com os administradores das mesmas.

Nos anos 2000, o governo brasileiro instituiu novas medidas no setor educacional do país, o que poderia acabar freando o crescimento do Grupo Pitágoras nas instituições de ensino fundamental e médio. Portanto, com mais uma grande ideia, os administradores do Grupo decidem fundar a primeira Faculdade Pitágoras, onde

mais uma vez a estratégia seria um método de ensino diferenciado e exclusivo aos alunos. Para este empreendimento, os administradores da Rede Pitágoras contaram com o conhecimento e expertise de, na época, uma das maiores companhias de educação do mundo, a chamada Apollo International, da qual sua sede ficava situada no Estado do Arizona, pertencente aos Estados Unidos da América, onde realizou uma parceria da qual tinha uma participação acionária nas Faculdades Pitágoras. Em 2005, os fundadores do Grupo Pitágoras, fizeram uma oferta a Apollo International e compraram a participação deles nas Faculdades Pitágoras, retomando assim o controle de 100% das participações. Em 2007, os fundadores decidiram se lançar a mais uma modalidade de investimento, abriram capital do Grupo Pitágoras na BM&FBovespa, compartilhando assim parte da sua empresa com outros acionistas minoritários. O nome das ações foi o de Kroton Educacional (KROT11). Este marco em 2007 deu a possibilidade aos administradores e fundadores de acumular capital para expansão e desenvolvimento de seus negócios. Todavia, o sonho dos fundadores era muito alto e o capital acumulado na abertura de comercialização de ações na bolsa de valores não foi suficiente e, em 2009, a agora intitulada Kroton solicitou e recebeu um aporte financeiro da Advent International, um dos maiores grupos de private equity (empresas que realizam investimentos em outras empresas) do mundo, onde a partir desta negociação, o controle da Kroton foi compartilhado com a Advent.

Em 2010, a Kroton intensificou sua estratégia de combinação de negócios, sendo mais agressiva nesse sentido, tendo naquela ocasião uma das empresas mais sólidas do ramo de educação do país, a Kroton realizou a maior aquisição do setor de educação superior do país, incorporando a IUNI Educacional S.A pelo valor de R\$ 191,7 milhões. O Grupo UNIC reúne instituições de ensino superior do estado do Mato Grosso, sendo composto atualmente por 12 faculdades privadas bem como a Universidade de Cuiabá. O Grupo UNIC, é dono também das marcas de graduação e pós-graduação UNIME e FAMA.

Em 2011, a Kroton continua sua estratégia de combinação de negócios, investindo em outras empresas, e acaba incorporando a Faculdade Atenas Maranhense (São Luiz e Imperatriz – MA) por R\$ 31,6 milhões, bem como a Faculdade União (Ponta Grossa – PR) por R\$ 4,7 milhões. No mesmo ano, realiza mais uma incorporação, a empresa de educação FAIS – Faculdade do Sorriso por R\$ 7 milhões, da qual incorporou ao Grupo UNIC, como controlador da mesma. Ainda este ano,

realiza mais uma vez a maior aquisição da história do ramo de educação, seja superior ou fundamental, do Brasil. A Kroton incorpora a UNOPAR, faculdade especializada em educação à distância. O valor desta transação girou em torno de R\$ 1,3 bilhão. A partir disso, a Kroton tornava-se líder do setor de ensino a distância no Brasil.

Em 2012, a estratégia de incorporações continua, e a primeira empresa incorporada no ano foi o Centro Universitário Cândido Rondon (Unirondon) por R\$ 22 milhões. Após esta incorporação, o Centro Universitário Leonardo da Vinci, também conhecido como Uniasselve foi incorporado, onde o valor da transação girou em torno de R\$ 510 milhões.

Em 2013, a Kroton utilizou a estratégia de possuir diversas empresas em seu Grupo e, portanto, expandiu utilizando-se da empresa Unopar (incorporada em 2011), expande para mais 40 localidades o ensino a distância no país. Além disso, em 2013, a Kroton inicia suas conversas pelo acordo de associação junto a Anhanguera Educacional e Participações S.A., tema deste trabalho. Onde o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE só aprovou esta incorporação no dia 15 de abril de 2014, onde algumas medidas por parte da Kroton deveriam ser tomadas com o objetivo de evitar monopólio de mercado. O valor da aquisição girou em torno de R\$ 5 bilhões.

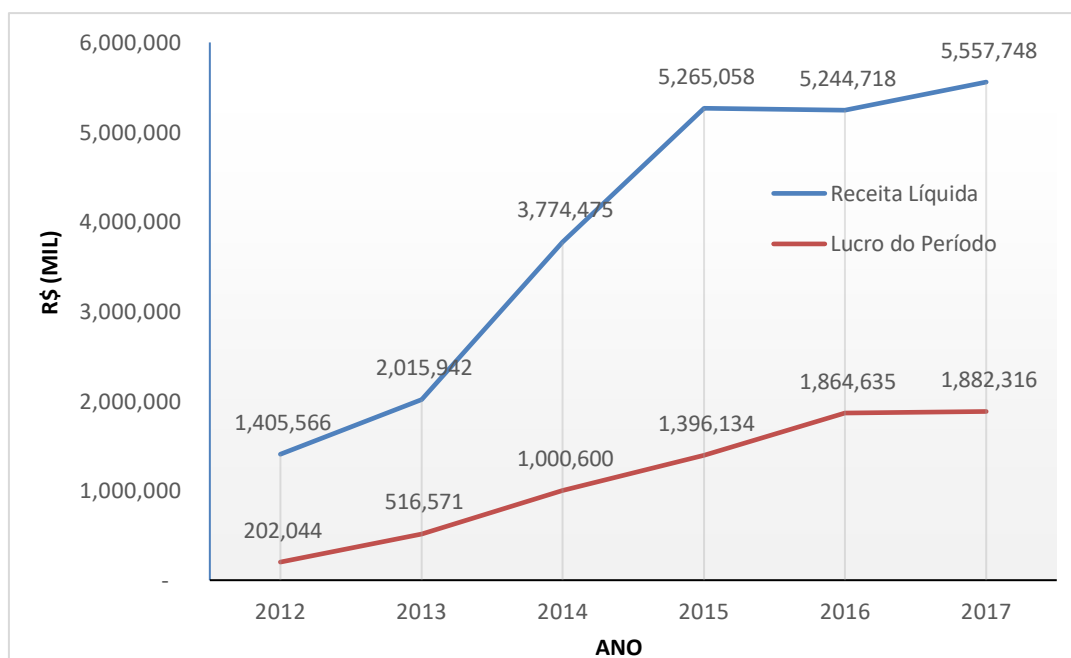
A Kroton Educacional S.A. a partir desta transação, tornou-se a maior empresa do setor de educação do mundo, conquistando este status em um período de menos de 50 anos. Porém, para que a negociação de incorporação da Anhanguera Educacional Participações S.A., empresa também com ações comercializadas na BM&FBovespa com a nomenclatura de AEDU3, as seguintes medidas deveriam ser tomadas por ambas as empresas:

- Necessidade de alienação da Sociedade Educacional Leonardo da Vinci S/S Ltda., detentora do Centro Universitário Leonardo da Vinci (incorporado em 2012 por R\$ 510 milhões), que oferece curso de graduação na modalidade de ensino a distância (EAD) sob a bandeira Uniasselvi;
- Necessidade de alienação de ao menos duas instituições de ensino superior que oferecem cursos presenciais em Rondonópolis e Cuiabá;

- Necessidade de limitação de número de alunos que poderão ser captados por suas bandeiras em determinados cursos EAD em 48 municípios específicos, até 2017. Além disso, pelo mesmo período, a Kroton e a Anhanguera devem se comprometer a não usar suas bandeiras para captação de novos alunos em determinados cursos EAD em municípios das quais ambas as empresas estejam atuando. Com relação aos cursos EAD/municípios não afetados por tais compromissos, as atividades de Unopar e Uniderp permanecem inalteradas, inclusive no que se refere a seus respectivos planos de expansão. As Companhias também assumiram o compromisso de investir na capacitação de professores e tutores, reiterando seu compromisso contínuo de oferecer ensino de qualidade a seus alunos.

A partir da transação realizada e a incorporação completamente consolidada, podemos ver o reflexo da operação nos resultados dos exercícios da Companhia:

Gráfico 2. Resultados da Kroton Educacional S.A., período de 2012 a 2017.



Fonte: Demonstrações Financeiras da Kroton Educacional S.A. – Organizado pelo autor – (www.cvm.gov.br)

O volume de vendas da Kroton no período analisado praticamente quadruplicou, o lucro líquido das vendas acompanhou este movimento. Este fenômeno se deu claramente em função da incorporação aqui descrita.

Em 2017, a Kroton divulgou ao mercado uma nova estratégia, conforme figura abaixo:

Figura 1. Estratégia da Kroton Educacional S.A., 2017.



Fonte: Demonstrações Financeiras da Kroton Educacional S.A. – Organizado pelo autor – (www.cvm.gov.br)

De acordo com o Relatório da Administração de 2017, o novo plano estratégico da Kroton se resume em 3 palavras: manter, crescer e transformar. Mantendo as operações em altos níveis de eficiência, crescendo nos atuais e novos negócios e nas atuais ou novas geografias, transformar a Companhia com a ambição de torna-la a empresa de educação mais digital do mundo.

Em relação a manter os níveis de eficiência, a Kroton conseguiu crescer em 9,3% o número de novos alunos captados nos dois processos realizados ao longo do ano de 2017, além de ter alcançado em plenitude o plano projetado no início de 2017. Registrou uma receita líquida de R\$ 5,5 bilhões (+7,1% acima de 2016), uma EBITDA ajustado de R\$ 2,4 bilhões (+7,9% acima de 2016), com uma margem de 44,1%.

Esse desempenho demonstra que a empresa tem conseguido atravessar por todos os desafios de curto prazo, com uma operação eficiente e sustentável. Foi observado ao longo do ano indicadores negativos, como a pequena queda na base de alunos total em função do maior número de formaturas e de evasão e o maior nível de provisionamento para suportar as ofertas de parcelamento aos alunos da Companhia.

Entretanto, as mesmas alavancas de 2017 continuam disponíveis em 2018, como a maturação do modelo acadêmico, o aumento das disciplinas interativas no currículo presencial, o programa de strategic sourcing e as iniciativas relacionadas aos projetos de cobrança e permanência, portanto, as expectativas são positivas.

2.4 Resultados das análises e indicadores econômicos

2.4.1 Análises da Liquidez

Os índices de liquidez têm o objetivo de avaliar a capacidade de pagamento da empresa perante suas obrigações (passivos circulantes e não circulantes). A avaliação da continuidade da empresa é imprescindível para os acionistas e administradores, as variações nestes índices devem ser consideradas em estudos elaborados pelos gestores.

Para se elaborar as análises de liquidez de uma empresa, é necessário apenas o Balanço Patrimonial, que se trata de uma demonstração contábil da qual evidência no período analisado a posição patrimonial da empresa, devendo ser atualizadas constantemente para uma correta análise.

a) Liquidez Imediata: utilizada para indicar a capacidade de imediato pagamento de contas, avaliando uma eventual necessidade de empréstimos para financiar o capital de giro da empresa. Os financiadores de curto prazo, como fornecedores, funcionários, entre outros, não os principais interessados que a empresa possua uma liquidez imediata saudável.

$$LI = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$$

b) Liquidez Corrente: utilizada para medir a capacidade do pagamento de contas em um período de até 12 meses, avaliando também uma eventual necessidade de captação de empréstimos para financiar o capital de giro da empresa. Caso tenha problemas para saldar as dívidas de curto prazo, a empresa poderá passar por sérias dificuldades sendo obrigada a renegociar as dívidas ou captar empréstimos bancários provavelmente a condições de juros não tão favoráveis dado o risco. Neste segundo caso, o passivo circulante tende a crescer mais rápido que o ativo circulante, levando a empresa a graves problemas futuros de solvência. Um índice de liquidez corrente

baixo, pode ser um grande sinal de que uma empresa pode estar com dificuldades financeiras.

$$LC = \text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$$

c) **Liquidez Seca:** o índice de liquidez seca (ILS) parte do pressuposto que os estoques de uma empresa são menos líquidos que o restante do ativo. Portanto, os estoques da empresa são expurgados do cálculo para assim pedir a solvência imediata do passivo circulante da empresa. Este indicador retrata a capacidade de uma empresa saldar suas dívidas em um curto ou curtíssimo prazo sem a mesma abrir mão de seus estoques, para assim continuar mantendo suas operações.

$$LS = (\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}) / \text{Passivo Circulante}$$

d) **Liquidez Geral:** utilizada para detectar as condições financeiras de uma empresa em um período superior a 12 meses. Ou seja, se a empresa tem capacidade de honrar suas dívidas (passivo circulante e passivo não circulante) no longo prazo.

$$LG = (\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}) / (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo})$$

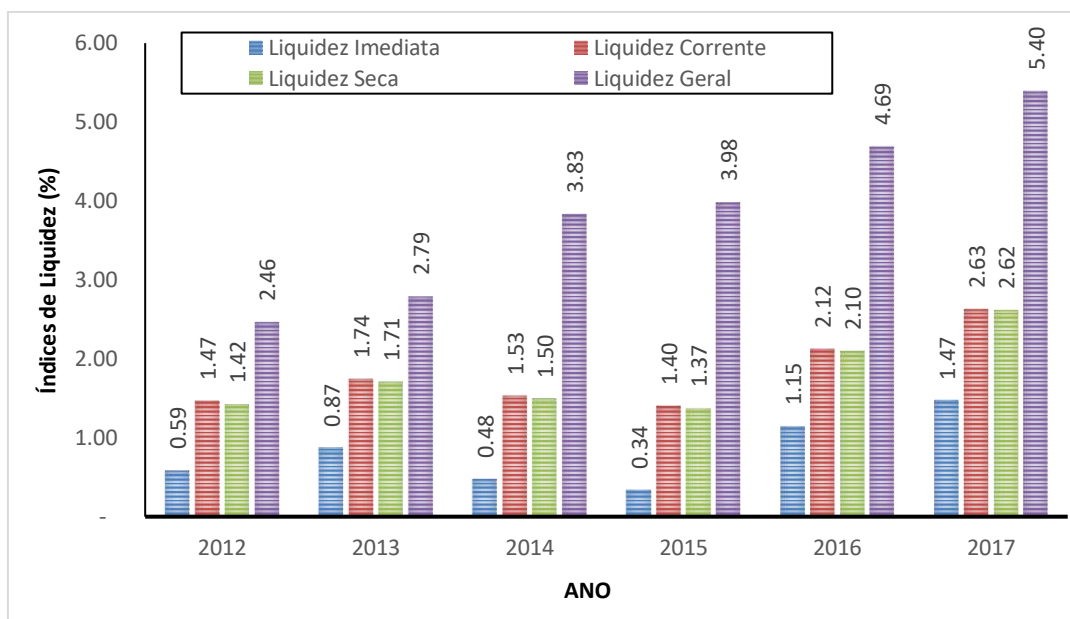
Para cumprir com os objetivos determinados neste trabalho, foi realizado um estudo de caso na Kroton Educacional S.A., analisando as Demonstrações Financeiras do período de 2012 a 2017. Desta forma, segue a apresentação das análises resultantes dos indicadores de liquidez no período analisado:

Quadro 5. Índices de Liquidez da Kroton Educacional S.A., período de 2012 a 2017.

Kroton Educacional S.A. e Controladas							
Indicadores	%						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Média
Liquidez Imediata	0,59	0,87	0,48	0,34	1,15	1,47	0,82
Liquidez Corrente	1,47	1,74	1,53	1,40	2,12	2,63	1,82
Liquidez Seca	1,42	1,71	1,50	1,37	2,10	2,62	1,79
Liquidez Geral	2,46	2,79	3,83	3,98	4,69	5,40	3,86

Fonte: Organizado pelo autor

Gráfico 3. Índices de Liquidez da Kroton Educacional S.A., período de 2012 a 2017.



Fonte: Organizado pelo autor

Podemos observar que o índice de liquidez geral está positivo, ou seja, a cada um real de dívida, a empresa possui mais do que isso para saná-la. Ressaltamos que o ativo circulante da Kroton é composto grande parte pelo ativo operacional, isto é, ativos diretamente ligados a atividade-fim da empresa e o maior valor deste ativo circulante está na conta de clientes. O passivo circulante é bastante pulverizado, porém, em grande parte está diretamente composto por dívidas relacionadas a atividade de operação da empresa. O grande destaque para o índice de liquidez geral está nos anos de 2015, 2016 e 2017, onde estivera acima da média, o que está diretamente relacionado a incorporação da Anhanguera Educacional Participações S.A.

Ressalta-se que o índice de liquidez corrente também apresentou um resultado interessante, quando comparamos os direitos de curto prazo com as obrigações também de curto prazo, observamos que todos os anos analisados apresentam resultados acima de um. Vale destacar nos anos de 2016 e 2017 que estiveram com o índice acima da média dos anos comparados, muito em função do amadurecimento da empresa analisada, após a combinação de negócios aqui apresentada.

Para a liquidez seca, conforme apresentado neste trabalho anteriormente, não é utilizado o saldo dos estoques na análise. Devido ao fato de a Kroton ser uma empresa do ramo de educação, a mesma não possui um elevado estoque, tendo em vista que

ela vende serviços e não mercadorias. Portanto, o índice de liquidez seca está bastante próximo ao índice de liquidez corrente, inclusive apresentando a mesma hipótese de amadurecimento da empresa.

Na análise de liquidez imediata, podemos verificar que apenas nos anos de 2016 e 2017 a empresa apresentou um índice acima de um. Portanto, para os anos anteriores, a empresa estaria exposta a uma necessidade de captação de empréstimos para alavancar o seu capital de giro.

Ao observamos de forma abrangente os índices de liquidez apresentados, podemos ter a noção de que a maioria dos índices são favoráveis a empresa. Adiante disso, vale destacar que nos anos de 2012, 2013, 2014 e 2015 a Kroton possuía em seu passivo um saldo relevante de empréstimos e debêntures, ou seja, a companhia não vinha sendo em grande parte financiada pela própria operação. No ano de 2017, verificamos que o saldo de empréstimos e financiamentos e debêntures representava apenas 2% do total do passivo da empresa, o que impactou diretamente na melhora de todos os índices apresentados, demonstrando que a empresa tem mais investimentos em seu ativo do que dívidas em seu passivo.

2.4.2 Índices e Indicadores de Endividamento

A capacidade de investimento de uma empresa caracteriza no aumento do potencial de retorno dela e conseqüentemente, aumenta o endividamento, tendo em vista que se ampliam os volumes dos ativos e a capacidade de se gerar receita. A união dos recursos da empresa destinadas a financiar o negócio tem a necessidade de ser planejada buscando sempre aumentar o valor do empreendimento. Portanto, o uso demasiado de capital de terceiros acaba indicando uma situação financeira duvidosa.

Diante deste cenário, os índices e indicadores de endividamento revelam o grau de endividamento de uma empresa. A análise integral destes indicadores demonstra a política de obtenção de recursos de uma empresa, ou seja, se ela financia o seu ativo com recursos de terceiros ou recursos próprios. Em geral, ao analisar estes indicadores, existe uma preocupação maior com as dívidas de longo prazo, tendo em vista que estas dívidas afetam a capacidade de uma empresa ao longo dos anos.

Quando é utilizado de forma abundante recursos de terceiros, maior o nível de alavancagem financeira, o que acaba representando uma ampliação dos níveis de risco e retorno.

Portanto, o resultado destes indicadores traz ao analista uma noção da probabilidade de uma empresa não honrar com seus compromissos firmados. Quanto maior a dívida que uma empresa possui, maior é a possibilidade de não cumprimento de suas obrigações contratuais.

É por meio destes indicadores que apreciaremos o nível de endividamento da Kroton Educacional S.A. ao longo do período de 2012 a 2017.

- a) **a) Participação de Capital de Terceiros:** utilizado para indicar o nível de endividamento de uma empresa em relação a todo o seu passivo, ou seja, é usado para medir a proporção do capital próprio frente ao capital de terceiros. Quanto maior seu valor, representa maior será a participação de capital de terceiros no financiamento das atividades fim da empresa.

$$PCT = (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}) / \text{Passivo Total}$$

- c) **Composição do Endividamento:** utilizado para medir quanto das obrigações de uma empresa possuem vencimento inferior a 12 meses (curto prazo). Ou seja, qual o percentual do passivo circulante é utilizado no financiamento por terceiros.

$$CE = \text{Passivo Circulante} / (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo})$$

- d) **Imobilização do Patrimônio Líquido:** utilizado para indicar quanto de capital próprio uma empresa tem aplicado em seus bens permanentes (investimentos, impostos diferidos, imobilizado e intangível).

$$IPL = \text{Ativo Permanente} / \text{Patrimônio Líquido}$$

- e) **Multiplicador do Capital Próprio:** utilizado para medir o índice de cobertura dos ativos frente aos recursos aportados pelos acionistas na empresa. Quanto maior o resultado deste índice, significa maior ser o uso de capitais de terceiros na companhia.

$$MKP = \text{Ativo Total} / \text{Patrimônio Líquido}$$

- f) **Grau de endividamento:** utilizado para medir a proporção de recursos de terceiros frente aos recursos próprios de uma empresa. Geralmente apresentado em

moeda funcional. Onde quando maior o resultado deste índice, maior o risco que uma empresa corre em relação a recursos de terceiros.

$$GE = (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}) / \text{Patrimônio Líquido}$$

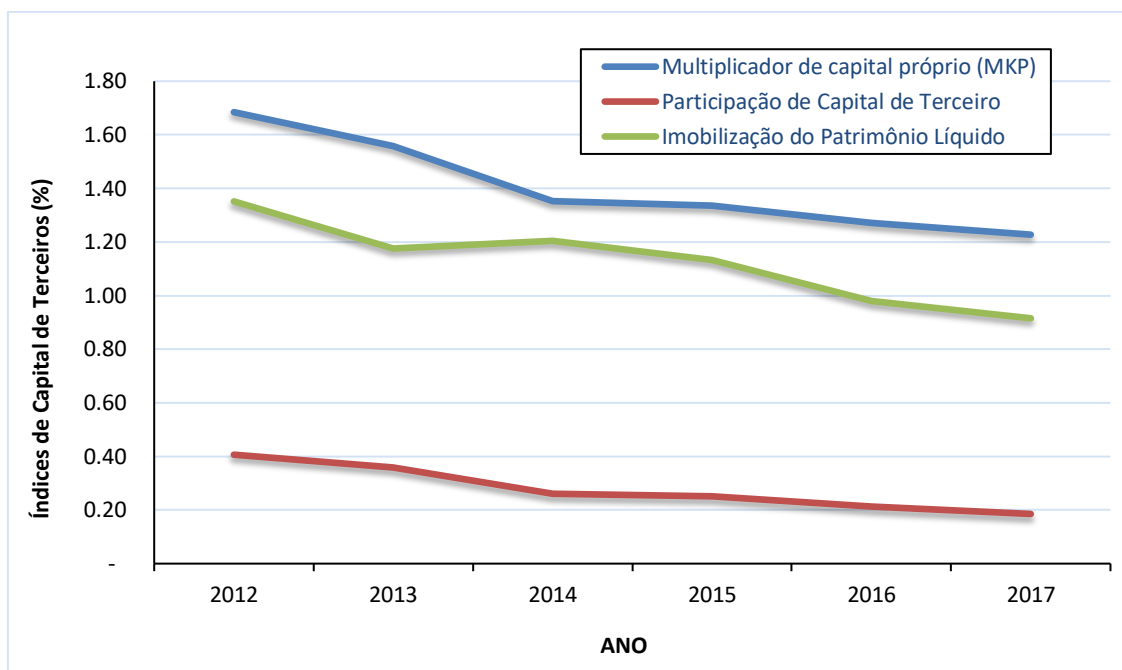
Para cumprir com os objetivos determinados neste trabalho, foi realizado um estudo de caso na Kroton Educacional S.A., analisando as Demonstrações Financeiras do período de 2012 a 2017. Desta forma, segue a apresentação das análises resultantes dos índices e indicadores de endividamento no período analisado:

Quadro 6. Índices de Endividamento da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017.

Kroton Educacional S.A. e Controladas							
Indicadores	%						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Média
Composição do endividamento	23,97	32,80	23,41	28,08	33,20	38,89	30,06
Grau do Endividamento (em R\$)	68,46	55,77	35,29	33,54	27,09	22,75	40,48
Multiplicador de capital próprio (MKP)	1,68	1,56	1,35	1,34	1,27	1,23	1,40
Participação de Capital de Terceiro	0,41	0,36	0,26	0,25	0,21	0,19	0,28
Imobilização do Patrimônio Líquido	1,35	1,18	1,20	1,13	0,98	0,92	1,13

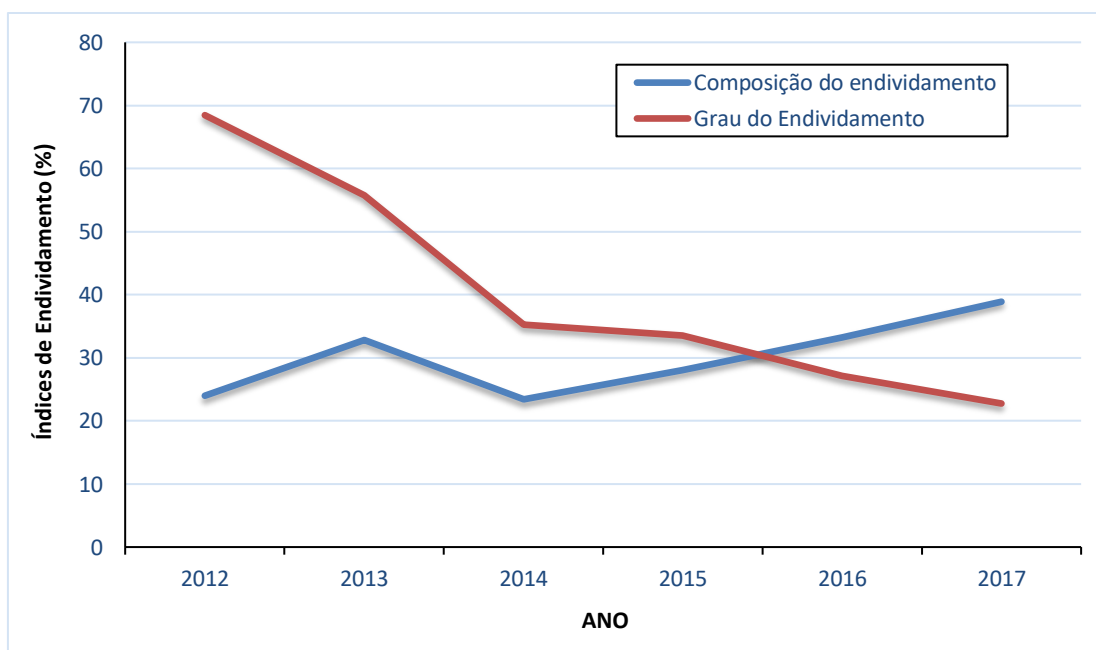
Fonte: Organizado pelo autor

Gráfico 4. Índices de Capital de Terceiros da Kroton Educacional S.A., de 2012 a 2017.



Fonte: Organizado pelo autor

Gráfico 5. Índices Endividamento da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017.



Fonte: Organizado pelo autor

O índice de endividamento nos demonstra quanto a empresa adquiriu de recursos de terceiros para cada real do seu capital próprio. Portanto, verificamos que a participação do capital de terceiros da empresa em 2012 representava cerca de 41% do total do passivo. Onde este valor, em grande parte, era representado por

empréstimos e debêntures. Ao longo dos anos, conforme podemos observar em quadro acima, a medida em que a dívida foi sendo amortizada, a proporção foi reduzindo. Portanto, a partir do ano de 2015, o sado de participação de capital de terceiros na Kroton representava 25% ou menos, chegando ao ano de 2017 representando apenas 19%, o que representa um índice interessante de endividamento.

A composição do endividamento da empresa retrata um movimento inverso quando comparamos aos outros índices, ou seja, a proporção de endividamento da empresa no curto prazo quando comparado ao endividamento total esteve em constante crescente, o que caracteriza que a empresa possui mais dívidas operacionais (fornecedores, obrigações sociais, entre outras) do que dívidas financeiras como empréstimos e financiamentos.

A imobilização do patrimônio líquido também esteve em constante queda ao longo dos anos analisados, a grande justificativa para este fator não está relacionada a novos endividamentos da empresa, ao contrário, conforme podemos observar em quadros 1 e 2 deste trabalho, o patrimônio líquido esteve em constante crescimento ao longo dos anos, onde em 2017 chegou a apresentar um impressionante crescimento de 577% quando comparado ao ano de 2012. Em conjunto com este crescimento mencionado, verificamos também que o multiplicador de capital próprio esteve em constante queda, tendo em vista que o crescimento do ativo não acompanhou proporcionalmente ao crescimento do patrimônio líquido, ou seja, se verificarmos o crescimento do ativo em 2017 quando comparado a 2012, o percentual atingido foi de 393%, um tanto quanto distante dos 577% de crescimento do patrimônio líquido, portanto, isso explica a constante queda ao longo dos anos do multiplicador de capital próprio.

Por fim, verificamos o grau de endividamento da empresa, onde em nossa análise, realizamos um cálculo a fim de identificar quando equivale o total de capital de terceiros frente ao patrimônio líquido. Ou seja, a cada R\$ 100, 00 investido no patrimônio líquido, quantos reais de capitais de terceiros foram também investidos na empresa. Portanto, verificamos que o grau de endividamento foi reduzindo ao longo dos anos, partindo de em 2012 R\$ 68,46 de capital de terceiros para cada 100 reais de capital próprio até chegar em 2017 contendo apenas R\$ 22,75 para cada 100 reais de capital próprio.

Ressalta-se a partir dos indicadores, que a empresa uma saúde financeira estável da qual ao longo dos anos ocorreu uma grande evolução, muito em função da incorporação da Anhanguera Educacional Participações S.A. no grupo. Onde ocorreu uma alavancagem impressionante do montante de recursos de capital próprio na empresa, reduzindo drasticamente os recursos de capitais de terceiros.

2.4.3 Análise do Termômetro da Insolvência

Segundo Kanitz (1976), o Termômetro de Kanitz é um instrumento que pode ser utilizado para os acionistas ou gestores de uma empresa preverem uma possibilidade de falência. A utilização, em geral, costuma ser isoladamente por empresa. O objetivo é avaliar se uma determinada empresa tem a possibilidade de insolvência, principalmente em um cenário de curto prazo. Stephen Charles Kanitz, em seu estudo, analisou cerca de 5.000 demonstrações contábeis de empresas erradicadas no Brasil. Após esta análise, Kanitz fez uma escolha aleatória de 21 empresas das quais haviam falido entre 1972 e 1974, analisando as demonstrações contábeis destas nos dois anos anteriores a falência. Em comparação, selecionou também de forma aleatória, outras 21 demonstrações contábeis no mesmo período, só que desta vez foram de empresas das quais não haviam falido.

Portanto, o termômetro de Kanitz, ou também conhecido como de insolvência, nos permite analisar as empresas no curto e curtíssimo prazo, efetuando um diagnóstico sobre sua situação financeira e econômica a partir de informações resgatadas das demonstrações contábeis das empresas.

Para se realizar uma análise de insolvência ou Kanitz, temos que seguir 5 passos:

X1: Conhecido como índice de rentabilidade do patrimônio líquido, ou seja, é verificar a representatividade do lucro do período sobre o seu patrimônio líquido.

X2: É utilizado o índice de liquidez geral, demonstrado neste trabalho no tópico 2.6.1.

X3: É utilizado o índice de liquidez seca, demonstrado neste trabalho no tópico 2.6.1.

X4: É utilizado o índice de liquidez corrente, também demonstrado neste trabalho no tópico 2.6.2.

X5: É utilizado o percentual de participação do capital de terceiros da empresa, demonstrado neste trabalho no tópico 2.6.2.

Portanto, a forma encontrada por Kanitz para medir a liquidez de uma empresa, utilizam todas estas informações e possui o seguinte cálculo:

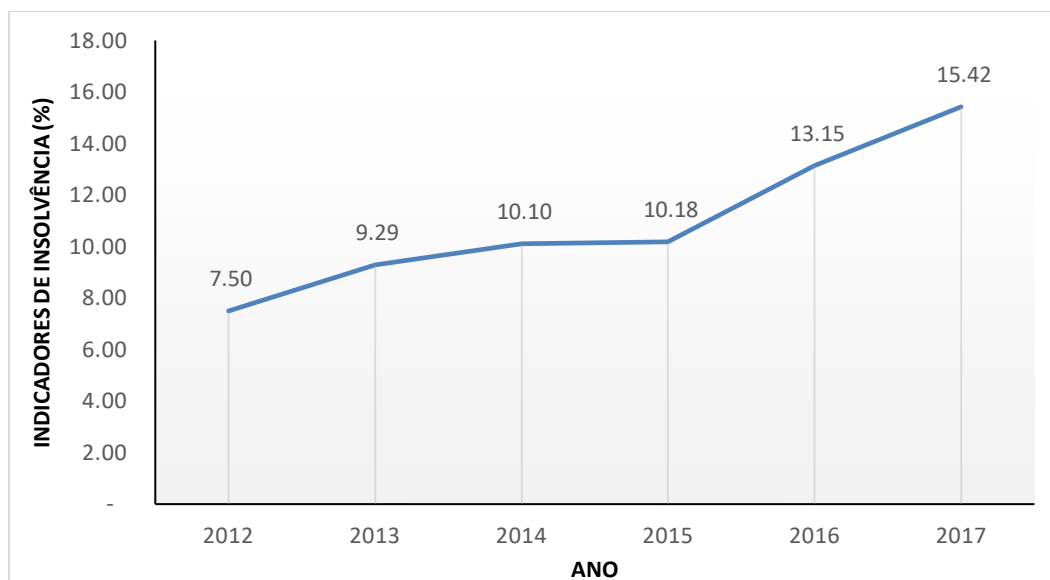
$$\text{TERMÔMETRO} = ((0,05 \times X1) + (1,65 \times X2) + (3,35 \times X3)) - ((1,06 \times X4) + (0,33 \times X5))$$

Para cumprir com os objetivos determinados neste trabalho, foi realizado um estudo de caso na Kroton Educacional S.A., analisando as Demonstrações Financeiras do período de 2012 a 2017. Desta forma, segue a apresentação das análises resultantes dos índices de insolvência do período analisado:

Quadro 7. Indicadores de Insolvência da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017

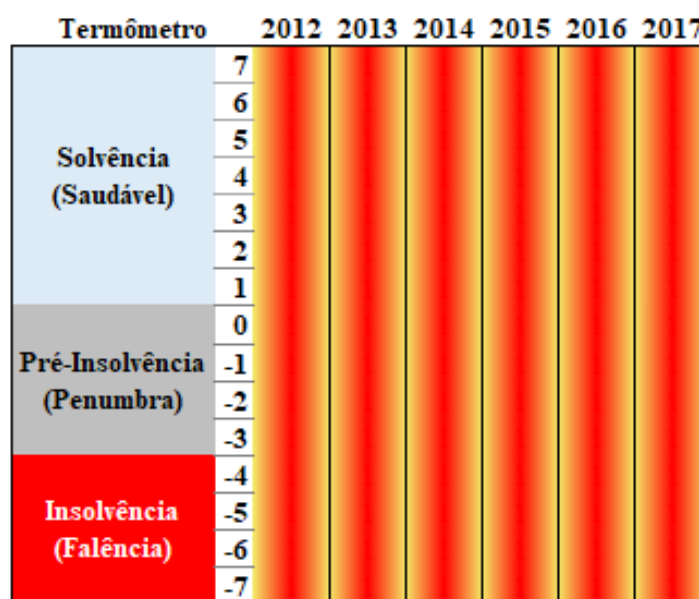
Indicadores		2012	2013	2014	2015	2016	2017
X1	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	0,45	0,99	0,44	0,56	0,67	0,62
X2	Liquidez Geral	4,06	4,61	6,33	6,57	7,74	8,90
X3	Liquidez Seca	4,77	5,73	5,08	4,64	7,07	8,76
X4	Liquidez Corrente	1,55	1,85	1,63	1,48	2,25	2,79
X5	Participação de Capital de Terceiro	0,23	0,18	0,12	0,11	0,09	0,08
Termômetro (Y) - X1 + X2 + X3 - X4 - X5		7,50	9,29	10,10	10,18	13,15	15,42

Fonte: Organizado pelo autor

Gráfico 6. Indicadores de Insolvência da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017.

Fonte: Organizado pelo autor

Com base no cálculo, obtivemos o número intitulado de Fator de insolvência do qual determina a possibilidade de uma empresa chegar a falência. Portanto, Kanitz criou o seguinte termômetro de insolvência, do qual já incluímos os números apurados em nossa análise.

Gráfico7. Termômetro de Insolvência da Kroton Educacional S.A. de 2012 a 2017

Fonte: Organizado pelo autor

Com base em Kanitz, os valores positivos determinam que uma empresa está com uma razoável saúde financeira, enquanto se forem apurados valores inferiores a -3, existe um forte indício que a empresa está propensa a falência em um período próximo. Enquanto que o intervalo de 0 a -3, intitulado de “Pré-Insolvência” inspira cuidados para uma empresa que apresente este índice.

A partir de nossa análise realizada para a Kroton Educacional S.A. ao longo do período de 2012 até 2017, podemos verificar que a empresa no período sempre esteve com o índice positivo e ao longo do período, principalmente após a operação de combinação de negócios, incorporando a Anhanguera Educacional Participações S.A., o índice de solvência da empresa só cresceu. Portanto, com base nessas análises acreditamos que a empresa não corra nenhum risco de insolvência.

3. CONCLUSÃO

Conforme proposto inicialmente neste estudo, foram analisados fatores envolvendo a grande transação de combinação de negócios entre as empresas Kroton Educacional S.A. e Anhanguera Educacional Participações S.A. Foram levados em conta, fatores como a legislação deste tipo de transação, bem como uma análise dos números consolidados da empresa Kroton, nos períodos entre 2012 a 2017, antecessores e sucessores respectivamente, a combinação aqui em questão, além de uma análise econômica e financeira dos números consolidados da, após a transação ocorrida, a maior empresa de educação privada do mundo: Kroton.

Pela concorrência extremamente acirrada no setor em que a empresa aqui analisada encontra-se, a necessidade das empresas se manterem competitivas, seja para manter sua participação no mercado ou ganhar mais espaço no mesmo, melhorando assim seus resultados e fortalecendo suas posições, a fim de cada vez mais exercer um melhor retorno aos investidores, a prática de combinação de negócios tem se intensificado no universo empresarial.

Portanto, a empresa em questão neste objeto, buscou uma maximização de suas riquezas, bem como o seu aumento na participação do mercado em que atua. Em relação ao desempenho e financeiro pós-operação, com base nas análises feitas a partir das Demonstrações Financeiras, Notas Explicativas, Relatórios da Administração, Protocolo e Justificativa encaminhados e aprovados pelo Conselho

Administrativo de Defesa Econômica – CADE, os resultados de nossas análises demonstram que a liquidez da Companhia melhorou consideravelmente, aumentando sua capacidade de cumprimento de suas obrigações. Quanto a solidez financeira, ocorreu também um crescimento considerável, melhorando assim o seu poder de negociação junto com instituições financeiras e fornecedores. Adicionalmente, verificamos que o grau de endividamento reduziu após tal transação.

Portanto, a transação que transformou a Kroton na maior empresa de educação privada do mundo, foi altamente positiva e benéfica para seus acionistas, investidores e também o corpo de funcionários, uma vez que a troca de culturas, bem como a solidez da Companhia garantindo assim o seu emprego e salário estáveis.

4.REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre.** Estrutura e análise de Balanços. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2002. 320 p.
- BARROS, Betania Tanure de.** Fusões e Aquisições no Brasil. São Paulo: Atlas, 2003.
- BRASIL** Lei nº 11.638 de 28 de Dezembro de 2.007.
- BRASIL** Lei nº 8.884, de 11 de Junho de 1.994.
- BRASIL** Lei Ordinária nº 9.457, de 05 de Maio de 1.997.
- CFC** Comitê de Pronunciamentos Contábeis, Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1), Combinação de Negócios, Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade - IFRS 3 (IASB - BV 2011).
- El HAJJ, Zaina Said.** Business Combinations e Consolidação das Demonstrações Contábeis: Uma Abordagem Comparativa Entre os Pronunciamentos e Normas dos US-GAAP, IASC e Brasil. São Paulo: FEA/USP, 1999, p.1 – 58.
- IUDICIBUS, Sergio de.** Contabilidade Gerencial. Editora Atlas 6ª edição. São Paulo:1998.
- KANTZ, Stephen Charles.** Indicadores contábeis financeiros - previsão de insolvência: a experiência da pequena e média empresa brasileira. Tese (Livre-Docência). – Departamento de Contabilidade da FEA/USP, São Paulo, 1976.
- NAKAYAMA, W. K.; SALOTTI, B. M.** Fatores Determinantes do Nível de Divulgação de Informações sobre Combinações de Negócios com a Entrada em Vigor do Pronunciamento Técnico CPC 15. Revista Contabilidade & Finanças, [S.l.], v. 25, n. 66, p. 267-280, dez. 2014. ISSN 1808-057X. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/98015>>. Acesso em: 15 nov. 2018.
- RIBEIRO, O. M.** Estrutura e Análise de Balanço Fácil. 6ª. Edição. São Paulo: Saraiva 1998.
- RIBEIRO, O. M.** Estrutura e Análise de Balanços Fácil. 7ª. Edição. São Paulo: 3ª. Tiragem. Saraiva, 2006.
- SILVA, D. H. F. da, GALLO, M. F. PEREIRA, C. A. LIMA, E. M.** As operações de fusão, incorporação e cisão e o planejamento tributário. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4, 2004. Anais... Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/>>. Acesso em: 15 nov. 2018.
- SILVA, J. P. Da.** Análise Financeira das Empresas. 5ª Edição. São Paulo: Atlas, 2001.