

**UNIVERSIDADE METODISTA DE PIRACICABA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

FLÁVIO NUNES DE ALMEIDA NETO

**A INFLUÊNCIA DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NO PROCESSO DE AQUISIÇÃO
DE UMA INSTITUIÇÃO DE ENSINO SUPERIOR**

**PIRACICABA
2017**

FLÁVIO NUNES DE ALMEIDA NETO

**A INFLUÊNCIA DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NO PROCESSO DE AQUISIÇÃO
DE UMA INSTITUIÇÃO DE ENSINO SUPERIOR**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Profissional em Administração, da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Campo de Conhecimento:
Gestão de Pessoas e Estudos
Organizacionais/Finanças

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Maria José de
Camargo Machado

**PIRACICABA
2017**

Neto, Flávio Nunes de Almeida

A influência dos ativos intangíveis no processo de aquisição de uma instituição de ensino superior / Flávio Nunes de Almeida Neto. – 2017.

92 f.: il ; 30cm

Orientadora: Profª Drª Maria José de Camargo Machado

Dissertação (mestrado) – Faculdade de Gestão e Negócios - Universidade Metodista de Piracicaba.

1. Fusões e aquisições. 2. Ativos Intangíveis. 3. Instituições de Ensino Superior. I. Machado, Maria José C. II. Dissertação (mestrado) – Faculdade de Gestão e Negócios – Universidade Metodista de Piracicaba. III. A influência dos ativos intangíveis no processo de aquisição de uma instituição de ensino superior

FLÁVIO NUNES DE ALMEIDA NETO

**A INFLUÊNCIA DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NO PROCESSO DE AQUISIÇÃO
DE UMA INSTITUIÇÃO DE ENSINO SUPERIOR**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Profissional em Administração, da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Metodista de Piracicaba, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Campo de Conhecimento:
Gestão de Pessoas e Estudos
Organizacionais/Finanças

Data da Defesa: 22/02/2017

Banca Examinadora:

Prof^a. Dr^a. Maria José de Camargo Machado
(Orientadora)
Universidade Metodista de Piracicaba

Prof. Dr. José Francisco Calil
Universidade Metodista de Piracicaba

Prof. Dr. Marcelo Francini Girão Barroso
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Para minha esposa e filhos, com carinho.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a **Deus**, nosso pai e protetor, a quem recorri nos momentos de dificuldade;

À minha orientadora **Prof^a. Dr^a. Maria José de Camargo Machado**, pela paciência, dedicação e ensinamentos transmitidos nas aulas e durante a elaboração do trabalho;

Aos professores da UNIMEP, em especial o **Prof. Dr. José Francisco Calil**, meu primeiro orientador e profundo conhecedor das teorias de Finanças, agradeço pelo incentivo e compartilhamento do conhecimento;

À **UNIMEP**, pela estrutura e atendimento dos colaboradores da secretaria, biblioteca e demais setores;

Aos meus **amigos do Mestrado**, Daniel Ortolan, Débora Legaspe, Mônica Aquino, Tiago Ferreira e outros colegas, pelos momentos de dificuldade, superação e conquistas que tivemos durante o tempo em que passamos juntos;

Aos **diretores e funcionários** das IES adquirente e adquirida, pela abertura, incentivo e ajuda para realização deste trabalho;

Aos meus pais Flávio e Sandra, por me incentivarem e proporcionarem condições para estudar e atingir meus objetivos pessoais e profissionais;

Aos meus filhos Raphael e Isabela, por entenderem minha ausência em determinados momentos e por me incentivarem nas horas de dificuldade;

E, finalmente, agradeço à **minha querida esposa Cristiane**, companheira, amiga, profunda incentivadora nos momentos difíceis que passei ao longo do Mestrado Profissional.

“O êxito da vida não se mede pelo caminho que você conquistou, mas sim pelas dificuldades que superou no caminho”.

Abraham Lincoln

RESUMO

Os processos de fusões e aquisições ganham força no mercado global com destaque para as transações ocorridas durante o século XXI. Empresas buscam fusões ou adquirem outras empresas com o objetivo de reduções de custos, conquista de novos mercados, sinergias, novas tecnologias, valorização da marca e outras formas de obter vantagem competitiva proporcionada pelos ativos intangíveis. No mercado brasileiro de Instituições de Ensino Superior (IES) privado não é diferente, essas transações tiveram início no ano de 2005 e vem crescendo ao longo dos anos, com o propósito de buscar a vantagem competitiva através dos ativos intangíveis. Este trabalho tem por objetivo demonstrar como os ativos intangíveis podem se tornar fonte de vantagem competitiva para a IES adquirente, num processo de aquisição de uma IES. O trabalho teve como metodologia a pesquisa descritiva em fontes acadêmicas a respeito do tema proposto, estudo de caso utilizando como objeto de estudo uma IES localizada no estado de São Paulo e que recentemente passou por um processo de aquisição. O método de pesquisa utilizado é o qualitativo, através do levantamento e verificação das fontes de vantagem competitiva da IES adquirida, análise dos vetores qualitativos que conduziram à finalização do processo e aplicação de um questionário para gestores de ambas as empresas para validação dos dados levantados. Com as análises dos resultados através dos indicadores de desempenho como evasão, inadimplência, tempo de atendimento, conceito MEC, margem de rentabilidade, margem de contribuição, pesquisa de engajamento dos colaboradores e o principal indicador de desempenho o *Net Promoter Score* (NPS), conclui-se que os ativos intangíveis são fonte de vantagem competitiva nos processos de fusões e aquisições e, no caso da empresa objeto de estudo, foi o principal motivador para a finalização da transação por parte do adquirente.

Palavras-chave: Fusões e aquisições, ativos intangíveis, instituições de ensino superior e vantagem competitiva.

ABSTRACT

The merger and acquisitions processes increases in the global market with focus on the transactions that occurred during the 21st century. Companies search to merge or acquire other companies with the purpose of reducing costs, conquer new markets, synergies, new technologies, valorization of the brand and other ways to obtain competitive advantage provided by unattainable assets. In the Brazilian market of private Higher Education Institutions (HEI) is no different; these transactions began in 2005 and continued to grow over the years, with the purpose of achieving competitive advantage provided by unattainable assets. This work has the objective to demonstrate how unattainable assets can become a competitive advantage source for the HEI that acquire it, in a process of acquisition of an HEI. The work had as methodology the descriptive research on academic sources about the proposed theme, case study using as the study object a HEI located in the state of São Paulo (Brazil) that recently passed by an acquisition process. The research method used is the qualitative one, through the survey and verification of the sources of competitive advantage of the HEI acquired analysis of qualitative vectors that led towards the finalization of the process and application of a questionnaire for managers of both companies for the validation of survey data. The results analysis based on performance indicators such as evasion, defaults, customer service time, evaluation of Ministry of Education , profit margin, contribution margin, employee engagement survey and the main performance indicator, the Net Promoter Score (NPS) concluded that the unattainable assets are indeed sources of competitive advantage on merge and acquisitions processes - and for the study object company it is the main motivator for the finalization of the transaction by the acquirer.

Key words: Mergers and acquisitions, unattainable assets, Higher Education Institutions and competitive advantage.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Fusões e Aquisições de IES no período de 2007-201519.....18

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Organograma após primeira aquisição.	66
Figura 2- Organograma após segunda aquisição.	67

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Fusões e Aquisições - Anúncios (Consolidado)	15
Quadro 2 - Principais Aquisições de IES no período de 2005-2014.....	19
Quadro 3 - Proposta de nova classificação dos Ativos Intangíveis	40
Quadro 4 - Níveis de questões.....	59
Quadro 5 - Seis Fontes de Evidências	61
Quadro 6 - Números da IES adquirente em jun/2015 e jun/2016.....	69
Quadro 7- Números da IES adquirida em jun/2015 e jun/2016	70
Quadro 8 - Composição do quadro de docentes – jun/2015 e jun/2016	71
Quadro 9 - Indicadores de Desempenho – jun/2015 e jun/2016	75
Quadro 10 - Principais componentes dos ativos intangíveis da aquisição	83

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	14
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.3	OBJETIVOS	17
1.4	JUSTIFICATIVA	18
1.5	METODOLOGIA	21
2	FUSÕES E AQUISIÇÕES	23
2.1	FUSÕES	26
2.2	AQUISIÇÕES	26
2.3	FORMATOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	27
2.4	TIPOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	28
2.5	MOTIVOS PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES	29
3	ATIVOS INTANGÍVEIS	34
3.1	ATIVOS INTANGÍVEIS: DEFINIÇÃO E CARACTERÍSTICAS	34
3.2	CLASSIFICAÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS	37
3.3	MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS	40
3.3.1	IMPORTÂNCIA DA AVALIAÇÃO	40
3.3.2	MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS	41
4	A INFLUÊNCIA DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NOS PROCESSOS DE F&A	47
4.1	INTRODUÇÃO	47
4.2	ATIVOS INTANGÍVEIS COMO FONTE DE VANTAGEM COMPETITIVA	48
4.3	RESULTADOS ENTRE F&A E ATIVOS INTANGÍVEIS	51
5	METODOLOGIA	55
5.1	MÉTODO DE PESQUISA	55
5.2	PREPARAÇÃO PARA A COLETA DE EVIDÊNCIAS	57
6	ANÁLISE DOS RESULTADOS	63
6.1	HISTÓRICO	63
6.2	ORGANOGRAMA E QUADRO SOCIETÁRIO	65
6.3	INFRAESTRUTURA, NÚMEROS E INDICADORES	68
6.3.1	INFRAESTRUTURA	68
6.3.2	NÚMEROS	69
6.3.3	INDICADORES DE DESEMPENHO	71
6.4	ENTREVISTAS	75
6.4.1	DIRETOR GERAL DA ADQUIRIDA	76
6.4.2	VICE-PRESIDENTE DO GRUPO ADQUIRENTE	79
6.5	RESULTADOS OBTIDOS	82
7	CONSIDERAÇÕES FINAIS	84
	REFERÊNCIAS	87

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A temática de fusões e aquisições vem ganhando força no mercado global, desde meados da década de 90, mas principalmente nas transações ocorridas no século XXI, em que empresas se fundem ou adquirem outras organizações em busca de aumento de ativos, valorização da marca, novos processos, reduções de custos, soberania de mercado, dentre outras necessidades.

Nesta perspectiva, este trabalho tem como proposta analisar a aquisição de uma instituição de ensino superior privado por outra. É um segmento de destaque e relevância nos negócios ocorridos nos últimos dez anos, com altas transações financeiras e a busca pela vantagem competitiva e sinergia.

Os processos de fusões e aquisições (F&A) alteram as relações entre as empresas, redesenhando as redes organizacionais, independente do ramo de atividade. No Brasil, como em outras economias emergentes, houve um aumento no número de transações de F&A, acompanhado pela mudança do ambiente interno da economia (MARION FILHO; VIEIRA, 2010).

Nos anos 90, as mudanças institucionais, principalmente no ambiente econômico, impactaram as organizações industriais no Brasil, gerando desdobramentos importantes até os dias de hoje. As empresas nacionais mudaram seu modelo, permitindo o aumento do capital estrangeiro no parque industrial brasileiro. Essas transformações, aliadas à consolidação da estabilidade de preços, criaram um ambiente favorável para a economia e a condução dos negócios (VIEGAS, 2006).

Em 1994, após o Plano Real, o mercado brasileiro apresentou um processo de consolidação empresarial, permitindo que grupos nacionais tivessem crescimento acima da média, quando comparado com anos anteriores. Por outro lado, as privatizações aconteciam de forma acelerada, surgindo novos grandes grupos nacionais e o ingresso de grupos econômicos estrangeiros em atividades que até então eram monopolizadas pelo estado brasileiro. No período de 1997 a 2008, as crises internacionais tais como as da Ásia (1997), Rússia (1998) e Argentina (2001) afetaram o mercado e a economia brasileira, diminuindo o crescimento e o número

de transações de F&A. A crise dos Estados Unidos em 2008 causou impacto de menor amplitude, uma vez que a economia estava em forte expansão com a retomada dos negócios entre as empresas. A partir de 2010, as fusões e aquisições no Brasil atingiram outro patamar e os dois semestres do ano apresentaram uma forte alta, maior que qualquer série histórica, com tendência de continuidade de crescimento (LOPES, 2013; NARDI, 2012).

1.2 Problema de Pesquisa

De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), em relatório divulgado em março de 2016, os anúncios do ano de 2015 para fusões, aquisições, ofertas públicas de aquisições de ações e reestruturações societárias atingiram a marca de 111 operações, no montante de R\$ 109,5 bilhões. Segundo a ANBIMA (2016), esses valores são os menores quando comparados aos últimos seis anos, e em relação ao ano de 2014 ocorreu uma retração em montante de 43,2% e de operação em 24%.

As operações de destaque em 2015 foram a aquisição do HSBC Bank Brasil pelo Banco Bradesco, movimentando uma quantia de R\$ 17,9 milhões e a Oferta Pública de Ações (OPA) da Souza Cruz, com um montante de R\$ 10,4 milhões. A distribuição dos volumes de operação em 2015 teve o setor financeiro responsável por 20,1%, seguido da Indústria, Comércio e de Alimentos e Bebidas com 10,9% e 10,7% respectivamente (ANBIMA, 2016).

Quadro 1 - Fusões e Aquisições - Anúncios (Consolidado).

Fusões, Aquisições, OPAs e Reest. Societárias	Jan a Jun		Jul a Dez		Jan a Dez	
	R\$ Bilhões	Nº anúncios	R\$ Bilhões	Nº anúncios	R\$ Bilhões	Nº anúncios
2015	25,0	50	84,5	61	109,5	111
2014	70,0	62	122,7	84	192,7	146
2013	51,1	76	114,2	105	165,3	181
2012	63,6	111	58,7	65	122,3	176
2011	82,7	85	60,1	94	142,8	179
2010	91,7	75	93,1	68	184,8	143

Fonte: Fusões e Aquisições, Boletim ANBIMA (Mar. 2016).

No setor de Instituições de Ensino Superior (IES), a primeira onda de fusões e aquisições deu-se em 2005 por parte do Grupo Norte-Americano Laureate, que adquiriu o controle acionário da Faculdade Anhembí-Morumbi. Até 2009 foram registradas 78 fusões e aquisições e 27 delas movimentaram algo em torno de R\$

11 bilhões. No ano de 2013 o destaque fica para a fusão entre o Grupo Kroton e Grupo Anhanguera (PEREIRA; BRITO, 2014).

As operações de fusões e aquisições no setor de ensino superior privado são um tema explorado no meio acadêmico em alguns trabalhos (SGUISSARDI, 2008; CARVALHO, 2013), em função da relevância do segmento na economia, é um tema estratégico e relacionado ao desenvolvimento do país, e por se tratar de educação, justificando assim a existência desses estudos. Sguissardi (2008) faz uma relação entre a crise financeira de 2008 e o início do processo de expansão do setor privado educacional, concluindo que a educação virou uma espécie de mercadoria, sem uma regulamentação bem definida e pouco preocupada com a formação acadêmica dos alunos. Já Carvalho (2013) faz um mapeamento da expansão do setor educacional de ensino superior privado, inferindo que as instituições de ensino privado ganham altos lucros e adotam estratégias voltadas para financeirização, oligopolização e internacionalização, no setor educacional.

O tema também foi tratado em trabalhos de dissertação, como Santos (2010) e Shwartzbaum (2012). O primeiro faz um breve relato dos movimentos de fusões e aquisições no setor privado educacional e aborda os casos do Grupo DeVry/FANOR e Laureate/Anhembí Morumbi, levantando as três etapas dos processos de aquisições, demonstrando que ocorreram fatores como crescimento e diversificação, sinergias e aumento na capacidade de investimento. O autor recomenda como futuro estudo levantar a qualidade no serviço educacional prestado e os impactos no mercado diante da concentração no mercado de poucos e grandes grupos.

Shwartzbaum (2012) também traça um panorama do mercado educacional diante dos processos de fusões e aquisições, porém foca nos grupos Anhanguera, Kroton e Estácio. Ao final, consegue demonstrar que ocorrem sinergias nos processos, porém com diferentes tipos de estratégias entre os grupos, definidas pelos gestores; ele recomenda também futuros estudos no setor educacional, diante do crescimento das fusões e aquisições.

Um tema bastante discutido no meio acadêmico, e que tem ligação aos processos de fusões e aquisições, é a importância dos ativos intangíveis na criação de valor das empresas. Kayo et al. (2007) destacam que as empresas se utilizam de recursos, em especial os ativos intangíveis, para obterem vantagem competitiva e alcancarem possíveis retornos acima da média e assim criar valor. Como resultado, apresentam que a influência dos ativos intangíveis sobre o valor das empresas pode

variar em função do setor de atividade, ciclo de vida do produto e empresa, dentre outros. A escolha da melhor estratégia é importante e impactante nessa criação de valor e as análises feitas apontam que diferentes ativos intangíveis influenciam no valor da empresa em função da fase de ciclo de vida em que se encontra o produto ou empresa.

Braune (2012), corrobora com Kayo et al. (2007), destacando a importância dos intangíveis como fator estratégico, com o objetivo de se obter vantagem competitiva perante os concorrentes. Por meio de dois indicadores, *Intangible Capital* e *Intangibles-Driven-Earnings* (Capital Intangível e direcionadores de Ganhos Intangíveis), a autora apresenta uma análise no setor de serviços ao consumidor norte-americano no período de 2001 a 2010, e como resultado obtido na pesquisa, ficou evidente que existe uma relação positiva entre ativos intangíveis e a criação de valor.

Diante do cenário apresentado acima, o problema de pesquisa que norteará esse trabalho é: Como os ativos intangíveis podem se tornar fonte de vantagem competitiva num processo de aquisição para a IES adquirente?

1.3 Objetivos

O objetivo geral deste trabalho é analisar como num processo de aquisição de uma IES, os ativos intangíveis podem se tornar fonte de vantagem competitiva para a IES adquirente.

Os objetivos específicos são:

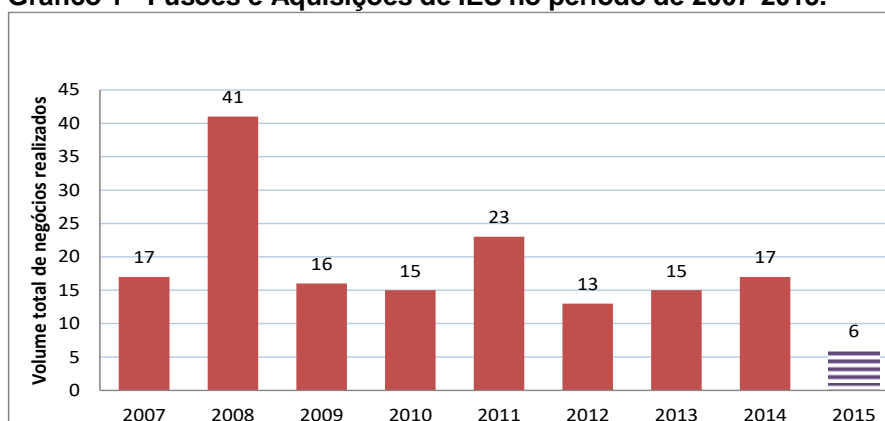
- a) estudar o processo de fusões e aquisições do setor privado de Instituições de Ensino Superior (IES), procurando identificar os fatores condutores deste processo;
- b) realizar revisão bibliográfica a respeito da literatura acadêmica;
- c) levantar e verificar as fontes de vantagem competitiva da IES adquirida;
- d) analisar os vetores qualitativos que conduziram o processo, verificando o papel dos ativos intangíveis neste processo.

1.4 Justificativa

Segundo os relatórios da ANBIMA (2016), os processos de F&A cresceram no Brasil em diversos mercados, tanto em anúncios quanto em volume financeiro. A criação de valor no mercado educacional é um caso a ser estudado, principalmente com relação aos ativos intangíveis após uma transação de F&A, dado que as negociações podem criar ou destruir valor para os acionistas, além de proporcionar sinergias, reduções de custos, economias de escala, vantagens competitivas, dentre outros aspectos.

Os processos de fusões e aquisições seguindo os moldes do mercado financeiro tiveram seu início no ano de 2007, quando a Anhanguera Educacional Participações S.A faz a primeira Oferta Pública Inicial de ações do setor e, na sequência, adquire o capital social total da UNIBERO, numa transação de aproximadamente R\$ 16 milhões. Entre os anos de 2007 e 2011, os processos de fusões e aquisições no setor educacional alcançaram um total de 102 transações, representando uma movimentação financeira de aproximadamente R\$ 5 bilhões, sendo que algumas transações não tiveram seus valores de compra/venda divulgados. O que chamou atenção é que mesmo com a crise mundial de 2008, o setor apresentou 41 transações, mas demonstrando sinais de queda no ritmo, o que ficou nítido no ano de 2009, com apenas 16 transações efetivadas ao longo do ano. Nos anos seguintes, houve uma constância com destaque para o ano de 2011, com 23 transações registradas (CM CONSULTORIA, 2015).

No Gráfico 1 é possível observar a evolução das transações de fusões e aquisições ocorridas no setor educacional entre os anos de 2007 a maio de 2015:

Gráfico 1 - Fusões e Aquisições de IES no período de 2007-2015.

Fonte: Adaptado de CM Consultoria (maio 2015).

Com base no Gráfico 1 nota-se que a média de transações por ano, excluindo o volume de 2008, é de 15 fusões e aquisições no setor de educação de ensino superior privado, demonstrando uma certa linearidade nas transações. Com base no relatório da CM Consultoria (2015), o destaque fica para o ano de 2011, com 23 negociações fechadas, sendo a Kroton responsável por 62% deste movimento financeiro.

No Quadro 2, a seguir, alguns dos principais processos de aquisições ocorridos entre os anos de 2005 e 2014.

Quadro 2 - Principais Aquisições de IES no período de 2005-2014.

Ano	IES Adquirente	IES Adquirida	Aquisição	Valor da Transação
2005	Laureate	Anhemi Morumbi	59%	não divulgado
2007	Anhanguera Educacional	UNIBERO	100%	R\$ 16 milhões
2008	Anhanguera Educacional	LFG	100%	R\$ 150 milhões
2009	DeVry University	FANOR	69%	não divulgado
2010	Grupo Pearson	Sistema Educacional Brasileiro	não divulgado	R\$ 900 milhões
2011	Grupo Kroton	UNOPAR	100%	R\$ 1,3 bilhões
2012	Grupo Kroton	Unirondon e Uniasselvi	100%	R\$ 532 milhões
2013	Laureate	Anhemi Morumbi	41% restante	R\$ 400 milhões
2013	Abril Educação	Wise Up	100%	R\$ 877 milhões
2013	Laureate	FMU	100%	R\$ 1 bilhão
2013	Estácio	UNISEB	100%	R\$ 615 milhões
2014	DeVry University	Damásio Educacional	100%	não divulgado

Fonte: Adaptado de CM Consultoria (maio 2015).

Uma das principais transações, não mencionadas no quadro acima, ocorreu no ano de 2013, quando Kroton e Anhanguera Educacional anunciam sua fusão criando um dos maiores grupos de ensino privado do país, avaliado em mais de R\$

13 bilhões, um dos negócios mais robustos até aquele momento. Juntas, atingiram mais de 1 milhão de alunos e aproximadamente 800 unidades de ensino superior espalhadas pelo país. As empresas iniciaram o processo de sinergia e ficaram aguardando a aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Um ano após o anúncio da fusão entre Kroton e Anhanguera Educacional, o CADE deu um parecer favorável à associação entre as companhias, nascendo um grupo com um volume de alunos próximo a 1,109 milhão, receita líquida de aproximadamente R\$ 1,2 bilhões e valor de mercado estimado em R\$ 21,287 bilhões (PEREIRA; BRITO, 2014; CM CONSULTORIA, 2015).

Outros dois importantes processos aconteceram recentemente, quando em dezembro de 2015 o Grupo DeVry anunciou a compra de 96,4 por cento do Grupo Ibmecc, realizando a maior transação feita pelo grupo no país, desembolsando aproximadamente R\$ 700 milhões. E em julho de 2016, a Kroton, líder do mercado de ensino privado, recebeu o de acordo do conselho da Estácio, segunda maior empresa do ranking, para a união das duas IES. Para concretizar essa união, a Kroton teve que ampliar pela terceira vez sua oferta inicial e elevar para um a operação próxima a R\$ 5,5 bilhões, realizada através de troca de ações. Para finalização do processo ainda falta a aprovação do CADE (FOLHA UOL, 2016; EXAME.com, 2015).

Vários estudos foram feitos para se entender a lógica das movimentações de fusões e aquisições em busca da vantagem competitiva. Feitosa (2011), Orsi (2003) e Rio (2015) mencionam em seus trabalhos que os processos de fusões e aquisições têm sido utilizados com mais frequência pelas organizações, como estratégias de investimento e crescimento não apenas relacionados à busca de economias de escala, participação em novos mercados, mas também visando a vantagem competitiva através da marca, capital intelectual (conhecimento), acesso à tecnologia e infraestruturas de pesquisa e desenvolvimento. Isso faz com que os valores das transações sejam elevados, justificando o pagamento do *goodwill* (ativo intangível) e também a valorização dos ativos intangíveis relacionados ao conhecimento e tecnologia, que através da sinergia podem gerar retornos elevados para a nova empresa.

Este trabalho busca justificava na necessidade de evidenciar como os ativos intangíveis podem se tornar fonte de vantagem competitiva em um processo de fusão ou aquisição no setor de Instituição de Ensino Superior privado,

proporcionando sinergias, transferências tecnológicas, redução de custos, economias de escala, dentre outros fatores. Como visto no quadro 2, é um mercado com transações de altos volumes financeiros nos últimos anos e as contribuições esperadas deste trabalho se darão através do estudo de caso de uma Instituição de Ensino Superior privada no estado de São Paulo - que terá seu nome mantido em sigilo e será caracterizada como IES adquirida. Se buscará analisar quais os aspectos estratégicos e principais ativos intangíveis que levaram à aquisição desta IES, como fonte de vantagem competitiva no mercado educacional.

1.5 Metodologia

A metodologia adotada para este trabalho consiste em uma pesquisa descritiva com a utilização do método qualitativo de estudo de caso, cujos dados são apresentados no Capítulo 6.

A pesquisa tem como base dados coletados através de fontes secundárias nas referências bibliográficas tais como livros, artigos publicados em revistas acadêmicas, dissertações, teses, jornais, revistas, internet, dentre outros. O estudo de caso, será realizado na IES objeto de estudo, através de uma análise documental dos relatórios de desempenho gerencial, tendo como base o período de junho de 2015 a junho de 2016, uma vez que a aquisição ocorreu em dezembro de 2015 e questionário de pesquisa aplicada na IES e entrevistas com gestores selecionados pela relevância do cargo de ocupação. Os dados coletados nos relatórios e no questionário serão analisados objetivando a demonstração da vantagem competitiva ao se adquirir os ativos intangíveis neste processo de aquisição.

O estudo está organizado da seguinte forma: o Capítulo 1 traz a introdução contemplando a contextualização, problema de pesquisa, os objetivos, justificativa e os procedimentos metodológicos; o Capítulo 2 apresenta as questões relacionadas às fusões e aquisições englobando conceitos de fusões, aquisições, formatos de fusões e aquisições, tipos de fusões e aquisições e os motivos para fusões e aquisições; no Capítulo 3 são abordados os ativos intangíveis, contemplando as definições e características, classificação desses ativos e os seus métodos de avaliação; o Capítulo 4 descreve a influência dos ativos intangíveis nos processos de fusões e aquisições, abordando uma breve introdução, os ativos intangíveis como fonte de vantagem competitiva e os resultados entre F&A e ativos intangíveis; o

Capítulo 5 traz a metodologia utilizada para o desenvolvimento deste trabalho; no Capítulo 6, a análise dos resultados do estudo de caso e na última parte, são feitas as Considerações finais do estudo realizado fazendo-se referência ao tema de pesquisa, apresentando de forma sumarizada as respostas aos objetivos determinados ao início da pesquisa.

2 FUSÕES E AQUISIÇÕES

Este capítulo tem como objetivo resgatar os conceitos e aplicações de fusões e aquisições. São dois os formatos de transferência da propriedade ou controle de um negócio: a empresa é adquirida por uma outra companhia ou por um grupo de investidores; ou ocorre a combinação dos negócios, havendo a fusão de uma empresa com a outra. Neste processo denomina-se a empresa que assume o controle de empresa adquirente, *acquirer* e a empresa vendida denomina-se de empresa alvo ou *target* (NARDI, 2012).

Copeland, Koller e Murrin (2002) tratam de fusões e aquisições como meios importantes para realocação dos recursos numa economia global e também para a execução de estratégias corporativas. Essas transações são conhecidas como F&A, que significa fusões e aquisições e seu equivalente em inglês *Merger and Acquisitions*, M&A.

Em geral, fusões ocorrem por meio de troca de ações, seguindo a proporção do valor de cada empresa. Por outro lado, aquisições estabelecem o controle de uma empresa sobre a outra, geralmente a de maior porte passa a controlar a de menor porte. No Brasil, todos os processos de F&A são avaliados por órgãos competentes e a palavra final é dada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que pode aprovar, rejeitar ou determinar condições para que a operação seja realizada (ASSAF NETO, 2014).

Os processos de F&A tiveram seu maior movimento nos Estados Unidos e podem ser divididos em fases ou ondas ao longo do tempo (PATROCÍNIO, KAYO E KIMURA, 2007), descritas a seguir:

- Primeira onda: entre o período de 1895 e 1904, com resultados práticos em diversos segmentos econômicos, promovendo profundas mudanças de cunho tecnológico, tais como o advento da eletricidade e a construção de estrada de ferro transcontinental;
- Segunda onda: entre 1922 e 1929, com ênfase no incremento de inovações nas indústrias de transporte (veículos motorizados), comunicação e marketing de massa, ainda associados à ampliação da atuação no mercado;

- Terceira onda: na década de 1960; nessa época, o congresso americano edita uma nova lei e altera algumas regras de fusões e aquisições, o que fez declinar o movimento. Uma particularidade desta onda foi a participação de empresas de pequeno e médio porte como adquirentes, motivadas na diversificação dos negócios, garantia de atualização tecnológica e minimização dos riscos de mercado;
- Quarta onda: ocorre na década de 1980; a principal motivação é o aumento do interesse por empresas de capital aberto com objetivos de crescimento econômico através do mercado de capitais e aumento da competição internacional. É uma década de grandes negócios, as dez maiores transações ultrapassaram o valor de US\$ 6 bilhões cada uma.
- Última onda: compreende a década de 1990, um movimento de aquisições motivado pela recuperação econômica. As principais motivações foram mudanças tecnológicas (aumento significativo do uso da internet), aumento da competição global, desregulamentação de diversos mercados, mudanças na micro e macro economia, novos meios de pagamentos (troca de ativos), movimento de recompra de ações e o uso de opção de ação como parte da estratégia de atrair e manter executivos.

Entre os anos de 1980 e 1990 os processos de F&A no Brasil, bem como em países da América Latina e economias emergentes, se intensificam e acontecem grandes operações e megafusões internacionais. Esses processos ocorreram de forma mais tardia no país devido às políticas protecionistas que focavam o desenvolvimento de mercado interno através do controle do Estado. Em complemento a este fator, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro serviu como barreira das transações de F&A, devido aos processos especulativos e estratégicos das trocas de ações (CANO, 2002; TANURE; CANÇADO, 2005).

Isso não quer dizer que não ocorriam operações de F&A antes da década de 1980. Tem-se relatos que após a Segunda Guerra Mundial empresas nacionais e internacionais movimentaram as operações de aquisições, principalmente nos segmentos de bebidas e alimentos. Com a concentração de capitais em determinados setores, houve a preocupação na defesa da concorrência e nas décadas de 1950 e 1960 surgem a Lei Nacional Antitruste e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Contribuindo para essa regulamentação e viabilização das operações, as Instituições Financeiras têm papel

fundamental, principalmente com o surgimento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), que três décadas para frente, em 1982, passou a se chamar Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que contribuiu para o desenvolvimento de setores como transporte, siderurgia, energia, dentre outros, e fez parte da reformulação do Sistema Financeiro Nacional, juntamente com a reforma bancária e a Lei de Mercado de Capitais (NASCIMENTO, 1996; RIO, 2015).

As autoras mencionam ainda que na década de 1970 o Estado definiu regras de acumulação e concorrência do sistema econômico, através de ferramentas de concessão de subsídios, incentivos fiscais, controle de preços e dos serviços públicos. Em 1976 foram criadas a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404), tornando o sistema mais robusto e com capacidades de viabilizar operações de F&A mais complexas.

Portanto, foi a partir das décadas de 1980 e 1990 que o Brasil apresentou crescimento e participação de grandes operações de F&A, impulsionados pela abertura econômica e fortalecimento das instituições financeiras, aliado ao Plano Real de 1994, que trouxe a estabilização monetária e reestruturação produtiva nacional. As operações aconteciam em diversos setores, ou seja, eram pulverizadas, e em 1997 foram concentradas nos setores bancário, eletrônico e de autopeças. A partir dos anos 2000 ocorreu um forte crescimento no número de operações em setores como telecomunicações, internet, instituições financeiras e diversos outros segmentos do mercado nacional. Desde então as transações têm aumentado consideravelmente, demonstrando um mercado maduro e estável do ponto de vista econômico. Para reforçar essa afirmação, os números apontam um crescimento de 4,6 vezes nas transações de F&A, partindo de 1994 com 175 transações, para em 2014 atingir 818 transações (NASCIMENTO, 1996; CANO, 2002; RIO, 2015).

Os movimentos de fusões e aquisições mencionados pelos autores acima, caracterizam bem as estratégias das empresas ao longo do tempo. Fica evidente que a busca atual por fusões e aquisições não está apenas relacionada a rápidos ganhos financeiros ou um simples reposicionamento de mercado, o objetivo é manter a sustentabilidade do negócio e a busca da vantagem competitiva.

2.1 Fusões

O processo de fusão se caracteriza pela combinação estratégica de duas ou mais empresas, que deixam de existir individualmente passando a ter uma personalidade jurídica após se fundirem, não ocorrendo paridade entre os parceiros na nova empresa criada. De acordo com artigo 228 da Lei das Sociedades Anônimas, fusão é definida como uma operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações (LOPES, 2013; JUSBRASIL,2016).

A fusão ocorre com a união de duas ou mais entidades, formando uma nova e única empresa, de maior porte e geralmente com o controle da maior ou mais importante entre elas. Em algumas situações, a nova entidade formada pela fusão não tem predominância de controle das partes envolvidas (ASSAF NETO, 2014).

Numa economia, o processo de fusão pode ser ruim ao gerar desemprego ou fechamento de unidades em determinados centros, bem como se criar um monopólio prejudicial aos consumidores; o lado bom fica por conta dos acionistas das empresas adquirentes e adquiridas. Porém, se os recursos forem utilizados em produtos rentáveis e ganhos de eficiência, poderá proporcionar qualidade e preços mais baixos; a tendência é ter uma economia mais vibrante e com oportunidade de geração de novos empregos (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2002).

Empresas se fundem para alcançar mais rapidamente e facilmente alguns objetivos, tais como crescimento ou diversificação, sinergia, levantamento de fundo, aumento de capacidade tecnológica, aumento no poder administrativo, liquidez dos proprietários e defesa contra a aquisição de uma sociedade anônima por outra (SANTOS, 2010).

De fato, esses movimentos de fusões acontecem de forma estratégica e estruturada, objetivando aspectos relevantes como crescimento de mercado, solidez financeira, poder de barganha, redução de custos, sinergias e criação de valor.

2.2 Aquisições

O processo de aquisição é a compra por parte de um agente econômico de uma ou mais empresas, determinando o desaparecimento legal da(s) empresa(s) comprada(s), mas a empresa compradora mantém sua personalidade jurídica. Este

processo constitui-se numa das mais relevantes práticas de crescimento de uma empresa ou grupo empresarial, no qual o comprador pode comprar ações e, portanto, ter o controle de todos os direitos e obrigações ou comprar os ativos, desta forma poderá escolher os ativos e passivos que deseja adquirir (CASTRO, 2010).

Com base na Lei das Sociedades Anônimas, no artigo 227, aquisição ou incorporação é a operação pela qual uma ou mais organizações são absorvidas por outras, sucedendo todos os direitos e obrigações (JUSBRASIL, 2016).

Algumas aquisições podem trazer benefícios estratégicos, é uma oportunidade de aproveitar o ambiente competitivo caso surjam situações, ou seja, é mais uma opção do que uma oportunidade convencional de investimento. Por exemplo, se uma empresa fabricante de máquina de costura adquirisse uma empresa fabricante de computadores. A companhia estará bem posicionada somente se o progresso tecnológico permitir a produção de máquinas de costura operadas por computador no futuro (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002).

O crescimento lucrativo através de aquisições não é fácil, embora algumas equipes de administração e adquirentes tenham sido bem-sucedidas. A maior frequência é os administradores observarem suas propostas de aquisição serem recebidas com ceticismo por parte dos investidores e resultarem em retornos de mercado aquém das expectativas (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2002).

No Brasil, os processos de aquisições são mais frequentes do que os processos de fusões. Esse movimento é observado no setor de ensino superior privado através das últimas compras efetivadas no mercado.

2.3 Formatos de Fusões e Aquisições

No Brasil e em outros mercados há uma frequência maior nas operações de aquisições do que de fusões, devido ao grau de complexidade do processo de fusão, uma vez que as empresas envolvidas deixam de existir juridicamente e se faz necessário a criação de uma nova pessoa jurídica. Outro fator relevante é a questão fiscal que favorece as aquisições, já que nas fusões ocorre a prevalência do prejuízo fiscal e, portanto, a empresa compradora obtém um benefício fiscal na compra.

Segundo Castro (2010) são três as formas de se operacionalizar uma fusão ou aquisição:

- 1) Fusão integral: quando duas empresas decidem se unir e uma delas assume o controle total dos ativos e passivos da outra. Precisa ser aprovada por no mínimo 50% dos acionistas de cada uma das empresas;
- 2) Aquisição de ações em troca de caixa, ações ou outros ativos: neste tipo de situação a empresa compradora se torna acionista majoritária, podendo ocorrer ou não substituição dos gestores da empresa comprada;
- 3) Compra de parte ou total dos ativos: a propriedade deverá ser transferida para a empresa compradora e o pagamento efetuado à empresa vendedora, e não diretamente a seus acionistas.

2.4 Tipos de Fusões e Aquisições

Pode-se dizer que as combinações entre as empresas seguem padrões permitindo agrupamentos em tipos de operações de fusões e aquisições, com base em estratégias das empresas envolvidas no processo (LOPES, 2013).

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002) as F&A podem ser classificadas em três tipos de integração:

- Horizontais:

Ocorre quando empresas pertencentes a um mesmo segmento de atividade se combinam e em virtude disso é comum que sejam concorrentes devido à similaridade dos produtos.

Neste tipo de integração as empresas beneficiam-se de economia de escala, alcançando custos unitários inferiores em função do alto volume de produção. Podem ocorrer também ganhos de escopo relacionados à redução dos custos obtidos pela combinação da distribuição e marketing dos produtos (NARDI, 2012).

Outro fator relevante é que a partir deste tipo de integração poderão surgir empresas mais poderosas, devido ao aumento de *market-share* (participação no mercado), domínio das tecnologias e um forte conhecimento técnico dos profissionais. Como desafios, a integração entre as estratégias e mapeamento das funções a fim de se evitar duplicações de atividades, objetivando otimizações de custos (CASTRO, 2010).

- Verticais:

Resultantes da combinação de empresas pertencentes a uma mesma cadeia produtiva, porém situadas em estágios diferentes. Como exemplo, a compra de um fornecedor com a intenção de reduzir os custos de matéria prima, eficiência ou ampliação ao acesso a materiais essenciais em função de uma melhor gestão dos processos. A mesma situação pode ocorrer na compra de um distribuidor ou cliente com a intenção de buscar vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes. Esse tipo de interação torna a atividade operacional mais complexa, já que a atenção passará a ter dois ou mais focos e fica sujeita a erros estratégicos e operacionais (CASTRO, 2010; LOPES, 2013).

- Conglomerado:

Tem como característica a integração de empresas de segmentos não relacionados, objetivando a diversificação dos investimentos, uma vez que o risco é reduzido já que os fluxos de caixa serão pouco correlacionados. Pode-se dizer ainda que os outros fatores para essa diversificação são as economias de escala e escopo, levando em consideração que o custo médio conjunto dos produtos tenderá ao declínio (SANTOS, 2010; CASTRO, 2010; LOPES, 2013).

- Congênere ou Concêntrica:

Esse tipo de transação envolve empresas atuantes num mesmo segmento, mas que não estejam na mesma linha de negócios; além disso, não são clientes ou fornecedores uma da outra. As empresas se relacionam em busca de alguma sinergia em seus negócios e por atuarem num mesmo setor, é uma estratégia bem utilizada por empresas que buscam penetrações em mercados regionais, distantes de sua rede logística (LOPES, 2013; ASSAF NETO, 2014).

2.5 Motivos para Fusões e Aquisições

Com base nos tipos de fusões e aquisições, as empresas buscam razões para se combinarem.

Segundo Lopes (2013), as operações de F&A podem ser classificadas em função das motivações que originaram a combinação entre as empresas. Pode-se dizer que são 10 os motivos fundamentais para que ocorram as fusões e aquisições:

- 1) **Sinergia Operacional**, que é a geração de valor proveniente da combinação de empresas, através de economia de escala, e obtidas por reduções de operações, aumento de volume de compras de matéria prima que demandará diminuição de custos, centralização da administração e eliminação das despesas com atividades corporativas;
- 2) **Sinergia Financeira**, na qual as empresas podem formar uma composição com mais ativos, que podem ser utilizados como garantia para operações de crédito, diminuindo assim o risco para a instituição financiadora;
- 3) **Alteração da Forma de Governança** ou a chamada de Governança Corporativa, que é a transparência dos atos administrativos, aumento da eficiência da alocação de recursos obtidos através de regulamentos internos com o objetivo de atrair novos investidores. Uma empresa menor de capital fechado sendo adquirida por uma empresa maior e de capital aberto, pode ser bem vista por acionistas minoritários uma vez que gerará um maior índice de governança corporativa, forma eficiente de evitar o problema e o custo de agência;
- 4) **Realinhamento Estratégico**, que consiste na operacionalização das fusões e aquisições por parte das empresas para adequarem-se às mudanças exercidas pela economia. Em alguns casos essa combinação pode se dar em mercados ainda não presentes pela empresa, seja com o objetivo de ampliação no mercado local ou por estratégia de expansão para o mercado internacional;
- 5) **Efeito Hubris**, que é o excesso de confiança na capacidade de se gerar valor com a aquisição, podendo levar ao pagamento de um ágio que não será recuperado na operação das empresas combinadas, sendo um destruidor de valor da empresa adquirente;
- 6) **Problemas de Agência**, que combinados com o efeito *hubris*, são um dos destruidores de valor dos acionistas de empresas que participam de operações de F&A. Isso acontece quando há uma pulverização da propriedade da empresa em muitos sócios e os administradores ou sócios majoritários concentram o poder de controle e gestão. Em determinado momento, esses gestores podem focar os esforços em benefício próprio/interesses pessoais e não mais para a criação de valor para os acionistas;
- 7) **Baixo Valor de Mercado da Empresa Alvo**, ou seja, as empresas de capital aberto tem seu valor de mercado estipulado em função do valor das ações que estão sendo negociadas na Bolsa de Valores, somado ao valor de mercado de suas

dívidas financeiras. A oscilação do valor das ações das empresas alvo no mercado podem acarretar num valor total de mercado menor do que o valor total contábil dessas empresas, tornando-as atrativas para serem adquiridas por outras empresas do mercado. Essa relação é chamada de *market-to-book ratio*;

8) **Considerações Tributárias**, que demonstram uma incompatibilidade entre o cenário internacional e o cenário brasileiro no que tange a utilização de créditos tributários em operações de F&A. As empresas devem-se atentar com as operações de fusão e aquisição, uma vez que no mercado externo uma empresa adquirente que apresenta lucros em sucessivos exercícios fiscais, pode utilizar-se de crédito tributário para compensar prejuízos operacionais líquidos de exercícios anteriores por parte da empresa adquirida. Tal situação não pode ser realizada no Brasil em função de processos regulatórios por parte da Receita Federal, que entende essa fusão ou aquisição como sendo uma mesma pessoa jurídica;

9) **Poder de Mercado**: uma vez concretizada a operação de F&A, resultará uma combinação de aumento de volume de vendas, compras e pagamento de tributos. Porém, cria-se um maior poder de negociação perante fornecedores, concorrentes e governo, obtendo assim um incremento na capacidade competitiva; e

10) **Managerialism**, que pode ocorrer após a operação de F&A quando a nova empresa combinada tiver seu valor maior que a empresa antes da operação de F&A, motivando o administrador em aumentar seu poder. Desta maneira acontecerá o gerencialismo ou conflito de interesses, uma vez que o adquirente paga intencionalmente um valor maior pela empresa alvo do que seu valor real.

Lopes (2013) apontou dez motivos para que empresas busquem combinações através de fusões ou aquisições, mas para Assaf Neto (2014) um dos principais motivos para fusões de empresas é a sinergia que o novo negócio produzirá, que visa de certa forma alguma criação de valor. O autor ainda aponta outras justificativas para os processos de fusões:

- política de diversificação dos investimentos, com objetivo de reduzir o risco da empresa;
- benefícios fiscais que o negócio poderá gerar;
- objetivo de crescimento rápido de mercado e aumento do *Market share*;

- ganhos de sinergia, como por exemplo economias de escala, eficiência, maior poder de barganha em negociações, dentre outros.

Brealey, Myers e Allen (2013) enumeram, da mesma forma que os autores acima, as razões das transações de fusões e aquisições. Às razões já elencadas, os autores acrescentam:

- transferência de recursos motivada pela interação entre a empresa adquirente e a empresa adquirida, podendo gerar um aumento de valor através da combinação de recursos escassos e a redução da assimetria da informação;
- excesso de recursos, como por exemplo uma empresa que gera caixa e atua num mercado maduro, passa a adquirir empresas de segmentos diferentes em busca de oportunidades de obter maior retorno de investimentos com potencial de maior rentabilidade.

Copeland, Koller e Murrin (2002) sugerem que os pontos a seguir são motivadores às transações de F&A:

- maior criação geral de valor – o adquirente pode aumentar sua chance de sucesso na transação se houver o *feeling* de criação de valor na operação como um todo;
- menor pagamento de ágio – adquirentes que pagam ágios menores tem maiores chances de ver suas ações se valorizarem com o anúncio;
- adquirentes melhores administrados – operações acima da média do setor proporcionam um desempenho financeiro acima da média.

Em contrapartida, os mesmos autores apontam quatro motivos que levam as operações de F&A ao fracasso. São eles:

- avaliação excessivamente otimista do potencial de mercado;
- superestimativa das sinergias;
- erros de *due diligence*;
- lances elevados demais.

Os processos de F&A devem ser muito bem avaliados e mensurados. Os autores, em sua grande maioria, apontam mais aspectos positivos do que negativos

nas transações. Sabe-se que o mercado é dinâmico e um erro estratégico pode levar à destruição do valor por parte de um negócio malsucedido.

Nos próximos capítulos serão abordados os conceitos, classificações, métodos de avaliação e importância estratégica dos Ativos Intangíveis, além da influência desses ativos nos processos de F&A, uma vez que podem se tornar grande fonte de vantagem competitiva.

3 ATIVOS INTANGÍVEIS

A visão do mundo corporativo com relação aos ativos intangíveis mudou nas últimas duas décadas; até então a preocupação era como avaliar e criar valor através dos ativos tangíveis dentro da empresa. O interesse em estudar os ativos intangíveis está relacionado à combinação de duas forças: a intensa competição entre as empresas devido à globalização das economias e as facilidades do comércio eletrônico que acirram a disputa pelo mercado; e o desenvolvimento da tecnologia da informação, na busca por informações mais rápidas para tomadas de decisão (PEREZ e FAMÁ, 2015).

Os ativos intangíveis vêm se tornando importantes na formação de valor dentro das organizações, proporcionando uma valorização das ações nas últimas décadas, motivada pela importância dada pelos investidores à marca, à inovação, aos ativos humanos e outros, todos eles considerados ativos intangíveis. A influência sobre o valor da empresa tem variação por diversos aspectos: em função do ramo de atividade, ciclo de vida do produto e da empresa, missão da empresa, etc. e as decisões de investimento em ativos intangíveis devem levar todos esses aspectos em consideração (KAYO et al., 2006).

O objetivo deste capítulo é apresentar as definições de ativos intangíveis, sua importância dentro das organizações, as diferentes classificações de ativos intangíveis e os critérios de avaliação.

3.1 Ativos Intangíveis: Definição e Características

Antes de se definir ativo intangível é importante definir o que vem a ser ativo. Pode-se dizer que são todos os bens e direitos de propriedade da empresa, que são mensuráveis monetariamente e representam benefícios presentes ou futuros para uma organização, como por exemplo máquinas e equipamentos, estoques, dinheiro, duplicatas a receber, etc. (MARION, 2012).

Kayo (2002) com base em Martins (1972) fundamenta ativo como recursos de propriedade de uma empresa que foram adquiridos a um custo mensurável em

dinheiro. Além disso, o autor contrapõe ativo em termos econômicos, como sendo o resultado econômico que se espera obter de um bem físico ou mental.

Perez e Famá (2006) definem ativo como todo recurso (físico ou não) controlado por uma organização e que possa ser utilizado na produção de produtos ou serviços a seus clientes, com objetivo de gerar benefícios econômicos futuros, e seu custo é representado pela capitalização do total de gastos incorridos para sua aquisição ou desenvolvimento.

Intangível é uma palavra proveniente do latim *tangere*, ou “tocar”, portanto para bens intangíveis significa que não podem ser tocados, não possuem corpo. Em contabilidade um termo que se aproxima bastante desta definição é o *goodwill*, expressão utilizada na definição de Capital Intelectual. A mensuração desse bem intangível, *goodwill*, é expressa pela diferença entre seu valor contábil e o valor de mercado da empresa; em outras palavras, pode ser considerado um ágio de um valor agregado, que a empresa tem em função da sua reputação, da marca de seus produtos, da lealdade de seus clientes, imagem, treinamentos, conhecimento técnico dos funcionários, dentre outros (MARION, 2012). Kayo (2002) menciona que o termo ativo intangível é utilizado por diversos autores e é conhecido por vários outros nomes, tais como: capital intelectual, ativos do conhecimento, ativos invisíveis e *goodwill*.

Assaf Neto (2014) define ativo intangível como bens imateriais ou incorpóreos, como por exemplo marcas, patentes, direito autorais, etc., sujeitos à amortização, por perda de valor. Lev (2001) vem com a definição de ativo intangível como sendo um direito a benefícios futuros, que não possui corpo físico ou financeiro, como por exemplo: ações ou títulos. E Kayo (2002) complementa que ativo intangível resulta da soma dos lucros econômicos projetados, descontado de uma taxa de risco apropriada, logo gera benefícios futuros e, além disso, ao excluir do valor total do negócio os ativos tangíveis, restam os ativos que não possuem corpo físico ou financeiro, os ativos intangíveis.

Kayo (2002) e Lev (2001) abordam de forma sintetizada a definição de ativos intangíveis, como um conjunto estruturado de conhecimentos, atitudes e práticas de uma empresa e inovação que, em interação com seus ativos tangíveis, contribui para a formação de valor das empresas.

Milone (2004) e Kayo (2002) descrevem que existem diversos componentes de um negócio que podem ser caracterizados como ativos intangíveis, porém para

que possam ser avaliados de maneira econômica e financeira, eles devem ter algumas características, como estar sujeito a: uma fácil identificação e descrição, à existência e proteção legal, ao direito de propriedade privada e direito de ser legalmente transferível, a uma destruição ou eliminação em determinado momento ou evento identificável, além de ter sido criado em uma data ou evento identificável e existir uma evidência tangível de sua existência (como um contrato, licença, documento de registro, etc.);

Milone (2004) menciona ainda que existem mais dois fatores fundamentais para que um ativo intangível possa ser objeto de uma avaliação econômico-financeira:

- deve produzir alguma quantidade mensurável de benefício econômico a quem detém o seu direito;
- deve aumentar o valor de outros ativos ao qual está associado.

Kayo (2002) complementa que ativos tangíveis apresentam as mesmas características mencionadas anteriormente, além de que:

- deve ter existência física ou natureza corpórea;
- deve ser passível de ser tocado ou visto;
- deve ser perceptível ao toque.

O autor descreve ainda que características relacionadas à existência física não servem de base para diferenciar ativos tangíveis de intangíveis, isto porque alguns ativos intangíveis como marcas, patentes, entre outros, devem estar devidamente registrados e/ou mostrar evidências físicas de que existem. Em contrapartida, alguns ativos tangíveis são representados por direitos, portanto não corpóreos, como por exemplo: depósitos bancários, contas a receber, seguros e títulos de investimento.

Santos et al. (2006) descrevem que as características econômicas dos ativos intangíveis possuem dois principais direcionadores que geram benefícios econômicos, que são:

- não concorrência, pelo fato dos ativos intangíveis poderem ser utilizados simultaneamente, não ocorrendo uma concorrência entre eles pela utilização para diferentes fins, além de ter custo de oportunidade zero ou insignificante além do investimento original;

- efeitos de rede, que ocorrem quando o benefício de utilização de um aumenta conforme vai aumentando a utilização de outros ativos intangíveis. Funcionam como se todos estivessem conectados a uma rede como, por exemplo, de computadores, que gera benefícios a todos conforme a utilização.

Como visto, são várias as descrições de ativos intangíveis na literatura acadêmica e todos elas concluem que são bens não físicos e com características específicas.

3.2 Classificação dos Ativos Intangíveis

De acordo com Kayo (2002) as classificações de ativos intangíveis, também conhecidas como taxonomias, tiveram suas primeiras propostas feitas pelos autores Panton e Panton Jr, citadas por Martins (1972). Recentemente, outras classificações foram apresentadas por autores como Sveiby (1997), Stewart (1999), Lev (2001), Triplett (2001), Reilly e Schweih (1998), entre outros, que serão mencionadas ao longo deste tópico.

Para serem identificados mais facilmente, Milone (2004) descreve que os ativos intangíveis podem ser agrupados por categorias, relacionadas com:

- tecnologia;
- cliente;
- contratos;
- processamento de dados;
- capital humano;
- marketing;
- localização; e
- *goodwill*.

O autor acrescenta ainda que existem duas categorias específicas para o ativo intangível, denominado capital/propriedade intelectual que são: criativo e inovação.

Segundo Santos et al. (2006) os ativos intangíveis, de acordo com o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) podem ser classificados em *goodwill* e mais cinco grupos principais: marketing, clientes, artes, contratos e tecnologia, reforçando

o que foi descrito por Milone (2004) e as taxonomias que serão apresentadas a seguir.

A taxonomia de Panton e Panton Jr (apud Kayo, 2002, p.14), que chamam os ativos intangíveis de *goodwill*, propõem as seguintes classificações:

- *Goodwill* Comercial: baseado por serviços colaterais, qualidade do produto em relação ao preço e atitude e hábito dos consumidores como resultado dos investimentos;
- *Goodwill* Industrial: tem sua geração através de altos salários, baixa rotatividade, oportunidades de crescimento profissional, etc., desde que contribuam para a imagem positiva da empresa e gere redução do custo unitário da produção;
- *Goodwill* Financeiro: provem da atitude dos investidores, fontes de financiamento e crédito vinculada a boa imagem da empresa;
- *Goodwill* Político: gerado através de um bom relacionamento com o Governo.

Sveiby (1997), que nomeia os ativos intangíveis como “ativos invisíveis”, tem como taxonomia:

- competência dos empregados: capacidade de ação e criação de ativos tangíveis e intangíveis em virtude de uma variedade de situações;
- estrutura interna: gerada em função de patentes, conceitos e modelos, sistemas de computação e administrativo, além de espírito e cultura organizacional;
- estrutura externa: principalmente gerada pelo relacionamento com clientes e fornecedores.

Para Stewart (1999), o capital humano é a principal fonte de inovação e renovação de uma empresa. O mais importante é o compartilhamento e transferência do conhecimento entre as pessoas da organização, de forma que todos os outros ativos intangíveis ajudem a maximizar o valor da empresa. Portanto tem como taxonomia, baseada no capital intelectual:

- capital humano: talento, habilidade e conhecimento;
- capital estrutural: patentes, processos, banco de dados, etc;
- capital cliente: relacionamento com clientes e fornecedores.

A taxonomia de Lev (2001) tem por base os fatos geradores, que de acordo com a sua classificação são:

- inovação: relacionada, principalmente, às atividades de pesquisa e desenvolvimento (P&D);
- desenhos organizacionais singulares: formados por estrutura e sistemas exclusivos, banco de dados, sistemas de computação próprios, carteira de marcas, etc.;
- recursos humanos: conhecimento, habilidades, talento dos funcionários da organização.

Seguindo a taxonomia de Lev (2001), Triplett (In: LEV, 2001) classifica os ativos intangíveis como inovações, estruturas organizacionais singulares, marcas e práticas de recursos humanos.

Reilly e Schweihs (1998) possuem uma taxonomia mais específica, elencando para os ativos intangíveis um maior número de classes do que as classificações mencionadas anteriormente, são elas:

- marketing: logos, marcas, etc.;
- tecnologia: processos, patentes, conhecimento técnico, etc.;
- arte: direitos autorais, composições musicais, trabalhos literários, quadros, fotografias etc.;
- processamento de dados: direitos autorais de *softwares*, bancos de dados automatizados, *softwares* proprietários, etc.;
- engenharia: desenhos industriais, patentes de produtos, esquemas de engenharia, etc.;
- cliente: lista de clientes, contratos, relacionamentos, etc.;
- capital humano: mão de obra especializada, contratos sindicais, etc.;
- localização: direitos de exploração mineral, água, etc.; e
- *goodwill*.

Com o objetivo de resumir e uniformizar as taxonomias apresentadas anteriormente, que algumas são amplas e outras específicas, Kayo (2002) propõe uma nova classificação levando em consideração as características dos referidos ativos, como segue:

Quadro 3 - Proposta de nova classificação dos Ativos Intangíveis.

Tipo de Intangível	Principais Componentes
Ativos Humanos	<ul style="list-style-type: none"> - conhecimento, - talento, - habilidade, - experiência dos funcionários, - treinamento e desenvolvimento - entre outros
Ativos de Inovação	<ul style="list-style-type: none"> - pesquisa e desenvolvimento, - patentes, - fórmulas secretas - <i>know-how</i> tecnológico - entre outros
Ativos Estruturais	<ul style="list-style-type: none"> - processos, - banco de dados, - sistemas de informação, - inteligência de mercado, - canais de mercado, - entre outros
Ativos de Relacionamento	<ul style="list-style-type: none"> - marca, - logos, - direitos autorais, - contratos com clientes e fornecedores, - contratos de licenciamento e franquia, - entre outros

Fonte: Adaptado de Kayo (2002, p.19).

3.3 Métodos de Avaliação dos Ativos Intangíveis

3.3.1 Importância da avaliação

É importante saber e conhecer o valor dos ativos intangíveis, por diversos aspectos. Reilly e Schweih (1998) abordam algumas dessas razões, como por exemplo: a avaliação do ativo intangível estabelece um valor de transação do mesmo, seja para venda, compra ou licenciamento; serve como base para operações de garantias de empréstimo ou securitização; ou fornece subsídios para a empresa se planejar e a administração analisar melhorias do valor do negócio, identificar oportunidades de licenciamento, divulgação, ou *disclosure* do valor do intangível e o efeito benéfico que possa exercer sobre o mercado em geral, além de outras questões estratégicas.

Kayo et al. (2006) complementam as considerações anteriores mencionando que a importância do valor do intangível pode servir de base para processos de fusões ou aquisições e para uma facilidade na gestão estratégica desses ativos, que para os autores é de suma importância. Outra razão importante, apontada por Kayo

(2002) para avaliação dos ativos intangíveis, se deve pela potencial utilidade no gerenciamento e maximização do valor do negócio em geral.

3.3.2 Métodos de avaliação dos ativos intangíveis

Vargas (2007) menciona que são vários os métodos para se avaliar ativos intangíveis, podendo ser classificados sob diferentes abordagens. Em uma dessas abordagens, Sveiby (1997) indica quatro categorias nas quais os métodos existentes foram distribuídos:

- *Direct intellectual capital methods* (DIC), que é a estimativa do valor financeiro do intangível através da identificação de seus vários componentes;
- *Market capitalization methods* (MCM), que calcula a diferença entre capitalização de mercado da empresa e o patrimônio líquido dos investidores como valor dos seus intangíveis;
- *Return on asset methods* (ROA), Métodos de Retorno dos ativos; e
- *Scorecard methods* (SC), que consiste na identificação de vários componentes do intangível e indicadores e índices são gerados e relatados em *scorecards* ou através de gráficos.

Vargas (2007) adiciona mais uma categoria:

- *Proper measurement system* (MS), que tem por base tudo de valor na ou sobre a empresa, fragmentado em atributos mensuráveis, podem ser combinados com dados financeiros para produzir valor monetário e ser divulgado.

A seguir serão demonstradas outras metodologias de avaliação dos ativos intangíveis:

Método do EVA® (Valor Econômico Agregado):

Kayo (2002), Young e O'byrne (2003) e Kayo et al. (2006) propõem o método do EVA® como processo de avaliação dos ativos intangíveis. O EVA®, conhecido como valor econômico agregado, é definido como o lucro operacional líquido depois dos impostos menos um encargo sobre o capital investido. Sua fórmula de cálculo é a seguinte:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{NOPAT} - (c^* \times \text{capital}),$$

onde NOPAT é igual ao lucro operacional líquido após o imposto de renda; c^* é o custo do capital e o capital é igual ao capital tangível total (ativo imobilizado e capital de giro operacional).

Young e O'byrne (2003) apontam que essa simples fórmula fornece o primeiro *insight* importante sobre os direcionadores de valor. Esses direcionadores do EVA® podem resolver os problemas de visibilidade que aparecem quando a empresa tenta implementar o valor econômico adicionado abaixo dos níveis das principais unidades de negócio.

Ao tratar da avaliação dos ativos intangíveis pelo método do EVA®, três importantes questões devem ser levadas em consideração (KAYO et al., 2006):

- a projeção dos resultados econômico-financeiros, que é a base para calcular os EVA's® futuros (fórmula mencionada acima) e o MVA® (Valor agregado de mercado), que deriva dos EVA's® futuros descontados ao valor presente por uma taxa de desconto adequada;
- identificação e separação dos ativos tangíveis e intangíveis, considerada uma etapa crítica porém já levada em consideração na aplicação do cálculo da EVA®, em função da subtração do custo sobre a utilização do capital tangível. Mesmo assim a separação dos diversos tipos de ativos intangíveis é uma tarefa complexa e subjetiva. Uma das formas de resolver essa questão é analisar os direcionadores não-financeiros que contribuem para a geração de valor;
- custo de capital apropriado a cada tipo de ativo que deve ser calculado após finalizada as etapas anteriores. Traz-se ao valor presente, utilizando uma taxa adequada, cada tipo de ativo intangível, que somados, formam o MVA® da empresa.

Segundo Kayo (2002) mesmo que calculados juntos é importante avaliar os ativos intangíveis de forma separada, isto porque o valor do mesmo ativo pode ser diferente para duas empresas pelo uso que ambas fazem do ativo e pelas sinergias que esses ativos possam apresentar com os ativos de outra empresa.

Balanced Scorecard (BSC), Indicadores Balanceados de Desempenho

De acordo com Vargas (2007), o conceito do *Balanced Scorecard* foi apresentado por Kaplan e Norton e consiste em uma ferramenta que contempla a

visão e a estratégia da empresa num conjunto coerente de medidas de desempenho. O modelo interage as medidas financeiras com as não-financeiras. Completando essa visão, Young e O'byrne (2003) dizem que o *Balanced Scorecard* não foi criado com o pensamento no EVA®, mas sua estrutura tem se mostrado complementar ao EVA®, isso porque o modelo pode resumir em uma única página um conjunto de indicadores de desempenho, baseado em diferentes perspectivas, financeiras e não-financeiras.

O mapa estratégico do BSC é fundamentado em quatro perspectivas, identificando as medidas-chave de desempenho. São definidas metas para cada uma das medidas (financeiras e não-financeiras), além de ações para que essas metas sejam alcançadas. Com base em Vargas (2007), Young e O'Byrne (2003), as quatro perspectivas são:

- perspectiva financeira: através da estratégia se equilibram forças contraditórias (por exemplo, investimento de longo prazo x redução de custos no curto prazo);
- perspectiva do cliente: o que a empresa tem de melhor ou diferente do que seus concorrentes e que crie valor para seu cliente; como indicadores de performance, custo total baixo, liderança no produto e outros;
- perspectiva interna: a criação do valor do negócio se dá por meio dos processos internos;
- perspectiva de aprendizado e crescimento: o alinhamento estratégico é que determina o valor do intangível. Três categorias ganham destaque: capital humano, capital da informação e capital organizacional.

De acordo com Young e O'byrne (2003) modelos diferentes para identificar medidores de desempenho não-financeiro podem funcionar, cabe à empresa selecionar aqueles que forem mais adequados às suas necessidades. Vargas (2007) completa dizendo que a integração só acontece quando investir no desenvolvimento de um ativo intangível complementa outros ativos tangíveis e intangíveis, criando sinergia.

Holistic Value Approach (HVA), Abordagem Holística do Valor:

Segundo Vargas (2007) e Braune (2012) o modelo atua como uma estrutura de pesquisa ampla e flexível, além de base de dados para ativos tangíveis e

intangíveis. Um modelo de negócio como gerador de valor é uma excelente condição para se compreender as relações de troca entre as várias formas de valor e custo.

Ainda de acordo com as autoras, uma organização pode gerar valor no ambiente interno e externo como segue:

Interno:

- valores e qualidade de governança corporativa;
- eficácia de capital intelectual implantado;
- eficácia resultante de processos, atividades e operações;
- qualidade da conformidade com os padrões regulatórios.

Externo:

- receitas provenientes da venda de produtos e serviços;
- valor adicionado ao cliente após a compra;
- valor adicionado aos interessados;
- valor adicionado ao funcionário após o recebimento do salário e benefícios financeiros;
- relatórios da mídia e da opinião pública;
- avaliação dos reguladores, especialmente dos analistas financeiros;
- avaliações dos impactos ambientais e sociais;
- sensibilização dos formadores de opinião e grupos de interesses especiais.

Nota-se que para utilizar o HVA como método de avaliação dos ativos intangíveis, é importante que o ambiente interno esteja bem alinhado com a estratégia da organização e que o ambiente externo esteja favorável em função do bom relacionamento e imagem perante o mercado.

Inclusive Value Methodology® (IVM), Metodologia Inclusiva do Valor

De acordo com Vargas (2007) é um modelo baseado na teoria de valor, onde o valor é mensurável com relação a um contexto bem definido. Para que isso aconteça, deve seguir duas exigências:

- definir contexto de valor, ou seja, explicação dos objetivos dos acionistas em relação ao negócio;
- traduzir os objetivos em atributos que permitam serem medidos.

Ainda segundo a autora, os atributos devem ser necessários e suficientes com relação aos objetivos e isso implica em: completude, distinção, independência e minimização e, além disso, cada atributo deve ser observável e mensurável.

Os autores Kayo (2002), Vargas (2007), Braune (2012), Kayo et al. (2006) e outros, mencionam outros métodos de avaliação como *intellectual capital audit*, *intellectual capital benchmarking system*, *weithless wealth tool kit*, (auditoria de capital intelectual, sistema de benchmarking de capital intelectual e ferramenta de medição da riqueza), valor intrínseco versus valor contábil, proposta de Gu e Lev, proposta de Stewart, proposta de Edvinsson e Malone, entre outros.

Para avaliação dos ativos intangíveis, uma empresa pode utilizar qualquer um dos métodos apresentados, a definição de direcionadores não-financeiros para a criação de EVA's® futuros, como menciona Young e O'byrne (2003) e Vargas (2007), é muito importante para as empresas orientadas a criação de valor. Como sugestão de indicadores tem-se:

- na área de capital humano: perfil do empregado, rotatividade, educação, motivação e confiança, desenvolvimento e treinamento, satisfação do funcionário, etc.;
- na área de capital estrutural: infraestrutura, suporte ao consumidor, processos administrativos, inovação, melhoria da qualidade, eficiência ou produtividade, infraestrutura baseada no conhecimento, etc;
- na área de capital relacional: perfil do cliente, consumidores, imagem e *stakeholders*, difusão e rede, intensidade, colaboração e conectividade, satisfação do cliente, participação do mercado, etc.

Os gestores devem ficar atentos aos seus direcionadores implementados na organização, questionando a todo momento se esses agregam, de fato, valor à empresa, uma vez que na literatura acadêmica são mostrados indicadores que agregam valor, indicadores que não agregam valor, indicadores que geram indefinições e, por fim, indicadores que possuem inconsistências. Cabe aos administradores financeiros acompanharem a performance dos ativos intangíveis e garantir a maximização do resultado dos acionistas.

Para finalizar, pode-se definir ativos intangíveis como um conjunto de aspectos relacionados ao capital intelectual (conhecimento, talentos e habilidades), inovação (*know-how*, pesquisa e desenvolvimento), processos estruturais e

relacionamento com o mercado (marca, carteira de clientes) que, em conjunto com os ativos tangíveis, contribui na formação de valor de uma empresa.

No próximo capítulo será abordada a influência dos Ativos Intangíveis nos processos de Fusões e Aquisições, como fonte de obtenção de vantagem competitiva e ganhos econômicos.

4 A INFLUÊNCIA DOS ATIVOS INTANGÍVEIS NOS PROCESSOS DE F&A

Neste capítulo, a influência dos ativos intangíveis nos processos de fusões e aquisições entre as empresas, como fonte de vantagem competitiva.

4.1 Introdução

A performance dos processos de fusões e aquisições é um tópico bem discutido nas pesquisas feitas sobre F&A desde a década de 60. Enquanto este tipo de processo continua sendo o favorito entre as empresas como estratégia de crescimento ao redor do mundo, a comunidade acadêmica está dividida se fusões e aquisições geram reais benefícios para as empresas adquirentes (KAPIL, 2012).

É fato que fusões e aquisições representam um componente importante das empresas nas suas estratégias de inovação, ao adquirir novas técnicas de conhecimento, capacidades e solução de problemas de deficiência orgânica de inovação. Além disso, ao se apropriarem de valores inventivos, as empresas podem explorar o potencial de economia de escala e escopo que podem liderar a redução de gastos com pesquisas e desenvolvimentos (P&D) e os riscos (DI GUARDO, HARRIGAN e MARKU, 2015).

Para Kaplan e Norton (2004), a capacidade de mensuração dos ativos intangíveis em uma organização é o cálice sagrado da contabilidade. O conhecimento técnico dos colaboradores, os sistemas de informação e a cultura organizacional valem muito mais para muitas companhias do que seus ativos tangíveis, isto porque os intangíveis não podem ser imitados e geram a força para a sustentabilidade da vantagem competitiva.

Corroborando com os autores acima, Pereira e Oliveira (2013) mencionam que os recursos não imitáveis ou imperfeitamente imitáveis são aqueles que se obtêm a vantagem competitiva sustentável e outras organizações não podem obtê-los. Os gestores têm como desafio classificar os recursos que são essenciais para que a empresa mantenha a vantagem competitiva.

4.2 Ativos Intangíveis como Fonte de Vantagem Competitiva

Autores como Kayo (2002), Stewart (1999) e outros, apontam os ativos intangíveis como fonte geradora de vantagem competitiva de mercado, tornando-se importantes para as estratégias empresariais. Antes de aprofundar na importância dos ativos intangíveis, é preciso definir o que vem a ser vantagem competitiva.

Carvalho, Kayo e Martin (2010) mencionam que existem várias definições de vantagem competitiva, podendo ser considerada como retornos sustentados acima do normal; ações na indústria ou no mercado criam valor econômico, associado ao fraco engajamento de empresas competidoras em ações similares; ou ainda, quando uma empresa obtém taxa de lucro econômico mais alta que o índice médio de lucro econômico de empresas concorrentes.

Porter (1996) aponta que a vantagem competitiva tem por base estratégias genéricas tais como: liderança em custo, que visa a posição de produtor de baixo custo do setor; diferenciação, que envolve o desenvolvimento de produtos ou serviços únicos, com base na lealdade à marca e do cliente; e foco, que procura atender segmentos de mercado estreitos. Contrapondo Porter (1996), D'Aveni (1995) afirma que o fato de se ter uma vantagem competitiva não quer dizer que a empresa estará se garantindo quando surgirem as ameaças, as vantagens competitivas se tornam vítimas de erosão e, sendo assim, as empresas tem que agir ativamente na ruptura de suas próprias vantagens e de seus concorrentes.

Stewart (1999) pede atenção na necessidade de observar a cadeia de valor dos ativos intangíveis e não somente dos ativos tangíveis. Para o autor, o valor dos ativos intangíveis está concentrado nas atividades de apoio, tais como recursos humanos, desenvolvimento de tecnologia, infraestrutura da empresa e outras. Além disso, esse valor é bem significativo e as empresas não dão muita importância ao seu gerenciamento, o conhecimento é pouco gerido dentro das organizações já que a avaliação dos ativos intangíveis é difícil. Essa tarefa é essencial na medida que o valor intrínseco da empresa não depende apenas dos ativos tangíveis e o único meio para se diferenciar da concorrência está na devida importância nos ativos intangíveis.

De acordo com Kayo (2002), se torna inviável entrar em um negócio sem o suporte de ativos intangíveis como, por exemplo, o capital humano. Não há

vantagem competitiva a partir de pessoas não capacitadas, essa vantagem vem de algo proprietário, de difícil duplicação, ou seja, é um conhecimento particular ou uma combinação singular de ativos do conhecimento. Ainda segundo o autor, é importante não só a empresa entrar em um negócio e sim permanecer nele. Para isso a manutenção da competitividade depende, entre outros fatores, da produtividade que muitas vezes está associada aos ativos tangíveis, como a aquisição de máquinas mais modernas e eficientes. Porém, grande parte do ganho de produtividade se deve a investimentos no capital intangível, como investir em educação e capacitação técnica.

O conhecimento vem a ser um recurso estratégico, visto como uma importante fonte de vantagem competitiva e de desempenho organizacional. Além disso, atualmente os ativos intangíveis são considerados e com projeção para o futuro, como indicadores de riqueza e crescimento nas economias e nas empresas modernas (FEITOSA, 2011).

É importante pensar estrategicamente nos ativos intangíveis como fator de diferenciação no mercado, eles proporcionam vantagens competitivas aos seus detentores para enfrentar a concorrência e sobressair no mercado de atuação, uma vez que ativos tangíveis são rapidamente reproduzidos, copiados ou se tornam obsoletos. Desta forma, os ativos intangíveis como tecnologia, processos de fabricação, patentes, marcas e outros, serão os grandes responsáveis pela geração de valor da empresa (PEREZ; FAMÁ, 2015).

Acredita-se que investir em ativos intangíveis pode gerar resultado superior a qualquer retorno sobre o investimento, garantindo assim uma vantagem competitiva, porém pode também ter seu valor de mercado diminuído em função de um dano em sua imagem e reputação (BRAUNE, 2012).

Investir em pesquisa e desenvolvimento é uma forma de se obter vantagem competitiva, seja ela por preço ou qualidade, direcionada para o desenvolvimento de produtos, processos e em marcas. Esses tipos de investimento são considerados os maiores direcionadores de mudanças nos negócios, a partir da criação de novos produtos e melhorias dos processos de fabricação (KAYO, 2002).

As empresas devem estar mais engajadas em processos de fusões e aquisições do que em alianças quando os recursos tecnológicos do proponente são maiores do que os seus próprios recursos. Este é um fenômeno na economia

americana, isto porque aquisição tecnológica gera um efeito significativo para o ganho de vantagem competitiva (DI GUARDO, HARRIGAN e MARKU, 2015).

No passado, as fusões e aquisições tinham como tendência serem apenas transações financeiras, que em muitos casos eram destinadas apenas ao controle de ativos subvalorizados, mas gradativamente passaram a ser estratégicas e operacionais, ou seja, a empresa alvo é vista não apenas como um ativo tangível, mas também como uma base de competências importantes para aprimorar e ampliar as oportunidades estratégicas. O processo de coordenação e integração das empresas passou a ser mais complexo, exigindo não apenas a economia de escala e/ou corte de gastos, mas também a efetivação de sinergias e a geração de valores através dos ativos intangíveis relacionados ao conhecimento, competências, pesquisa e desenvolvimento e inovação (RIO, 2015).

Para Carvalho, Kayo e Martin (2010), investir na marca contribuirá para a criação de valor da empresa, pois ela é um dos ativos intangíveis responsável por determinar a preferência dos consumidores e a percepção que esses desenvolvem pelo produto ou serviço. Fortalecer a marca significa gerar lealdade dos clientes, menor vulnerabilidade nas ações de marketing da concorrência, atingimento de maiores margens de lucro, entre outras consequências. Os autores apontam ainda que as despesas com publicidade e propaganda reforçam o fortalecimento da marca por meio de apresentação do produto ou serviço, chamando a atenção do cliente e contribuindo para a criação de valor.

Diante de algumas características estratégicas e positivas dos ativos intangíveis que foram abordadas anteriormente, pode-se imaginar que a geração de valor destes ativos é ilimitada, ou seja, não existem restrições. Porém, não é isso que ocorre, a primeira restrição que se pode apontar está no gerenciamento desses ativos intangíveis, por possuírem uma administração mais complexa do que a dos ativos tangíveis. A complexidade parte da dificuldade em identificar e mensurar os ativos intangíveis, além da falta de precisão das informações gerenciais sobre sua performance, já que a contabilidade tradicional só está preparada e estruturada para a era industrial. A segunda restrição é o risco, ponto fundamental de decisão nas empresas que investem com certa intensidade neste tipo de ativo. Sabe-se que o desenvolvimento interno destes ativos é lento e arriscado, com custos de aquisição e gerenciamento elevados, além de certa dificuldade de comercialização por não existirem mercados organizados para serem negociados (PEREZ; FAMÁ, 2015).

Os autores complementam apontando outros fatores de risco, como por exemplo o direito de propriedade, que pode ser copiado, manipulado ou roubado; o risco de investimento no capital humano quando a empresa investe fortemente na capacitação do funcionário pagando treinamento ou cursos de pós-graduação para os executivos e, por alguns motivos, não consegue manter esse capital humano em seu quadro funcional, formando assim profissionais para os concorrentes; e, por fim, o risco em investir em inovação, hoje uma fonte de vantagem competitiva que não se sabe se será no futuro, já que outras inovações poderão ter sido desenvolvidas, tornando a inovação anterior obsoleta antes de realizar o retorno do investimento.

4.3 Resultados entre F&A e Ativos Intangíveis

Autores como Haspeslagh e Jemison, Marks e Mirvis (apud RIO, 2015, p.52) indicam que a etapa mais crítica das operações de F&A é a chamada integração, por ser complexa e determinante para o sucesso ou fracasso das fusões e aquisições. Mencionam ainda que a integração é a concretização do processo de F&A, uma vez que todas as operações, rotinas e trajetórias das empresas envolvidas passam a coexistir e gradativamente a se combinarem.

Em uma operação de F&A, os resultados esperados podem estar motivados e relacionados ao aumento do retorno para o acionista, crescimento da escala de produção, integração com fornecedores, concentração de mercado, conquista e/ou participação de novos mercados, diversificação de produtos e/ou serviços, acesso a tecnologias ou infraestrutura de pesquisa, dentre outros (ANGWIN, 2007).

Rio (2015) complementa que tais resultados são obtidos através de análises dos ativos tangíveis e intangíveis através de variáveis probabilísticas, que em muitas oportunidades extrapolam os dados históricos das empresas e podem gerar previsões de crescimento. No entanto, não há como prever com segurança os resultados obtidos através de F&A, já que a integração é um processo sujeito a incertezas. Logo, a integração é parte do processo contínuo que deve ser desenvolvido durante a operação de F&A, com etapas bem definidas, uma vez que devem levar em consideração características como: a estrutura das empresas adquirente e adquirida, segmentos em que estão inseridas, as reais motivações e resultados esperados da F&A a partir das sinergias operacionais, financeiras, gerenciais e dos ativos intangíveis.

Em seus estudos, Bancel e Duval-Hamel (2008 apud Feitosa, 2011, p. 73) apontam que 78% das transações de F&A têm o ganho de sinergia como o principal motivador da operação, originados tanto da economia de funcionamento como de ganhos de complementaridade. Mencionam ainda que as sinergias ocorrem em quatro domínios: supressão de duplicidades (encargos de holding, pessoal, etc.); as economias de agrupamento (compras, racionalização da infraestrutura, etc.); encerramento de atividades não-estratégicas após a F&A; e economias chamadas de “cosméticas” sobre os encargos de funcionamento, não necessariamente geradas pela F&A.

Matias e Pasin (2001) contrapõem os autores acima, apontando que as sinergias decorrentes dos processos de F&A advém de economias de escala resultantes de redução de custos indiretos da empresa que, por consequência, elevam seus lucros a nível superior ao da soma dos lucros das empresas de forma independente. Afirmam ainda que os ganhos de sinergia podem demorar a acontecer se a reestruturação da empresa demorar a ser concluída, ou podem nem ser apurados, se a reestruturação não for conduzida para a redução da estrutura da organização, através da integração dos departamentos, eliminação de tarefas redundantes e quadro de pessoal em excesso. O processo deve ser feito de forma rápida e eficiente, caso contrário arcarão com custos adicionais da integração ineficiente, que ocasionará baixa rentabilidade ou até mesmo prejuízos, que serão apurados nas demonstrações financeiras.

Um estudo feito pela consultoria PwC no ano de 2008 com mais de 100 empresas, que entre os anos de 2005 e 2007 participaram de processos de F&A, apontou que na maior parte das transações não foi feito um mapeamento prévio de possíveis sinergias operacionais, dificultando assim o processo de integração e gerando impactos na previsão de custos, investimentos e tempo alocados para a realização (RIO, 2015).

Com base em Capron e Pistre (2002), Feitosa (2011) menciona em seu trabalho uma análise feita através de estudo de evento, pegando como base 101 transações de F&A com o objetivo de esclarecer que os ganhos acima da média raramente ocorrem para as empresas adquirentes, quando estes objetivam obter sinergias pelo uso de recursos valiosos das empresas adquiridas. A geração do ganho econômico acontece à medida que as empresas adquirentes abrem mão de seus próprios recursos valiosos a fim de alavancar as operações e resultados das

empresas adquiridas. Portanto, é fundamental a localização dos recursos valiosos para a concretização dos bons resultados das operações de F&A.

Reforçando essa linha de pensamento, Orsi (2003) descreve que empresas com dificuldade interna de inovação optam por aquisições no intuito de absorver profissionais talentosos para desenvolverem produtos para seus próprios projetos estratégicos. No entanto, ao tentar integrá-los aos processos das empresas adquirentes, a criatividade tende a desaparecer, ou em alguns casos, profissionais de destaque deixam as empresas. Complementando, Di Guardo, Harrigan e Marku (2015) selecionaram 330 operações de F&A feitas por 162 empresas americanas no segmento de serviços de comunicação, demonstrando que as empresas envolvidas exclusivamente para obtenção de tecnologia na operação de F&A tiveram baixa performance de inovação quando comparadas com as demais empresas envolvidas em negociações não tecnológicas. Isso porque essas empresas com foco não tecnológico sofreram menos pressão por aumento de performance em tecnologia do que as demais empresas que indiretamente cresceram os incentivos e acabaram por decair em qualidade.

Em estudo feito por Patrocínio, Kayo e Kimura (2007) para verificar se existem diferenças em operações de F&A de empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas, foi demonstrado que nas operações envolvendo as empresas intangível-intensivas obtiveram um potencial retorno significativamente maior do que o das empresas tangível-intensivas. Isso porque a intangibilidade das empresas gera um potencial maior de criação de valor do que as tangível-intensivas. Esse estudo reforça a pesquisa feita por Perez e Famá (2006), que analisaram empresas com ações negociadas na NYSE (*New York Stock Exchange*) e na NASDAQ (*National Association Securities Dealers Automated Quotation*), separando por empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas. Verificaram que o grupo de empresas intangível-intensivas possui um desempenho melhor do que o outro grupo, demonstrando assim que empresas com maior parcela de ativos intangíveis geram mais valor para os acionistas.

Para finalizar, Uhlenbruck, Hitt e Semadeni (2006 apud Feitosa, 2011, p. 74) realizaram uma pesquisa de 798 operações de F&A realizadas entre os anos de 1995 e 2000, abrangendo empresas virtuais e de comércio *on-line* entre si e destas com empresas tidas como *off-line* que não utilizam comercialmente a internet, através de estudo de evento. Como resultados obtidos, apontam que há fortes

tendências de ganhos tanto nas transações entre as empresas *on-line* quanto para as empresas *off-line* que venham a adquirir as outras detentoras do conhecimento e comercialização através da internet.

Pode-se observar que a temática F&A e ativos intangíveis é bem discutida no ambiente acadêmico e alguns estudos demonstram que as operações de F&A objetivando a vantagem competitiva através dos ativos intangíveis geram maiores resultados econômicos do que as demais estratégias. Em contrapartida, existem outros estudos que comprovam a não vantagem competitiva quando se foca em aquisição de maior conhecimento tecnológico - no caso de empresas de tecnologia, isso atrapalha os processos de sinergia e gera a desvantagem competitiva e perda do conhecimento. No Capítulo 6 será estudada a influência dos ativos intangíveis no processo de aquisição de uma Instituição de Ensino Superior no estado de São Paulo, contribuindo para os estudos no ambiente acadêmico e gerando mais elementos de análise corporativa para o segmento educacional.

A seguir, as definições metodológicas.

5 METODOLOGIA

A seguir serão descritos o método de pesquisa e os procedimentos metodológicos deste trabalho.

5.1 Método de Pesquisa

A importância da metodologia em uma pesquisa científica se dá quando a mesma esclarece a forma como foi realizada, demonstrando os caminhos que o autor percorreu e a validade dos resultados obtidos (SANTOS, 2010).

Sabe-se que a classificação de uma pesquisa está baseada em seus objetivos gerais e pode ser dividida em três grandes grupos: exploratórias, descritivas e explicativas (GIL, 2002).

As pesquisas exploratórias têm por finalidade obter mais informações sobre determinado assunto, aprimorando ideias ou descoberta de intuições e o objetivo é delimitar o assunto de um trabalho. Esse tipo de pesquisa utiliza técnicas de pesquisa bibliográfica e na maioria dos casos é aplicada para construção de um trabalho preliminar (GIL, 2002; MENDONÇA et al., 2003).

Pesquisas descritivas seguem a linha de fatos observados, registrados e analisados, classificados e interpretados, não há interferência do pesquisador. Uma característica é a padronização na coleta de dados e utilização de questionários (MENDONÇA et al., 2003).

Em relação às pesquisas explicativas, o objetivo central é identificar e interpretar fatores que determinem ou contribuam para ocorrência de fenômenos. É o tipo mais complexo dos três grupos por aprofundar no conhecimento da realidade e tentar explicar a razão e o porquê das coisas (GIL, 2002).

Gil (2002) destaca a pesquisa aplicada com objetivo de gerar conhecimentos para aplicação prática e possíveis soluções de problemas específicos, o que justifica que este tipo de pesquisa seja utilizado num programa de Mestrado Profissional, a partir de uma situação problema de uma empresa.

Para realizar um estudo com mais eficiência deve-se selecionar um determinado método. Esses são fundamentados nos princípios científicos e lógicos, característicos de uma determinada ciência (MENDONÇA et al., 2003).

A seguir serão apresentados dois métodos dentre os existentes na metodologia científica.

O método quantitativo tem por objetivo garantir dados precisos a fim de evitar distorções na análise e interpretações. Utiliza de elementos mensuráveis, passivo de tratativa numérica e análise estatística. Esse levantamento de dados se faz necessário para poder descrever o universo de pessoas envolvidas na situação pesquisada ou para descrever parte do universo (MENDONÇA et al., 2003).

Em relação ao método qualitativo, como esclarece Gil (2002), os dados coletados dependem de sua natureza, extensão da amostra, instrumentos de pesquisa e pressupostos teóricos. O processo deve seguir uma sequência de atividades: redução dos dados, categorização, interpretação e redação do relatório.

Uma outra modalidade de pesquisa utilizada nas ciências sociais e biomédicas é o estudo de caso, que consiste em um profundo e exaustivo estudo de um ou poucos objetos, permitindo um amplo e detalhado conhecimento. Durante muito tempo o estudo de caso foi considerado de pouco rigor em relação aos seus procedimentos, servindo apenas para estudos exploratórios, mas com o passar do tempo é visto como o delineamento mais adequado para a investigação de fatos dentro do contexto real (GIL, 2002). Verifica-se que a maior utilidade do estudo de caso encontra-se nas pesquisas exploratórias e suas limitações se referem às dificuldades de generalização quando se abordam os resultados obtidos da pesquisa (MENDONÇA et al., 2003).

Para Yin (2005), o estudo de caso é apenas uma das maneiras de fazer pesquisa em ciências sociais, uma vez que experimentos, levantamentos, pesquisa histórica e análise de informações em arquivos, são outros exemplos. Cada uma das estratégias apresenta vantagens e desvantagens, que dependem de três condições básicas: o tipo de questão da pesquisa; o controle que o pesquisador possui sobre os eventos comportamentais efetivos; e o foco em fenômenos históricos, em oposição a fenômenos contemporâneos.

Ainda segundo o autor, o estudo de caso é a estratégia preferida quando aparecem questões do tipo “como” e “por que”, ou ainda quando o pesquisador tem pouco controle sobre os acontecimentos e/ou o foco se apresenta em fenômenos contemporâneos que estão inseridos em algum contexto da vida real. Além disso, a investigação do estudo de caso enfrenta uma situação única e haverá mais variáveis

de interesse do que pontos de dados. Os resultados se baseiam em diversas fontes de evidências e se faz necessária uma conversão dos dados de forma triangular.

Outros dois métodos utilizados e que são semelhantes ao estudo de caso, são: a) pesquisa-ação: envolvimento entre pesquisador e pessoas ou grupo de pessoas que fazem parte da situação problema, envolvidos de forma cooperativa ou participativa. Supõe-se que a ação seja planejada e de caráter social, educacional ou técnico e vem sendo reconhecida como um método útil de pesquisa, principalmente quando os pesquisadores são identificados por ideologias “reformistas” e “participativas”; b) pesquisa participante: é parecida com a pesquisa-ação, pois também acontece a interação entre pesquisador e pessoas das situações investigadas, porém envolve posições valorativas, de caráter humanitário, com a finalidade de evidenciar valores, padrões de comportamento e formas de resistência de uma comunidade constituídas por minorias (GIL, 2002; MENDONÇA et al., 2003).

Para atingir o objetivo geral deste trabalho que é analisar como num processo de aquisição de uma IES, os ativos intangíveis podem se tornar fonte de vantagem competitiva para a IES adquirente, a pesquisa será conduzida de forma descritiva com a utilização do método qualitativo de estudo de caso.

A seguir serão demonstradas a preparação e as fontes de coleta de dados deste trabalho.

5.2 Preparação para a Coleta de Evidências

De acordo com Yin (2005), a realização de um estudo de caso requer ao pesquisador habilidades prévias, treinamento e preparação. Esse tipo de pesquisa tem por característica ser um dos mais árduos por não haver fórmulas de rotina. Um pesquisador precisa ter as seguintes habilidades para realização de um estudo de caso:

- deve ser capaz de realizar boas perguntas e saber interpretar as respostas;
- deve ser um bom ouvinte e não se deixar enganar por suas próprias ideologias e preconceitos;
- deve ser adaptável e flexível, as situações encontradas precisam ser vistas como oportunidades e não ameaças;
- ter noção clara das questões que estão sendo estudadas e essa noção tem como foco os eventos e informações relevantes;

- deve ser imparcial em relação a noções preconcebidas, incluindo aquelas que tem por origem na teoria. O pesquisador deve ter a sensibilidade e ficar atento a provas contraditórias.

Esta pesquisa utiliza-se do método qualitativo de estudo de caso e por ser parecido com o estudo de caso, as habilidades prévias, treinamento e preparação seguem a mesma linha de raciocínio.

Como já mencionado nesta pesquisa, no item 1.3, os objetivos específicos, são:

- estudar o processo de fusões e aquisições do setor privado de Instituições de Ensino Superior (IES) procurando identificar os fatores condutores deste processo;
- realizar revisão bibliográfica a respeito da literatura acadêmica;
- levantar e verificar as fontes de vantagem competitiva da IES adquirida;
- analisar os vetores qualitativos que conduziram o processo, analisando o papel dos ativos intangíveis neste processo.

Para realizar os dois primeiros itens dos objetivos específicos, os dados foram coletados através de fontes secundárias nas referências bibliográficas tais como livros, artigos publicados em revistas acadêmicas, dissertações, teses, jornais, revistas, internet, dentre outros.

Yin (2005) aborda que o ponto central do protocolo de um estudo de caso único ou múltiplos, é um conjunto de questões substantivas que refletem a linha real de investigação. Cada questão deve vir acompanhada de uma lista de fontes prováveis de evidência, tais como o nome do entrevistado, documentos ou observações e, além disso, as questões ocorrem em qualquer um dos cinco níveis, como apresentado no Quadro 4.

Quadro 4 - Níveis de questões.

Nível de questões	Descrição
Nível 1	questões feitas sobre entrevistados específicos.
Nível 2	questões feitas sobre casos individuais (este tipo deve ser respondido em estudo de caso único).
Nível 3	questões feitas sobre o padrão das descobertas ao longo de casos múltiplos.
Nível 4	questões feitas sobre o estudo inteiro
Nível 5	questões normativas sobre recomendações políticas e conclusões que vão além do escopo do estudo.

Fonte: Adaptado de Yin (2005, p.99).

Para o terceiro item dos objetivos específicos serão feitas entrevistas com o Diretor Geral da IES adquirida e o Vice-Presidente do grupo adquirente. As perguntas serão direcionadas para cada um dos gestores respondentes conforme os questionários abaixo, com base Shwartzbaum (2012).

Questões para o Diretor Geral da IES adquirida:

- 1) Analisando o setor de Ensino Superior Privado, como o Sr. vê os movimentos de fusões e aquisições? Eles trouxeram impactos positivos e/ou negativos para a IES?
- 2) Antes da aquisição, a IES utilizava de indicadores de desempenho? Se sim, quais indicadores?
- 3) Existiam processos e/ou procedimentos bem definidos e seguidos pelos funcionários antes da aquisição?
- 4) Na sua opinião, quais foram as principais vantagens após o processo de aquisição?
- 5) Existem sinergias entre a adquirente e adquirida? Se sim, quais são as principais?
- 6) Na sua opinião, o ativo intangível influenciou na conclusão do processo de aquisição? Se sim, quais foram os principais pontos?
- 7) Do ponto de vista acadêmico, o processo de aquisição trará benefícios para os alunos? Isso de alguma forma será mensurado?

8) Do ponto de vista administrativo, a aquisição trouxe aspectos positivos e/ou negativos para os colaboradores? De alguma forma isso será mensurado?

Questões para o Vice-Presidente do Grupo adquirente:

1) Analisando o setor de Ensino Superior Privado, como o Sr. vê os movimentos de fusões e aquisições? Quais foram as principais aquisições feitas pelo grupo nos últimos anos?

2) Quais os fatores que influenciam ou motivam o processo de aquisição de IES?

3) Analisando o processo atual de aquisição da IES objeto de estudo, quais foram as facilidades e/ou dificuldades encontradas para a conclusão do negócio?

4) Existem sinergias entre a adquirente e adquirida? Se sim, quais são as principais?

5) O ativo intangível influenciou na conclusão do processo de aquisição? Se sim, quais foram os principais aspectos levantados?

6) O grupo utiliza de indicadores de desempenho que mensuram a criação de valor? Se sim, quais são os principais indicadores?

7) Na sua opinião e/ou visão, a aquisição da IES criará valor para o grupo? Se sim, o intangível será uma parcela importante nesse processo?

8) De que forma a IES objeto de estudo foi identificada como parte do plano estratégico do grupo?

9) Existem razões, diferentes das mencionadas anteriormente, que tenham motivado ou ainda motivem novas estratégias de aquisições por parte do grupo?

As evidências de um estudo de caso podem vir de seis fontes distintas, conforme Quadro 5. O pesquisador deve saber como utilizar essas seis fontes que exigem habilidades e procedimentos metodológicos diferentes, além de realizar o trabalho de coleta de dados utilizando:

a) várias fontes de evidência que são provenientes de duas ou mais fontes, porém se convergem para o mesmo conjunto de fatos ou descobertas;

b) um banco de dados para o estudo de caso que é a reunião formal de evidências distintas a partir do relatório final do estudo; e

c) encadeamento de evidências que são as ligações entre as questões feitas, coleta de dados e as conclusões a que se chegou (YIN, 2005).

Quadro 5 - Seis Fontes de Evidências.

Fonte de evidências	Pontos Fortes	Pontos Fracos
Documentação	<ul style="list-style-type: none"> - estável (inúmeras revisões); - discreta (não foi criado como resultado do estudo de caso); - exata (contém nomes, referências, detalhes); - ampla cobertura (longo espaço de tempo, muitos eventos). 	<ul style="list-style-type: none"> - capacidade de recuperação (pode ser baixa); - seletividade tendenciosa (se a coleta não estiver completa); - relato de vieses (reflete ideias preconcebidas do autor); - acesso (pode ser deliberadamente negado).
Registros em arquivos	<ul style="list-style-type: none"> * os mesmos mencionados em documentação; - precisos e quantitativos. 	<ul style="list-style-type: none"> * os mesmos mencionados em documentação; - acessibilidade aos locais devido a razões particulares.
Entrevistas	<ul style="list-style-type: none"> - direcionadas (enfocam diretamente o tópico do estudo de caso); - perceptivas (fornecem inferências causais percebidas). 	<ul style="list-style-type: none"> - vieses devido a questões mal-elaboradas; - respostas viesadas; - imprecisões em virtude à fraca memória do entrevistado; - reflexibilidade (entrevistado dá ao entrevistador o que ele quer ouvir).
Observações diretas	<ul style="list-style-type: none"> - realidade (tratam de acontecimentos em tempo real); - contextuais (tratam do contexto do evento). 	<ul style="list-style-type: none"> - consomem muito tempo; - seletividade (salvo ampla cobertura); - reflexibilidade (acontecimento pode ocorrer de forma diferenciada por estar sendo observado); - custo (horas necessárias pelos observadores humanos).
Observação participante	<ul style="list-style-type: none"> * os mesmos mencionados em observações diretas; - comportamento e razões interpessoais. 	<ul style="list-style-type: none"> * os mesmos mencionados em observações diretas; - vieses devido à manipulação dos eventos por parte do pesquisador.
Artefatos físicos	<ul style="list-style-type: none"> - capacidade de percepção em relação aos aspectos culturais; - capacidade de percepção em relação a operações técnicas. 	<ul style="list-style-type: none"> - seletividade - disponibilidade

Fonte: Adaptado de Yin (2005, p.113).

Para complementar o terceiro item e, em adicional, o quarto item dos objetivos específicos, será feita uma análise documental através dos relatórios de desempenho gerencial, da IES objeto de estudo, antes e depois da aquisição tendo como base os períodos de junho de 2015 e junho de 2016, uma vez que o processo de aquisição ocorreu em dezembro de 2015. Serão analisados e comparados os dados de números de alunos, número de cursos oferecidos pela IES, quadro societário, organograma, composição do quadro de docentes, número de colaboradores, número de unidades do grupo após a aquisição, indicadores de performance e outros dados pertinentes à pesquisa, que suportem o problema de pesquisa. Será também analisado o conjunto de indicadores de desempenho

exigidos antes e depois da aquisição a fim de verificar se os condutores de valor foram afetados pelo evento de fusão do grupo.

As análises dos resultados obtidos através da metodologia descrita neste capítulo estão descritas no próximo capítulo.

6 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo serão abordados o histórico da IES objeto de estudo e a análise dos resultados obtidos através dos relatórios gerenciais entre os períodos de junho de 2015 e junho de 2016, bem como as entrevistas realizadas com Diretor Geral da IES adquirida e o Vice-Presidente do grupo adquirente. Todos os dados utilizados nesta parte são com base em EMPRESA, 2016.

6.1 Histórico

A empresa objeto de estudo é uma Instituição de Ensino Superior, que a pedido da Direção Acadêmica terá seu nome mantido em sigilo. Localizada no estado de São Paulo, é reconhecida no ramo de atuação por ter métodos de ensino focados no mercado de trabalho, proporciona aulas mescladas entre teoria e prática, além de um corpo docente com titulação e inseridos em grandes empresas do estado.

A IES surgiu no início dos anos 2000, fundada por ex-professores de outra IES, não possuía sede própria, utilizando-se de estruturas de escolas particulares para ministrar aulas dos cursos de Graduação, e posteriormente de Pós-graduação. O ambiente e a gestão eram muito próximos de uma empresa familiar, os donos conheciam todos os funcionários e professores pelos nomes, não havia processos bem definidos e, conseqüentemente, os resultados financeiros não eram o foco principal dos gestores; a preocupação era proporcionar um ensino de qualidade e com preços acessíveis ao corpo discente. Os cursos oferecidos na Graduação abrangiam basicamente as áreas de conhecimento da Saúde e Ciências Sociais, tais como Administração de Empresas, Ciências Contábeis, Direito, Educação Física, Fisioterapia, Nutrição e os de Pós-graduação em Negócios, Finanças, Gestão de Pessoas, Logística, Gestão de Projetos, Segurança da Informação, Psicopedagogia, Pedagogia, Acupuntura, dentre outros.

Em meados de 2008 os donos receberam uma oferta de compra de um grande grupo educacional, e assim a IES passou por um processo de aquisição e troca do mantenedor, começou a fazer parte de um grupo com forte atuação na região Sudeste, até então com quatro unidades, incorporando cursos na área de

Tecnologia da Informação e Tecnólogos de Ensino Superior; além disso, uma das unidades do grupo oferecia Mestrado Profissional na área de Ciências Humanas. Os novos gestores profissionalizaram os processos internos de gestão, implementaram relatórios de performance e estabeleceram metas de resultados. Um dos principais investimentos do novo mantenedor foi a construção de um campus que acomodasse o setor administrativo, salas de aula, laboratórios de informática e biblioteca, com estruturas modernas e confortáveis. Desta forma, o modelo de utilização da estrutura de escolas particulares foi abandonado e todos os cursos foram direcionados para o prédio novo. A IES tinha como objetivo principal ser excelência na área de educação de nível superior, com foco na qualidade e competitividade profissional de seus cursos, com corpo docente de extrema qualificação alinhado com as necessidades e exigências do mercado. Por exigência do Ministério da Educação (MEC), todos os seus cursos são regulamentados e avaliados com conceitos máximos.

O grupo tinha como missão desenvolver pessoas e organizações para que sejam bem-sucedidas e façam a diferença no mundo, a visão era crescer de forma sustentável, ampliando e inovando em seu portfólio de serviços, buscando ser a empresa de educação líder no Brasil, com os melhores índices reconhecidos de qualidade acadêmica, competitividade profissional e geração de resultados para acionistas, alunos, clientes e funcionários. Como valores, o grupo prezava pela excelência, foco no resultado, meritocracia, transparência, ética e gestão sustentável.

No segundo semestre de 2015, o grupo recebeu uma proposta de compra de todas as unidades da Região Sudeste e, desta forma, passou por um novo processo de aquisição. A IES adquirente tem mais de 80 anos de tradição no setor educacional, atua em 50 países espalhados pelo mundo e possui mais de 160 mil alunos. No Brasil operava nas regiões Norte e Nordeste e com a nova aquisição ampliou sua área de atuação para a região Sudeste, crescendo em número de unidades, colaboradores, cursos, professores e alunos. O novo mantenedor preza pela qualidade e excelência do corpo docente e discente, adota infraestrutura de ponta nas unidades, investe na modernidade de sistemas de informação e a gestão é baseada em resultado acadêmico, que por consequência gera resultado econômico-financeiro. Para a IES adquirida, objeto de estudo, novos procedimentos estão sendo adotados, bem como a troca de sistemas e implementação de novos indicadores de performance, que serão descritos mais adiante.

Após a aquisição, a IES adquirida passou a ter como missão o empoderamento dos seus alunos para que atinjam seus objetivos educacionais e profissionais. A visão é tornar-se um dos principais grupos educacionais do Brasil, com reconhecimento pela alta qualidade e inovação, além de oferecer padrão internacional com foco no sucesso profissional dos seus alunos.

A empresa tem como valores o trabalho em equipe, que vem em primeiro lugar, observando os diferentes pontos de vista e comunicando-se abertamente e com transparência; a energia, movendo-se rapidamente e aprendendo com os erros, construindo um espírito positivo e buscando sempre o melhor caminho; apropriação, agindo com iniciativa e integridade em tudo que faz; a comunidade trabalha compartilhando responsabilidade e propósito, enriquece colaboradores, alunos e a comunidade; e sentimento, servindo os alunos e colaboradores com respeito, cuidado e acolhimento.

Observa-se que a IES objeto de estudo passou por um novo processo de adequação da gestão, que será descrito nos tópicos a seguir.

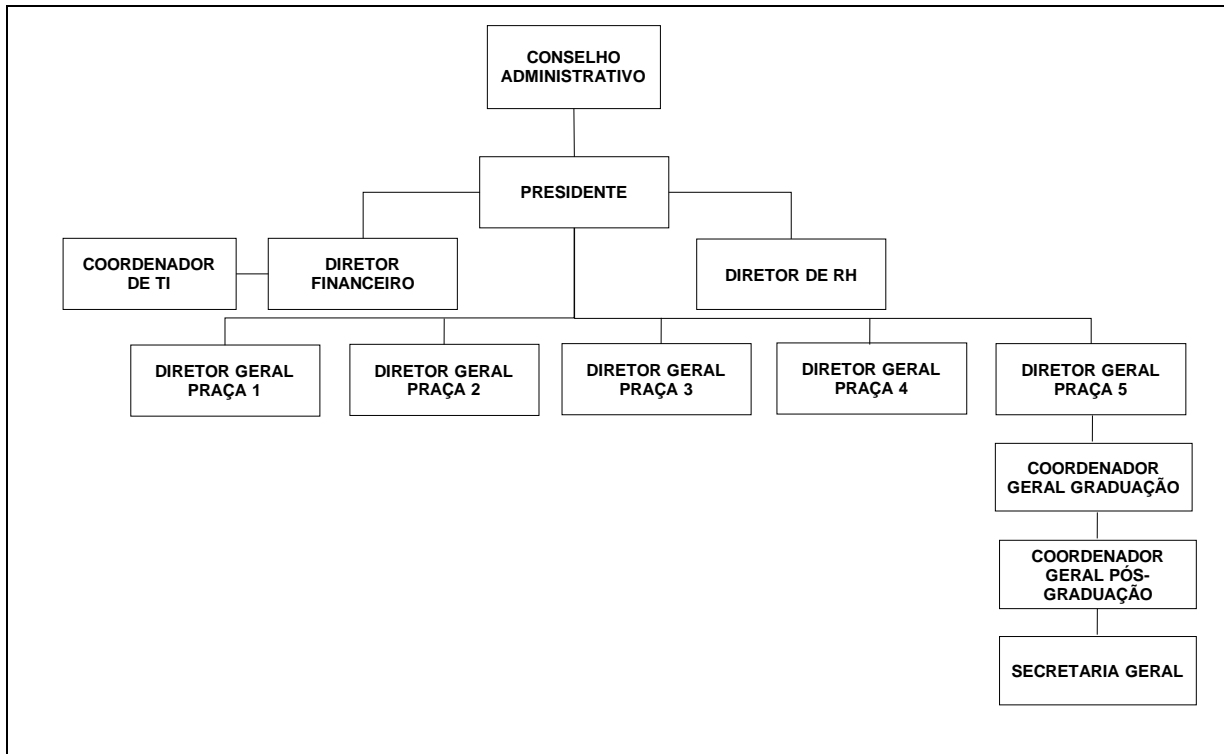
6.2 Organograma e Quadro Societário

Na fundação da IES, a gestão não era profissional, como mencionado no início deste capítulo, todos se reportavam para os dois proprietários, não havia hierarquia formalmente descrita dentro da organização, bem como os processos também não eram definidos e o sistema de informação gerencial e acadêmico era considerado de nível médio de mercado.

Ao ser adquirida pela primeira vez, a IES passou a ter uma gestão profissional, com um organograma definido e iniciou-se uma reestruturação em todos os departamentos com a implementação de um sistema de gestão mais adequado e com processos definidos. Foi feita a troca do sistema gerencial e acadêmico, para atender a nova realidade da empresa.

Na Figura 1 pode-se entender a estrutura da qual a IES passou a fazer parte após a aquisição. Neste organograma a empresa estudada está representada como praça 5, já que o grupo possuía até então 4 praças na região sudeste.

Figura 1 - Organograma após primeira aquisição.



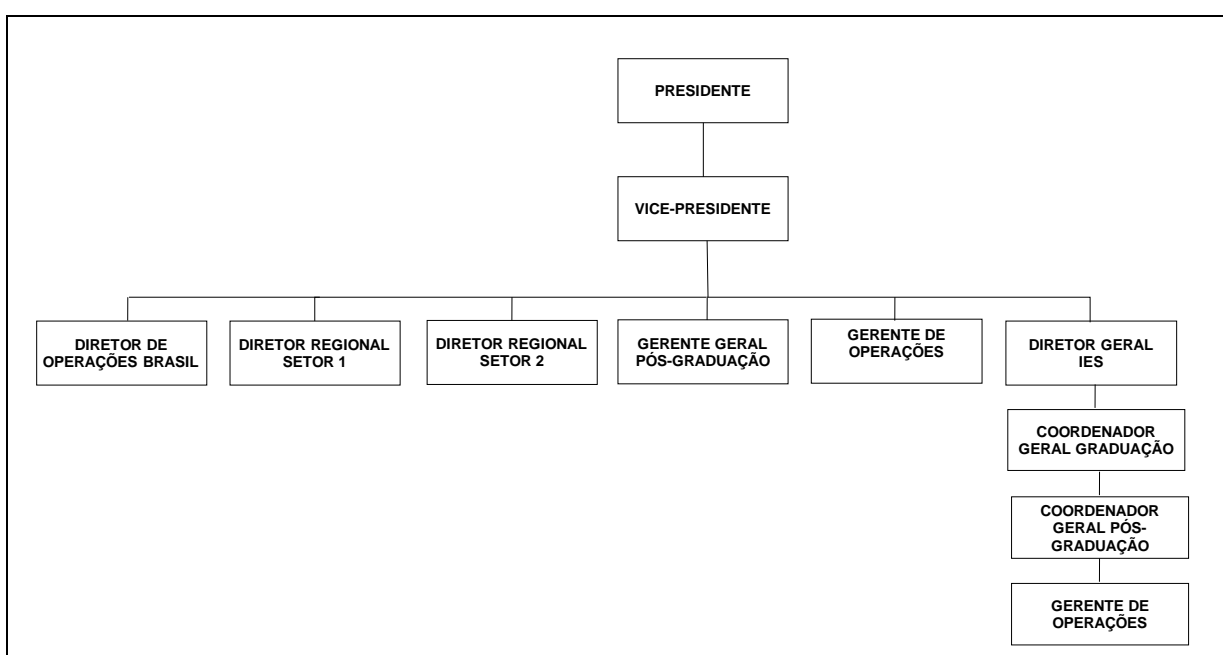
Fonte: Elaboração própria (2016).

Conforme demonstrado acima, a gestão profissional parte de um Conselho Administrativo, que fiscaliza todas as ações e tomadas de decisões do Presidente do grupo. A esse Presidente reportam os Diretores Financeiro e de Recursos Humanos, além dos Diretores das unidades, conhecidos como Diretor Geral. Ainda pode-se observar uma abertura na praça 5, surgindo os departamentos de Graduação, Pós-graduação e Secretaria Geral. Os demais setores não foram representados neste organograma, porém todos se reportavam para o Diretor Geral da unidade. A IES fazia parte de um quadro societário com um acionista majoritário de conhecimento do setor educacional e um Fundo *Private Equity* composto de mais três sócios que faziam aportes aos novos investimentos do grupo.

Neste modelo, as estratégias eram definidas entre o Presidente e os Diretores das unidades, levando em consideração as possibilidades de expansão no mercado educacional, respeitando sempre a cultura de cada uma das localidades e os objetivos e resultados dos investidores do grupo.

Após a segunda aquisição, a IES passou a fazer parte de uma estrutura organizacional bem maior, seguindo linhas definidas pela matriz e com processos mais robustos e auditados. O Diretor Geral da IES objeto de estudo, agora reporta-se ao Vice-presidente do grupo e com autonomias restritas dentro da operação, uma vez que toda modificação e tomada de decisão devem passar pela autorização do Vice-Presidente do grupo. Na Figura 2 pode-se observar o novo organograma que é bem diferente do apresentado na Figura 1.

Figura 2- Organograma após segunda aquisição.



Fonte: Elaboração própria (2016).

Nessa nova estrutura organizacional, o quadro societário é diferente, uma vez que o grupo adquirente faz parte de uma Instituição de ensino internacional, com ações negociadas em bolsa de valores nos Estados Unidos. Desta forma, todas as unidades do grupo seguem processos rígidos e auditados conforme as regras americanas.

Assim, observa-se que a IES objeto de estudo passou, em aproximadamente 15 anos, de uma gestão quase que familiar, para uma gestão profissional e com vários processos e o importante - sem perder a qualidade. A seguir serão descritos a infraestrutura, os números e indicadores utilizados na organização.

6.3 Infraestrutura, Números e Indicadores

Como vem sendo descrito ao longo deste capítulo, a IES passou por dois processos de aquisição, aumentou sua estrutura e teve seus processos e sistemas profissionalizados. Ao longo deste tópico serão descritos e comparados os números de cursos, colaboradores, corpo docente e discente, a infraestrutura da IES, bem como o número de unidades do grupo ao qual a IES pertence e quais os indicadores de performance, com base nos períodos de junho/15 e junho/16,

6.3.1 Infraestrutura

Ao longo dos anos, a IES vem investindo constantemente para oferecer aos seus alunos uma infraestrutura arquitetônica e tecnológica, voltada ao conhecimento, com a criação de ambientes que estimulem a discussão acadêmica. O prédio possui atualmente mais de 110 salas, um auditório com capacidade para 260 alunos e 18 laboratórios com softwares e equipamentos de última geração, divididos entre cinco andares do prédio. Além disso, existem outros laboratórios com as características e equipamentos necessários para atender as áreas de Educação Física, Engenharias, Comunicação e Saúde.

A IES possui uma biblioteca composta por um acervo com mais de 60.000 exemplares entre livros, obras de referência, trabalhos de conclusão de curso, material multimídia e mais de 90 assinaturas de jornais, revistas e periódicos, além da biblioteca on-line e periódicos on-line. No espaço físico ainda possui terminais de computadores para consultas, estações de estudo individuais e em grupo, além de estar interligada no sistema de biblioteca das outras unidades.

O prédio está ligado por uma rede wireless, com link adequado à sua estrutura, e todas as salas de aula possuem um computador, equipamento de multimídia, carteiras acolchoadas, quadro branco para pincel e ar condicionado central. Durante o período de férias o prédio passa por reformas e manutenções, para manter a estrutura adequada durante o período letivo. Todo investimento na estrutura acadêmica foi feito até outubro/2015, antes da segunda aquisição. O novo mantenedor iniciou obras estruturais em junho/2016, apenas nas áreas de atendimento ao aluno, na sala de Coordenação de Pós-graduação, Diretoria Geral e

Marketing, para padronizar o prédio de acordo com as normas e demais unidades do grupo.

6.3.2 Números

Em junho de 2015, a IES adquirida fazia parte de um grupo com cinco unidades espalhadas na região Sudeste e possuía 181 colaboradores distribuídos nas áreas administrativas, secretaria acadêmica e infraestrutura. Todos os departamentos e processos eram locais e com certa autonomia. Em junho de 2016, a IES passou a fazer parte de um grupo com 22 unidades espalhadas pelas regiões Norte, Nordeste e Sudeste. O número de colaboradores sofreu uma leve queda de 3%, registrando 175 pessoas, sendo que alguns departamentos foram centralizados na Matriz, como por exemplo o Financeiro e Contábil, fazendo com que a IES perdesse autonomia e poder nas negociações financeiras. Mesmo assim não houve demissões em massa como acontecem em alguns processos de aquisição - esse movimento de entradas e saídas faz parte do giro de colaboradores. Em termos de comparação com o total de colaboradores do grupo, a adquirida representa 3% do total, que em junho de 2016 era de 6.024 pessoas.

Quadro 6 - Números da IES adquirente em jun./2015 e jun./2016.

	jun.2015	jun.2016	% variação
Novos Alunos	19.589	24.768	26,4%
Total alunos	58.724	79.280	35,0%
Número de Colaboradores	4.683	6.024	28,6%
Unidades	17	22	29,4%

Fonte: Elaboração própria (2016).

Em relação ao corpo discente, em junho de 2015 a adquirida tinha um total de 5.500 alunos, divididos entre 4.786 alunos de Graduação e 714 alunos de Pós-graduação, distribuídos entre os 31 cursos de Graduação oferecidos nas áreas de conhecimento de Comunicação, Design, Direito, Engenharia, Gestão e Negócios, Saúde e Tecnologia e 34 cursos de Pós-graduação nas áreas de Comunicação, Gestão e Negócios, Tecnologia, Direito, Engenharia, Educação e Saúde.

Em junho de 2016, o corpo discente aumentou em aproximadamente 10%, saltando para 6.050 alunos, divididos entre 5.063 alunos de Graduação e 987 alunos de Pós-graduação. Esse acréscimo ocorreu em virtude da abertura de três novos cursos de Graduação (Arquitetura, Gastronomia e Pedagogia) e dois novos cursos de Pós-graduação na área de Saúde, bem como do posicionamento no mercado educacional da IES, bem vista pelos seus métodos de ensino, estrutura e corpo docente, além do cenário econômico ainda favorável no primeiro semestre de 2016. Quando comparado com o total das 22 unidades do grupo, o número de alunos da IES adquirida representa aproximadamente a 8% do volume, que em junho de 2016 correspondia a 79.280 alunos.

Quadro 7- Números da IES adquirida em jun./2015 e jun./2016.

	jun.2015	jun.2016	% variação
Nº total de alunos			
Graduação	4.786	5.063	5,8%
Pós-graduação	714	987	38,2%
Total de alunos	5.500	6.050	10,0%
Nº de Cursos Oferecidos			
Graduação	31	33	6,5%
Pós-graduação	34	36	5,9%
Número de Colaboradores	181	175	-3,3%
Número de unidades do grupo	5	22	38,2%

Fonte: Elaboração própria (2016)

Em termos do corpo docente, a IES adquirida vem atendendo os requisitos exigidos pelo Ministério da Educação e Cultura (MEC), que é a composição do quadro docente com no mínimo 50% de especialistas (pós-graduados *lato sensu*) e 50% de mestres e doutores. Em junho de 2015, o quadro docente possuía 225 professores composto por 32% de especialistas, 48% de mestres e 20% de doutores, números bem acima dos exigidos pelo MEC e em linha com os padrões de excelência e qualidade acadêmica exigido pelo Diretor Geral e mantenedores do período. No ano seguinte, a IES aumentou em 6% seu quadro de professores, alinhada com o aumento do número de cursos e alunos e, em junho de 2016, o quadro docente era de 239 professores divididos em 29% de especialistas, 49% de mestres e 22% de doutores. Nota-se que o número de especialistas diminuiu em função do número total de docentes, seguindo a linha de atuação do novo

mantenedor, que é reduzir número de especialistas e aumentar o quadro de mestres e doutores, elevando assim o nível de qualidade e excelência acadêmica e obter conceitos elevados de reconhecimento do MEC. Esse movimento é transparente dentro da IES, o que ocasionou a procura de programas *stricto sensu* entre os docentes especialistas da casa.

Quadro 8 - Composição do quadro de docentes – jun./2015 e jun./2016.

	jun.2015	composição %	jun.2016	composição %
Nº Especialistas	71	32%	70	29%
Nº Mestres	108	48%	117	49%
Nº Doutores	46	20%	52	22%
Total de docentes	225	100%	239	100%

Fonte: Elaboração própria (2016).

O Quadro 8 mostra a composição dos docentes no período estudado e evidencia esse aumento de docentes mestres e doutores, embora o número de especialistas tenha sofrido pouca alteração em número de docentes, comparando dentro da mesma categoria.

6.3.3 Indicadores de desempenho

Durante os primeiros anos de operação, a IES adquirida não se preocupava com indicadores de desempenho, seus donos acreditavam que a qualidade acadêmica, quantidade de cursos em diversas áreas do conhecimento e colaboradores bem remunerados e com um bom clima organizacional, já era o suficiente para a manutenção do negócio, mesmo sem uma estrutura própria e atuando em escolas da região. Como mencionado anteriormente, a gestão era muito próxima de uma empresa familiar, sem a preocupação de processos e procedimentos, tampouco o volume de resultados que se iria alcançar ao longo dos meses e dos anos.

Logo após ser adquirida pela primeira vez, a gestão foi profissionalizada, processos e procedimentos foram implementados e, com eles, apareceram os indicadores de performance, que objetivavam medir se a empresa estava alinhada com a estratégia e proporcionando os resultados esperados pelos investidores. A

IES adquirida começou a utilizar os relatórios gerenciais do mantenedor e a acompanhar os principais indicadores de desempenho como:

a) evasão de alunos: nível de trancamentos e/ou cancelamentos dos alunos por curso ao longo dos semestres. Por procedimento, se preenche uma ficha e questiona-se os motivos que levaram ao cancelamento/trancamento, bem como um questionário rápido de satisfação com a instituição e curso - esse indicador mede diretamente o nível de receita perdida;

b) corpo discente avaliando corpo docente: a cada final de semestre o corpo docente era avaliado pelo corpo discente através de uma pesquisa de satisfação. A medição era feita por professor/curso/disciplina ministrada e servia como parâmetro do índice da qualidade dos cursos. A pontuação era de zero a dez, objetivada em acima de 8,5 como nível de excelência e satisfação do corpo discente. Médias abaixo de 6,0 eram mal vistas pelos gestores e a Direção cobrava mudanças para não abaixar o nível de excelência;

c) corpo docente avaliando estrutura e infraestrutura: os professores também avaliavam a estrutura de coordenação e direção, atribuindo notas aos gestores e sugerindo mudanças ou novas implementações. Para a Direção era um balizador da condução da Coordenação acadêmica na busca pelo nível de excelência. O mesmo era feito para infraestrutura do prédio e o número auxiliava nas aquisições de tecnologia, novos computadores, modificações nos laboratórios, manutenção das salas de aula, áreas comuns, etc.;

d) índice de inadimplência: número importante e que impacta na receita da IES. Esse indicador era acompanhado de perto pela direção e coordenadores dos cursos, que buscam entendimento junto aos alunos inadimplentes e intermediações entre departamento financeiro e alunos nas negociações de dívidas;

e) tempo de atendimento: esse indicador faz a mensuração do tempo de atendimento da secretaria perante as solicitações dos alunos. Para cada solicitação há um prazo máximo estipulado para atendimento e entrega da resposta e esse deve ser cumprido dentro do período estipulado. Essas solicitações são feitas via sistema e com níveis de aprovações previamente estabelecidos e, além disso, o próprio sistema calcula do tempo entre o pedido e a finalização do mesmo. Fisicamente, esse tempo de espera também é calculado, uma vez que a IES possui uma área de atendimento ao aluno, e funciona para aqueles que não conseguem solicitações on-line.

f) notas de reconhecimento do MEC: todos os cursos de graduação passam por avaliações do MEC, feitas por professores pareceristas, que estabelecem notas de zero a dez para infraestrutura, biblioteca, planos pedagógicos dos cursos e nível do corpo docente. Feita a análise por curso, o MEC atribui uma nota de reconhecimento de 0 a 5, sendo que de zero a dois são os piores níveis e passíveis de intervenção e fechamento da unidade, e 5 é considerado nível de excelência. Como objetivo dos gestores, as unidades deveriam ter no mínimo nota 4 em todos os cursos e cursos com notas 3 mudanças eram sugeridas. A IES adquirida oscilava neste período entre notas 3 e 4, chegando a ter nota 5 em dois cursos da área de Saúde.

Apesar desses indicadores serem importantes para o mantenedor, os números financeiros é que dominavam as reuniões gerenciais, bem como a cobrança por bons resultados. Os principais indicadores de resultados financeiros eram:

- margem de contribuição geral e por curso, que auxilia na tomada de decisão de ajustar ou desativar cursos, e como é feita a gestão dos custos e despesas da IES com objetivo de melhorar a lucratividade;
- lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, em inglês conhecido como *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA). Mede o lucro operacional da IES sem levar em consideração o imposto, juros, depreciações e amortizações e quanto maior, melhor a gestão;
- lucro antes de juros e imposto de renda, em inglês conhecido como *earnings before interest and taxes* (EBIT). No Brasil é o lucro antes do Imposto de renda, diferente do conceito americano que mede lucro operacional, e quanto maior, melhor a gestão;
- margem de lucro que mede o lucro líquido em função das receitas líquidas, e quanto maior, melhor o resultado para os investidores.

Na segunda aquisição, os processos e procedimentos implementados foram mais robustos, um sistema de informação de ponta do mercado para gestão educacional e, seguindo a linha do mantenedor anterior, também a utilização de indicadores de performance por se tratar de uma multinacional. A preocupação maior do grupo é com o bem-estar e qualidade no ensino para o corpo discente, os

colaboradores devem seguir à risca os valores da empresa, já mencionados neste capítulo no item 6.1.

Os indicadores de resultados, conhecidos internamente como *Key Performance Indicator* (KPI) ou indicadores chave de performance, são praticamente os mesmos utilizados até então pela IES adquirida e já descritos anteriormente, com grau de importância para a avaliação docente, índice de inadimplência e reconhecimento do MEC. Os indicadores financeiros também são os mesmos e todos têm seu grau de relevância no grupo, principalmente a margem de contribuição por curso.

Na nova gestão, dois novos indicadores foram implementados: a pesquisa de engajamento (clima organizacional), mensurado a cada final de semestre, no qual os funcionários avaliavam a instituição como um todo; e qual o grau de satisfação por fazer parte do grupo. Essa pesquisa serve como um medidor do nível de satisfação do colaborador com a IES, bem como registra a percepção do Clima Organizacional; e como avaliação acadêmica, o principal indicador é o *Net Promoter Score* (NPS).

Reichheld (2003) criou a metodologia do NPS, considerada de simples implementação e alto grau de confiabilidade, para medir o grau de satisfação e o quanto os clientes são leais às empresas de qualquer segmento de mercado. A métrica foi descrita pela primeira vez em um artigo da *Harvard Business Review* com o título *One number you need to grow*, onde o autor descreve uma pesquisa feita durante dois anos nas empresas, buscando um link entre as pesquisas de satisfação, o comportamento dos clientes e o crescimento das empresas. O método de aplicação do NPS é simples, a empresa elabora apenas uma pergunta: O quanto o cliente recomenda a empresa/ produto/serviço para um amigo? As respostas são elencadas numa escala de 0 a 10 posicionando o comportamento dos clientes, como segue: 9 e 10 são considerados Promotores, indicam com frequência, propensos a criar valor e se manterem fiéis por algum tempo; 7 e 8 são considerados Passivos ou Neutros; e 0 a 6 são chamados de Detratores, que não indicam e deixam de realizar negócios. A subtração entre o percentual de Promotores e o percentual de Detratores indica o NPS final do negócio.

Na IES adquirida, o NPS é mensurado semestralmente, contemplando todos os alunos de Graduação e Pós-graduação e o mínimo esperado em cada semestre é 8. Como a aquisição foi recente, o primeiro NPS realizado apresentou números insatisfatórios, porém já esperados pelo adquirente, tendo como base as outras

instituições adquiridas pelo grupo. As melhorias estão em fase de implementação para que na próxima mensuração o número seja satisfatório.

Quadro 9 - Indicadores de Desempenho – jun./2015 e jun./2016.

	jun.2015	jun.2016
Evasão de alunos	Sim	Sim
Avaliação do Corpo Docente	Sim	Sim
Avaliação da estrutura e infraestrutura	Sim	Sim
Índice de Inadimplência	Sim	Sim
Tempo de Atendimento	Sim	Sim
Notas de reconhecimento do MEC	Sim	Sim
Margem de Contribuição	Sim	Sim
EBITDA	Sim	Sim
EBIT	Sim	Sim
Margem de Lucro	Sim	Sim
Pesquisa de Engajamento	Não	Sim
NPS	Não	Sim

Fonte: Elaboração pelo autor (2016)

A seguir, será apresentado o resultado das entrevistas feitas com os gestores da adquirida e adquirente, corroborando com as descrições feitas ao longo deste capítulo nas seções anteriores.

6.4 Entrevistas

Com o objetivo de entender e compreender as mudanças nos processos de gestão da adquirida e o que levou a adquirente realizar a aquisição desta IES, bem como embasar o problema de pesquisa, foram realizadas duas entrevistas. Os entrevistados foram o Diretor Geral da IES adquirida e o Vice-presidente do Grupo adquirente, que responderam questões relacionadas ao mercado educacional e os principais pontos relacionados à aquisição. As questões elaboradas encontram-se no capítulo de metodologia, sendo que apenas a questão 1 é comum em ambos os questionários.

6.4.1 Diretor Geral da Adquirida

O Diretor Geral está na IES adquirida desde 2005, fazendo parte do quadro de docentes, e ao longo de sua trajetória ocupou os cargos de Gerente de Operações, Coordenador Geral da Graduação, Coordenador Geral de Pós-graduação e, por fim, Diretor Geral. Tem como formação acadêmica Graduação e Mestrado em Administração de empresas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). A seguir estão as respostas das oito perguntas feitas ao Diretor da IES adquirida.

A primeira pergunta é com relação aos movimentos de fusões e aquisições no setor de Ensino Superior Privado; segundo o Diretor, até o ano de 2015 foi muito forte em função do cenário econômico favorável e oportunidades de expansão de mercado por parte das IES, favorecidos pelos programas de incentivos governamentais, tais como ProUni e FIES. Ao final de 2015 e ao longo de 2016 esses movimentos de F&A perderam força, já impactados pelo quadro econômico brasileiro desfavorável, em função da crise política instaurada no país, e o corte feito pelo governo federal nos programas de incentivo de estudo no ensino superior. Como impactos negativos nesses movimentos de F&A, o Diretor destaca como principal fator a concentração do mercado, numa espécie de monopólio do segmento, que influencia na tomada de decisão dos candidatos que possuem poucas opções e preços não competitivos. Como principal aspecto positivo nos processos de F&A, o destaque é a sinergia entre adquirida e adquirente, fundamental no sucesso ou não do negócio feito, e principalmente dos ganhos tangíveis e intangíveis adquiridos no processo.

O segundo questionamento é em função dos indicadores de desempenho utilizados pela IES antes da aquisição que, de acordo com o Diretor, eram os básicos de mercado e muito discutidos e cobrados internamente pelos antigos gestores do negócio. Os indicadores utilizados eram a evasão de alunos, índice de inadimplência, tempo de atendimento das solicitações dos discentes, avaliação do quadro docente, avaliação da infraestrutura da IES e avaliação dos cursos por parte do Ministério de Educação e Cultura (MEC); e os principais indicadores financeiros, eram: lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), margem de lucratividade (rentabilidade do negócio) e a margem de contribuição.

Continuando com aspectos anteriores à aquisição, o Diretor responde a questão número 3, explicando que antes da aquisição sempre existiram processos e procedimentos bem definidos e seguidos pelos funcionários. O ponto de destaque fica pela autonomia, até certo ponto, do funcionário decidir como conduzir e/ou aprovar determinados procedimentos, uma vez que a IES não passava por processos de auditorias; aspectos mais relevantes ao negócio, obrigatoriamente deveriam ser aprovados pelo Diretor Geral, Gerente Financeiro da unidade e, em alguns casos, pelo Presidente. Ele salientou que mesmo com essa autonomia, os funcionários sempre o procuraram para as tomadas de decisão, compartilhando os problemas e possíveis soluções para os casos. Do ponto de vista da gestão, isso era importante, já que o funcionário se sentia como parte principal do processo, agindo sempre de forma adequada e ética.

Com relação à questão 4, ele aponta que as principais vantagens após o processo de aquisição foram: a profissionalização da gestão, por se tratar de um grupo internacional e de capital aberto, com a implementação de um ERP robusto (SAP) que traz uma qualidade nos dados a serem analisados; os processos seguindo o *compliance* da organização e em linha com a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX); contratação de consultorias externas para auxiliar na validação e/ou modificação dos processos internos de gestão; implementação de novos indicadores de desempenho, principalmente a pesquisa de engajamento (clima organizacional) e o *Net Promoter Score* (NPS) que é o principal indicador do adquirente; e a busca pela qualidade no ensino, trazendo um padrão internacional de excelência acadêmica.

As sinergias entre adquirente e adquirida fazem parte da questão 5, na qual o Diretor infere que realmente elas existem entre as partes, destacando como principais pontos: o posicionamento *Middle Market* da adquirida; a qualidade no ensino, uma vez que o quadro docente é extremamente qualificado e com titulação exigida pelos órgãos competentes e a própria adquirente; e qualidade máxima nos cursos reconhecidos pelas visitas técnicas dos avaliadores do MEC. Ele considera que esses principais pontos de sinergia ajudaram no processo de aquisição, bem como o engajamento dos funcionários.

A questão 6, o Diretor responde que o ativo intangível realmente influenciou na conclusão do processo de aquisição, principalmente pelo tempo de consolidação de negócio da adquirida, qualificação dos funcionários e corpo docente e a imagem/reputação da adquirida associada à sua marca, valiosa no mercado

educacional por ter feito parte de um grande grupo antes da finalização da aquisição. Na opinião dele, os principais intangíveis que influenciaram de fato na concretização do negócio foram a imagem/reputação da instituição, sempre bem avaliada pelos órgãos competentes e corpo discente, e a marca consolidada no mercado local, mensurada através do crescimento do número de alunos ao longo dos mais de 15 anos de atuação.

Na pergunta 7, sobre o ponto de vista acadêmico, ele acredita que a aquisição trará benefícios para os alunos, uma vez que utilizarão um sistema de gestão robusto e renomado no mercado, que proporcionará diversas interações e trocas de experiências entre os acadêmicos do grupo, bem como trocas entre os próprios alunos das diversas unidades espalhadas pelo país. A mensuração disso será feita de duas maneiras, a primeira pelo próprio sistema que possui funcionalidades que medem o número de interações (compartilhamento de conteúdo) feitas por professores e/ou alunos e a segunda pelo índice NPS.

A última pergunta, questão 8, refere-se aos aspectos positivos e/ou negativos da aquisição do ponto de vista administrativo. Para o Diretor, aspectos positivos e negativos ocorrem em todo e qualquer processo de F&A, e na adquirida isso não é diferente. Do ponto de vista positivo, ele aponta como principais aspectos a questão das regras e dos procedimentos internos bem definidos e seguindo as estratégias do grupo e também a SOX, assim como toda a parte de *compliance*, com departamentos e funções estabelecidas. Para os funcionários houve melhora nos benefícios concedidos, como por exemplo *upgrade* no plano de saúde e odontológico, participação nos resultados, treinamentos e desenvolvimentos (como principais pontos o curso de inglês *on line* ou presencial a baixo custo e o treinamento para formação de novos gestores) e a oportunidade de carreira internacional, podendo participar de processos seletivos do administrativo e docente nas unidades fora do país. Como forma de mensuração dos pontos acima, ele aponta que todo funcionário tem sua avaliação de desempenho feita pelo gestor e a mesma é revista no meio do ano para ajustes e acompanhamentos das atividades; a própria pesquisa de engajamento mostra como está o clima na organização e qual ou quais pontos necessitam intervenções e mudanças por parte dos gestores.

O Diretor conclui a entrevista dizendo que a aquisição é uma excelente oportunidade para os alunos, funcionários e professores uma vez que a adquirida faz parte de um grupo internacional importante, de excelência e qualidade em todos os

sentidos. Ele acredita ainda que este modelo será espalhado no estado de São Paulo com possíveis novas aquisições e até mesmo abertura de novas unidades que poderão reportar para a IES adquirida.

6.4.2 Vice-presidente do Grupo Adquirente

O Vice-presidente (VP) está na adquirente desde 2011, quando ingressou no grupo como Vice-presidente de Operações Brasil e há dois anos foi promovido a Vice-presidente do Grupo. Tem como formação acadêmica Graduação em Administração de empresas pela Universidade Federal de Pernambuco (UFPE) e MBA em Negócios pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). A seguir estão as respostas das nove perguntas feitas ao VP do grupo adquirente.

A primeira pergunta é com relação aos movimentos de fusões e aquisições no setor de Ensino Superior Privado e quais foram as últimas aquisições feitas pelo grupo. De acordo com o VP, os anos de 2009 a 2013 foram bem aquecidos nos processos de F&A, muito em função do cenário favorável do ponto de vista econômico nacional e internacional, além de novas oportunidades de expansão de mercado por parte das IES. Como exemplo desse movimento ele destaca o grande processo de fusão do Grupo Kroton com a Anhanguera Educacional e do grupo internacional que adquiriu uma faculdade no Nordeste e criou o grupo em que é Vice-presidente atualmente. Ainda segundo o VP, os anos de 2014, 2015 e 2016 não foram significativos em F&A no mercado educacional, mesmo assim esses negócios ocorreram de forma mais estruturada por parte dos gestores das IES, já que o quadro econômico do país era preocupante e o risco de errar na decisão impactaria no resultado financeiro. Como destaque nesses anos, ele aponta os processos feitos pelo Grupo e o recente processo entre Kroton e Estácio de Sá. Completando a resposta, explica que em 2014 o grupo adquiriu em SP uma instituição voltada para a área jurídica, em 2015 o grupo no qual a adquirente fazia parte e em 2016 adquiriu uma faculdade na cidade de Imperatriz no Maranhão e um grupo de cursos preparatórios para a formação de Diplomatas. Além disso, o grupo analisa novas possibilidades de aquisições de IES ao redor do mundo.

Na questão 2, o VP destaca que os principais fatores que motivam ou influenciam novas aquisições são IES que possuem a mesma linha de atuação da matriz no Brasil, que proporcionem sinergias e ganhos de mercado, e a localização,

já que o grupo quer expandir a operação no Brasil e busca sempre locais estratégicos, bem como IES que possuam estruturas adequadas e próximas do que o grupo estabelece como padrão. É uma forma de se investir apenas o necessário na adequação do campus e proporcionar qualidade aos funcionários, professores e alunos.

A pergunta seguinte, questão 3, é a respeito das facilidades e/ou dificuldades encontradas na aquisição da IES objeto de estudo, que de acordo com ele em todos os processos feitos pelo grupo, facilidades e dificuldades são encontradas e a condução para concluir o negócio deve ser feita com cautela e tranquilidade, o objetivo é mostrar que o processo será bom e adequado para ambas as partes. No caso da IES adquirida, a principal facilidade foi que a mesma já possuía um processo de gestão profissionalizado, bem diferente do que foi encontrado em aquisições de outras IES, os funcionários conheciam bem os processos e o sistema de informação até então utilizado. Um ponto importante é que todos os funcionários estavam abertos para colaborar na transição e auxiliar com as informações e inserção dos dados no novo sistema, esse aspecto de troca e trabalho em equipe foi a grande diferença no fechamento do negócio. Do ponto de vista da dificuldade, foi o levantamento das informações do negócio nos sistemas que operavam na adquirida, isso por que a IES passava pelo seu segundo processo de aquisição e muitas das informações do início das atividades encontravam-se em um sistema paralelo e até mesmo em gavetas de arquivos. Ele aponta essa transição sistêmica como a principal dificuldade, mas minimizada em determinados momentos pelos funcionários da adquirida, sempre solícitos no auxílio.

A questão 4 é referente às sinergias entre adquirente e adquirida, que de acordo com o VP elas existem e fizeram a diferença na decisão da aquisição. Segundo ele, o posicionamento de mercado é o mesmo, *Middle Market* (mercado de pequenas e médias empresas), que facilitou muito o entendimento do negócio. Outros dois aspectos importantes dessa sinergia são a qualidade e excelência educacional, proporcionando ao corpo discente alto nível de ensino superior com professores qualificados, e a adquirida possuía visão e valores muito próximos da adquirente. Foi muito tranquilo implantar os valores de trabalho em equipe, energia, apropriação, comunidade e sentimento, dentro da adquirida uma vez que muitos deles eram feitos pelos funcionários, mesmo de forma inconsciente.

De fato, o ativo intangível influenciou no processo de aquisição (questão 5), já que o grupo no ano anterior teve oportunidade e chegou a abrir negociação para aquisição deste mesmo grupo da adquirida, lembra o VP. Na época o negócio não foi concretizado em função da situação econômica do país, que interferiu na freada de investimentos por parte do grupo, que aguardou o melhor momento para realizar nova investida. Os principais aspectos que levaram à aquisição foram a marca tradicional e forte deste grupo, sinal de qualidade e excelência de ensino superior e pós-graduação e a localização, já que todas as unidades operavam na região Sudeste do país, polo extremamente desenvolvido e rentável, e que fazia parte da estratégia de ampliação por parte do grupo adquirente. A oportunidade apareceu e o grupo se estruturou para que o negócio fosse feito e finalizado.

Na pergunta 6, referente a indicadores de desempenho que medem a criação de valor, o VP diz que não há um indicador formal de mensuração de criação de valor para os acionistas, em seus resultados reportados para a bolsa americana e até mesmo nos relatórios gerenciais internos da alta gestão, não se utiliza de ferramentas como EVA® ou MVA®. O grupo dá muita importância para o índice NPS que, segundo ele, uma alta no indicador aponta o quanto cresceu a procura e indicação pela IES, confrontado mais adiante com o aumento na entrada de novos alunos. Para o VP isso pode caracterizar a criação de valor, uma vez que o negócio está fazendo sua parte de qualidade e excelência e, em contrapartida, a marca se torna cada vez mais conhecida e valorizada.

Ainda em relação à criação de valor, na questão 7, o VP acredita muito que a aquisição feita contribuirá nessa geração de valor e está de acordo com a estratégia da Organização. Para ele, o intangível é uma parcela importante neste processo, isso porque a marca permitirá ganhos de escala nas regiões estratégicas do Sul e Sudeste do Brasil e ainda contribuirá na consolidação do grupo como um todo na região Nordeste do país. Essa preparação está sendo feita dentro das unidades do grupo e, segundo ele, as pessoas farão a diferença nessa condução estratégica.

Para o VP, a IES objeto de estudo foi identificada como parte da estratégia de negócio do grupo (pergunta 8), uma vez que está localizada no interior do estado de São Paulo, considerado o estado mais rico do Brasil e com forte presença de outras IES nas esferas privada, estadual e federal, tornando-se uma porta de entrada no interior de SP e futuramente consolidando a atuação em todo o estado. De acordo com ele, a adquirida tem um forte potencial em se tornar unidade Matriz do estado

de São Paulo, proporcionando aos funcionários oportunidades de ascensão em suas carreiras profissionais.

A última pergunta, questão 9, solicita que o VP aponte se existem outras razões, não mencionadas anteriormente, que motivem o grupo a fazer novas aquisições. De acordo com ele, os principais aspectos podem ser o ganho de escala, as trocas de experiências regionais, uma vez que a IES adquirente ingressou recentemente no estado de SP e, por fim, o fortalecimento nacional do grupo.

Para encerrar a entrevista, o VP afirma que a adquirida vem atingindo as expectativas estratégicas do grupo, e com as sinergias o potencial de crescimento do negócio é evidente. Ele é enfático ao afirmar que a aquisição da marca e do capital intelectual envolvido no processo são os principais pontos que levaram o grupo adquirente dar sequência no processo de aquisição do grupo da IES adquirida. Essa certeza é reflexo do crescimento que já está ocorrendo na região Nordeste, que vem proporcionando ao grupo a vantagem competitiva mediante aos seus concorrentes locais.

6.5 Resultados Obtidos

A seguir, os resultados obtidos na pesquisa, relacionando a teoria e a prática, através do levantamento e análise dos dados da IES objeto de estudo. Com base na proposta de classificação dos ativos intangíveis de Kayo (2002), o Quadro 10 demonstra os principais componentes dos ativos intangíveis levantados e analisados no estudo de caso e que expressam o processo de aquisição da IES adquirida pela IES adquirente. Os aspectos levantados levam em consideração os principais pontos extraídos das entrevistas junto aos gestores e dos relatórios gerenciais apresentados pela IES adquirida.

Sob a ótica dos Ativos Humanos, pode-se observar que o quadro de colaboradores e professores é talentoso, possui grande conhecimento e experiência profissional, o *turn-over* é baixo e demonstra fidelidade e comprometimento junto a empresa.

A busca por lançar novos cursos, tanto em Graduação quanto em Pós-graduação, mostra que a IES busca novos produtos e conhecimentos, pautada no *know-how* acadêmico adquirido ao longo dos anos. Esses são aspectos importantes do ponto de vista dos Ativos de Inovação.

Com relação aos Ativos Estruturais, a IES se preparou ao implementar processos internos bem estruturados, bem como a implementação de um sistema de informação integrado que pudesse atender os aspectos acadêmicos e de inteligência de mercado, atuando com mais precisão na captação e manutenção de alunos.

A marca é o principal componente deste processo, muito conhecida e que passa credibilidade ao mercado. Dessa forma facilita o fechamento de contratos com novos alunos (clientes) e parcerias com empresas prestadoras de serviços (fornecedores).

Quadro 10 - Principais componentes dos ativos intangíveis da aquisição.

Tipo de Intangível	Principais Componentes
Ativos Humanos	- conhecimento, - talento, - habilidade, - experiência dos funcionários, - treinamento e desenvolvimento
Ativos de Inovação	- <i>know-how</i> acadêmico - novos cursos
Ativos Estruturais	- processos, - sistemas de informação, - inteligência de mercado, - canais de mercado,
Ativos de Relacionamento	- marca, - contratos com clientes, - contratos com fornecedores

Fonte: Elaboração própria (2016, adaptado de Kayo, 2002, p.19)

Desta forma, pode-se observar neste capítulo toda a trajetória da IES objeto de estudo, seus modelos de gestão, pessoas envolvidas nos processos e de que forma sua performance é medida pela Organização. Na sequência, serão feitas as considerações finais deste estudo.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os processos de fusões e aquisições estão presentes no mercado global, principalmente nas transações que ocorreram neste século, alterando a composição das organizações e a busca pelo aumento de ativos, valorização da marca, novos processos, economias de escala, reduções de custos e outras necessidades dos negócios. Neste sentido, os ativos intangíveis vêm se tornando importantes no ambiente corporativo e são as principais razões na maioria dos processos de fusões e aquisições, por poderem proporcionar a tão esperada vantagem competitiva de mercado.

No setor de Instituições de Ensino Superior (IES) brasileiro também não é diferente, os primeiros processos de F&A aconteceram a partir de 2005 e cresceram ao longo dos anos, ganhando destaque com o surgimento de grandes grupos e transações envolvendo alto volume financeiro. Como destaques apresentam-se a aquisição da Faculdade Anhembí-Morumbi pelo grupo norte-americano Laureate, a fusão entre os grupos Kroton e Anhanguera, a aquisição do grupo Ibmec pelo grupo DeVry educacional e a fusão entre os grupos Kroton e Estácio de Sá.

Este cenário gerou o interesse em analisar o que motiva a fusão ou aquisição de uma instituição de ensino superior privado por outra, por ser tratar de um segmento de destaque e relevância nas transações ocorridas nos últimos dez anos, envolvendo altos volumes financeiros e a busca pela vantagem competitiva e sinergias entre as empresas. O estudo motivou o seguinte problema de pesquisa: como os ativos intangíveis podem se tornar fonte de vantagem competitiva num processo de aquisição para a IES adquirente?

O estudo de caso foi realizado em uma Instituição de Ensino Superior privada no estado de São Paulo, recentemente adquirida por um grupo internacional, com levantamento das principais fontes de vantagem competitiva e os vetores qualitativos que conduziram o processo. Todos os dados foram fornecidos pela IES objeto de estudo e ao final foi feita uma entrevista com o gestor da adquirida e uma entrevista com o gestor da adquirente, objetivando confrontar os dados levantados com as visões dos gestores.

Pode-se afirmar que o objetivo da pesquisa foi atingido ao identificar no estudo de caso como os ativos intangíveis podem se tornar fonte de vantagem competitiva num processo de aquisição para a IES adquirente. Observou-se, principalmente nas entrevistas, que os vetores que nortearam o processo de aquisição foram as sinergias, o capital intelectual e principalmente a localização, quantidade de alunos e a marca, bem consolidada no mercado. O processo foi conduzido de forma tranquila, uma vez que a adquirida já possuía uma gestão profissional e indicadores de desempenho estabelecidos. Um novo sistema de informação gerencial foi implementado, mesmo com limitações e falta de acesso a algumas informações, mas com total disponibilidade e conhecimento dos funcionários da adquirida. Além dos indicadores já existentes, dois novos medidores foram implementados: a pesquisa de engajamento, para observar o clima organizacional, e o *Net Promoter Score* (NPS), principal mensurador de performance do grupo, que aponta o quanto a IES é indicada a outras pessoas pelo corpo discente. Seus gestores, de maneira informal, acreditam que esse indicador pode levar à criação de valor para seus acionistas, mas isso não é divulgado ou calculado em seus resultados financeiros.

Ficou claro que o grupo adquirente concluiu o processo de aquisição para ser detentor da marca e dar continuidade na estratégia de ampliação de seus negócios em outros estados brasileiros, com o objetivo de fortalecimento e visibilidade nacional.

Esta pesquisa apresenta algumas limitações no que se refere à literatura acadêmica sobre o tema proposto. A maioria dos trabalhos explora os processos de fusões e aquisições das IES brasileiras de capital aberto, analisando os demonstrativos financeiros e a geração de valor através do cálculo do EVA® e MVA®, portanto pesquisas quantitativas e com base em ativos tangíveis, objetivando demonstrar a geração de valor aos acionistas após concluídos os processos de F&A.

No que se refere à empresa objeto de estudo, a aquisição aconteceu recentemente e as informações levantadas e analisadas foram de um período de 12 meses (jun./15 a jun./16), pouco tempo para saber de fato o quanto as sinergias, o novo sistema de gestão e os indicadores de performance - principalmente a pesquisa de engajamento e o NPS - fizeram o negócio crescer e prosperar na região de atuação da adquirida. Sabe-se apenas que o sistema de gestão e os processos

internos foram implementados e estão em fase de conhecimento por parte dos funcionários da adquirida.

Em relação às entrevistas, foram feitas com dois gestores, uma da adquirida e outro da adquirente, que apresentaram seus pontos de vista com relação ao cenário atual e futuro do mercado educacional, o que levou ao processo de aquisição da IES objeto de estudo e a influência estratégica dos ativos intangíveis. Acredita-se que entrevistas com outros gestores de ambos os lados poderia ampliar o levantamento dos dados e enriquecer a análise. Mesmo com a pequena amostragem da entrevista, foi possível atingir o objetivo da pesquisa e demonstrar como os ativos intangíveis se tornaram fonte de vantagem competitiva num processo de aquisição para a IES adquirente.

Esta pesquisa não esgotou todas as possibilidades de estudo sobre o tema proposto, contribuindo apenas para novas buscas, investigações e questionamentos, que auxiliarão no entendimento da influência e busca da vantagem competitiva através dos ativos intangíveis nos processos de fusões e aquisições no mercado privado de Instituições de Ensino Superior (IES).

Desta forma, sugere-se para estudos futuros:

- a) ampliar a literatura acadêmica, buscando novos estudos que envolvam o tema deste trabalho;
- b) pesquisar e analisar os processos de F&A do mercado educacional ocorridos recentemente, observando os principais fatores condutores da conclusão desses processos;
- c) aumentar futuramente o período de análise desta pesquisa, para identificar se realmente os ativos intangíveis geraram vantagem competitiva para o grupo adquirente;
- d) ao ampliar o período de análise desta pesquisa, levantar e analisar os indicadores de desempenho da IES adquirida, objetivando demonstrar a evolução ou involução dos números;
- e) realizar entrevistas com outros gestores, de ambos os lados, e também com funcionários, professores e alunos, para confrontar com os indicadores de desempenho do período ampliado de estudo.

Por fim, este estudo poderá se tornar base de uma possível Tese de Doutorado por parte do autor.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. **Boletim de fusões e aquisições**. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Documents/BoletimFeA_201603.pdf>. Acesso em: 08 maio 2016.

ANGWIN, D. (2007). Motive archetypes in merger and acquisitions (M&A): The implications of a configurational approach to performance. In: Cary, S. F.; Cooper, L. **Advances in mergers and acquisitions**. 6 ed. Amsterdam: Elsevier Ltd. 2009, pp. 77–105.

ASSAF NETO, A. A Contabilidade e a Gestão Baseada no Valor. **Anais do VI Congresso Brasileiro de Custos**. São Paulo, junho de 1999.

_____. **Finanças Corporativas e Valor**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BRAUNE, E.S. **A influência dos ativos intangíveis na criação de valor das empresas de serviços**. Dissertação (Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Mestrado) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2012.

BREALEY, R.A; MYERS, S.C; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**, 10 ed. São Paulo: AMGH, 2013.

CANO, M. **O recente processo de fusões e incorporações na economia brasileira**. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) - Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 2002.

CAPRON, L.; PISTRE, N. When do acquires earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**. v.23, n.9, p.781-794, 2002.

CARVALHO, C.H.A. A mercantilização da educação superior brasileira e as estratégias de mercado das instituições lucrativas. **Revista Brasileira de Educação** v. 18, n. 54, jul.-set. 2013.

CARVALHO, F.M; KAYO, E.K.; MARTIN, D.M.L. Tangibilidade e Intangibilidade na Determinação do Desempenho Persistente de Firms Brasileiras. **RAC**, Curitiba, v. 14, n. 5, art. 6, pp. 871-889, set./out. 2010.

CASTRO, D.M.F.C. **Criação de valor em fusões e aquisições**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

CM CONSULTORIA – **Quadro Geral de Aquisições de IES**. Disponível em: <<http://www.cmconsultoria.com.br>>. Acesso em: 08 nov.2015.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. (Tradução: HASTINGS, A.V). **Avaliação de empresas – Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3 ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

D'AVENI, R. **Hipercompetição: Estratégias para dominar a dinâmica do mercado**. Rio de Janeiro: Campus, 1995.

DI GUARDO, C.; HARRIGAN, K. R.; MARKU, E. Quantity at Expense of Quality? Measuring the Effects of Technological M&A on Innovation and Firm Performance (March 1, 2015). **Columbia Business School Research Paper** n. 15-25. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2571974>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2571974>> Acesso em: 21 jul.2016.

EXAME.com CADE aprova compra do Damásio Educacional pela DeVry Brasil. Disponível em:< <http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/cade-aprova-compra-do-damasio-educacional-pela-devry-brasil>>. Acesso em: 21 jul.2016.

_____. DeVry compra Ibmec em negócio que avalia grupo em R\$700 mi. Disponível em:< <http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/devry-compra-ibmec-em-negocio-que-avalia-grupo-em-r-700-mi>>. Acesso em: 21 jul.2016.

FEITOSA, E.S. **A Existência e a Divulgação de Ativos Intangíveis em Processos de Fusões & Aquisições na França e o Desempenho Empresarial Financeiro**. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2011.

FOLHA UOL. Conselho da Estácio dá aval para união com a rival Kroton. Disponível em:< <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/07/1790064-conselho-da-estacio-da-aval-para-uniao-com-a-rival-kroton.shtml>>. Acesso em: 21 jul.2016.

GIL, A.C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Altas, 2002.

JUSBRASIL. **Art. 228 da Lei das Sociedades Anônimas de 1976 - Lei 6404/76.** Disponível em: <<http://www.jusbrasil.com.br/topicos/11477134/artigo-228-da-lei-n-6404-de-15-de-dezembro-de-1976>>. Acesso em: 10.abr. 2016.

KAPIL, A. D. S. Explaining M&A performance: a review of empirical research. **Journal of Strategy and Management**, 2012, Vol. 5, pp. 284-330.

KAPLAN, R.S; NORTON, D.P. Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets. **Harvard Business Review**, Fev.2004.

KAYO, E.K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas:** Uma contribuição ao estudo da valorização de empresas. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

_____. et al. Ativos Intangíveis, Ciclo de Vida e Criação de Valor. **RAC**, v. 10, n. 3, jul./set. 2006: 73-90.

LEV, B. **Intangibles:** management, measurement, and reporting. Washington: Brookings, 2001.

LOPES, L. **Criação de valor para acionistas de empresas adquirentes em processos de F&A e análise de eficiência de mercado entre 2001 e 2011.** Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

MARION, J.C. **Contabilidade Empresarial.** 16 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MARION FILHO, P. J.; VIEIRA, G. M. Fusões e Aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006). **Revista de Administração da UFSM**, v. 3, n. 1, art. 7, p. 109-130, 2010.

MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível.** Tese (Doutorado em Contabilidade) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 1972.

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, janeiro/março 2001.

MENDONÇA, A.F. de [et al.]. **Metodologia científica**: guia para elaboração e apresentação de trabalhos acadêmicos. Goiânia: Faculdade Alves Faria, 2003.

MILONE, M.C.M. **Cálculo do valor de ativos intangíveis**: Uma metodologia alternativa para a mensuração do valor de marcas. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

NARDI, R. Y. S. **Criação de valor em fusões e aquisições**: a influência do sentimento de mercado. Dissertação (Mestrado em Ciências) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

NASCIMENTO, C.A. A política de concorrência no Brasil e o novo Paradigma Regulatório. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.3, n.5, p. 155-170, junho 1996.

ORSI, A. **Incorporação de Bases Externas de Conhecimento** – a gestão do conhecimento nas fusões e aquisições de empresas. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

KAYO, E.K.; KIMURA, H. PATROCÍNIO, R.M. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **R.Adm.**, São Paulo, v.42, n.2, p.205-215, abr./maio/jun. 2007.

PEREIRA, M.F; OLIVEIRA, F.V. O processo de aquisição como estratégia organizacional podendo gerar vantagem competitiva: Um estudo de caso no mercado brasileiro de distribuição de combustíveis. **Rev. Adm. UFSM**, Santa Maria, v. 6, número 2, p. 395-414, Jun.2013.

PEREIRA, T. L.; BRITO, S. H. A. As aquisições e fusões no ensino superior privado no Brasil (2005-2013). In: **IV Congresso Ibero-Americano de Políticas e Administração da Educação**. Porto, 2014.

PEREZ, M.M.; FAMÁ, R. Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. Santos: UNISANTA **Law and Social Science** - p. 107 - 123; Vol. 4, nº 2 (2015).

_____. Ativos Intangíveis e o desempenho empresarial. **R. Cont. Fin.** – USP, São Paulo, n. 40, p. 7 – 24, Jan./abr. 2006.

PORTER, M. **Vantagem Competitiva**: técnicas para Análise de Indústrias e da Concorrência. Rio de Janeiro: Campos, 1996.

REICHHELD, F.F. The one number you need to grow. **Harvard Business Review**, Dez. 2003.

REILLY, R.F.; SCHWEIHS, R.P. **Valuing intangible assets**. New York: Mc Graw-Hill, 1998.

RIO, C.T. **Processo de Integração de Áreas de Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação após Fusões e Aquisições**. Tese (Doutorado em Política Científica e Tecnologia) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 2015.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R W; JAFFE, J. F. **Administração Financeira (Corporate Finance)**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS, J.L. et al. Ativos intangíveis: fonte de vantagem competitiva. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 6, n. 10, 2º semestre, 2006.

SANTOS, M.A. **Fusões & Aquisições no Mercado de ensino superior privado: os casos dos grupos FANOR / DEVRY e UNIVERSIDADE ANHEMBI MORUMBI / LAUREATE**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade Federal da Bahia, Bahia, 2010.

SGUISSARDI, V. Modelo de expansão da educação superior no Brasil: Predomínio privado/mercantil e desafios para a regulação e a formação universitária. **Educ. Soc.**, Campinas, vol. 29, n. 105, p. 991-1022, set./dez. 2008.

SHWARTZBAUM, A.D. **Sinergias nas fusões e aquisições no setor de educação superior no Brasil**. Dissertação (Mestrado Profissional em Gestão Internacional) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.

SILVA, F. R. M. **Criação de valor em instituições privadas de ensino superior de capital aberto no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Ciências) - Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2011.

STEWART, T. **Intellectual capital: the new wealth of organizations**. New York: Doubleday, 1999.

SVEIBY, K.E. **The new organizational wealth: managing and measuring**. San Francisco: Berrett-Koehler, 1997.

TANURE, B.; CANÇADO, V. Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n.2, p-10-22, abr./jun. 2005.

VARGAS, V.C.C. **Medida padronizada para avaliação de intangíveis organizacionais por meio da Teoria de Resposta ao Item**. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2007.

VIEGAS, C. A. S. **Fusões e Aquisições na indústria de alimentos e bebidas no Brasil: análise dos efeitos nos preços ao consumidor**. Tese (Doutorado em Teoria Econômica) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

YIN, R.K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

YOUNG, S.D; O'BYRNE, S.F. (Tradução: LUTOSA, P). **EVA® e gestão baseada em valor: guia prático para implementação**. Porto Alegre: Bookman, 2003.