

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
MBA EM CONTROLADORIA E FINANÇAS**

**FERNANDO REBECHI RODRIGUES**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO:  
UM ESTUDO EM COMPANHIAS DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO NO  
SEGMENTO EDUCACIONAL**

**PORTO ALEGRE**

**2015**

Fernando Rebechi Rodrigues

Governança Corporativa e Desempenho Econômico e Financeiro: um estudo em  
companhias do mercado de capitais brasileiro no segmento educacional

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito parcial para a  
obtenção do título de especialista, pelo  
Curso MBA em Controladoria e Finanças  
da Universidade do Vale do Rio dos Sinos  
– UNISINOS

Orientador: Prof. Ms. Humberto Girardi

Porto Alegre

2015

*Dedico este trabalho ao Lucas, meu filho*

## **AGRADECIMENTOS**

*A minha esposa, meus pais e irmãos que me proporcionam uma família espetacular e estiveram sempre ao meu lado. Em especial agradeço ao meu filho, Lucas, por ser o que tenho de mais especial em minha vida.*

*Aos meus colegas e professores que fizeram parte da minha formação acadêmica e, principalmente, ao meu orientador que compartilhou o seu conhecimento e guiou-me na realização deste trabalho.*

## RESUMO

As companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, em especial do segmento de serviços educacionais, serviço que até pouco tempo era explorado na sua essência pelo poder público e por instituições do terceiro setor, passaram a observar boas práticas de governança corporativa e a atender as características de seus respectivos segmentos de listagem na BOVESPA, tendo como principal nível diferenciado de governança corporativa, o Novo Mercado. O estudo analisa se existe relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho econômico e financeiro nas empresas listadas na BM&FBOVESPA no segmento educacional, Estácio Participações S.A., Gaec Educação S.A e Kroton Educacional S.A. Para definir se as empresas objeto do estudo listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa obtiveram um desempenho com crescimento, foram feitas análises nos Relatórios de Administração, Formulários de Referência, Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração do Fluxo de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado e Notas Explicativas dos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014. Com base nestes documentos foi possível levantar as informações quanto ao nível de atendimento as boas práticas de governança corporativa, bem como levantar os indicadores econômicos e financeiros, apurando a rentabilidade, lucratividade, liquidez, endividamento e seus índices de mercado. Com estas análises foi possível identificar a evolução econômica e financeira destas companhias versus o atendimento as boas práticas de governança corporativa. Entretanto, o estudo não permite afirmar a proporção causal entre o desempenho econômico e financeiro e as práticas de governança corporativa, devido à falta de abordagem de outros fatores que podem influenciar o desempenho econômico e financeiro, tais como, o mercado e questões políticas institucionais no segmento educacional. Considerando o pouco tempo de existência da Governança Corporativa no Brasil, bem como o curto período analisado neste trabalho, sugere-se um estudo objetivando a evolução da Governança Corporativa nas empresas analisadas com maior abrangência nos períodos tanto ao início destas empresas no mercado educacional abordando suas características societárias e evolução, como também nos períodos posteriores ao deste verificando a consolidação dos resultados econômicos e financeiros em contra partida a diversidade nos cenários econômico e político.

**Palavras-Chave:** Segmento Educacional. Governança Corporativa. Desempenho Econômico e Financeiro.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Sistema de Governança Corporativa .....	23
Figura 2 – Estrutura do processo decisório da alta gestão .....	25

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Governança Corporativa Estácio Participações S.A.....	51
Tabela 2 – Índices de Rentabilidade e Lucratividade Estácio Participações S.A. ....	53
Tabela 3 – Índices de Liquidez e Endividamento Estácio Participações S.A. ....	54
Tabela 4 – Índice de Mercado Estácio Participações S.A. ....	55
Tabela 5 – Governança Corporativa Gaec Educação S.A. ....	58
Tabela 6 – Índices de Rentabilidade e Lucratividade Gaec Educação S.A. ....	60
Tabela 7 – Índices de Liquidez e Endividamento Gaec Educação S.A. ....	61
Tabela 8 – Índice de Mercado Gaec Educação S.A. ....	62
Tabela 9 – Governança Corporativa Kroton Educacional S.A. ....	66
Tabela 10 – Índices de Rentabilidade e Lucratividade Kroton Educacional S.A. ....	68
Tabela 11 – Índices de Liquidez e Endividamento Kroton Educacional S.A. ....	70
Tabela 12 – Índice de Mercado Kroton Educacional S.A. ....	71

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
- BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Social
- BP – Balanço Patrimonial
- CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica
- CEO – *Chief Executive Officer*
- CFC – Conselho Federal de Contabilidade
- CPC – Comitê e Pronunciamentos Contábeis
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários
- DFC – Demonstração do Fluxo de Caixa
- DFPs – Demonstrações Financeiras Padronizadas
- DRE – Demonstração do Resultado do Exercício
- DVA – Demonstração do Valor Adicionado
- EBTIDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*
- FR – Formulário de Referência
- GRI – *Global Reporting Initiative*
- IANs – informações Anuais
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
- IFRS – *International Financial Reporting Standards*
- IGC-NM – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada Novo Mercado
- ILC – Índice de Liquidez Corrente
- IMB – Índice de Margem Bruta
- IPO – Oferta Pública Inicial
- ITRs – Informações Trimestrais
- LAJIDA – Lucro antes de juros, impostos, depreciações e amortizações
- MEC – Ministério da Educação
- OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
- ON – Ações Ordinárias
- PN – Ações Preferenciais
- RI – Relações com Investidores
- ROA – Retorno sobre o Ativo
- ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido

ROI – Retorno sobre Investimento

S.A. – Sociedade Anônima

SPC – Secretaria de Previdência Complementar

UNOPAR – Universidade Norte do Paraná

US GAAP – *United States Generally Accepted Accounting Principles*

## SUMÁRIO

<b>RESUMO</b> .....	<b>5</b>
<b>LISTA DE ILUSTRAÇÕES</b> .....	<b>6</b>
<b>LISTA DE TABELAS</b> .....	<b>7</b>
<b>LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS</b> .....	<b>8</b>
<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	12
1.2 OBJETIVOS .....	14
<b>1.2.1 Objetivo Geral</b> .....	<b>15</b>
<b>1.2.2 Objetivos Específicos</b> .....	<b>15</b>
1.3 JUSTIFICATIVA E DELIMITAÇÃO.....	15
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	<b>17</b>
2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
<b>2.1.1 Conceitos</b> .....	<b>18</b>
<b>2.1.2 Os valores da governança corporativa</b> .....	<b>19</b>
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	21
<b>2.2.1 Referência da governança corporativa no Brasil</b> .....	<b>22</b>
2.2.1.1 PROPRIEDADE (SÓCIOS).....	24
2.2.1.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	25
2.2.1.3 GESTÃO .....	27
2.2.1.4 AUDITORIA INDEPENDENTE .....	27
2.2.1.5 CONSELHO FISCAL.....	29
2.2.1.6 CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES.....	30
<b>2.2.2 Níveis de governança no mercado de capitais</b> .....	<b>32</b>
2.3 DESEMPENHO ECONÔMICO FINANCEIRO .....	37
<b>2.3.1 Liquidez</b> .....	<b>38</b>
<b>2.3.2 Endividamento</b> .....	<b>39</b>
<b>2.3.3 Rentabilidade</b> .....	<b>40</b>
<b>2.3.4 Lucratividade</b> .....	<b>42</b>
<b>2.3.5 Análise Horizontal e Vertical</b> .....	<b>44</b>
<b>3 MÉTODOS E PROCEDIMENTOS</b> .....	<b>45</b>
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	45
3.2 INSTRUMENTOS DE COLETA DE DADOS.....	46

3.3 TÉCNICAS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS.....	47
<b>4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....</b>	<b>49</b>
4.1 ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. ....	49
<b>4.1.1 Governança Corporativa.....</b>	<b>49</b>
<b>4.1.2 Desempenho Econômico e Financeiro.....</b>	<b>52</b>
<b>4.1.3 Governança Corporativa versus Desempenho Econômico Financeiro ....</b>	<b>55</b>
4.2 GAEC EDUCAÇÃO S.A. ....	56
<b>4.2.1 Governança Corporativa.....</b>	<b>56</b>
<b>4.2.2 Desempenho Econômico e Financeiro.....</b>	<b>59</b>
<b>4.2.3 Governança Corporativa versus Desempenho Econômico Financeiro ....</b>	<b>63</b>
4.3 KROTON EDUCACIONAL S.A. ....	63
<b>4.3.1 Governança Corporativa.....</b>	<b>64</b>
<b>4.3.2 Desempenho Econômico e Financeiro.....</b>	<b>66</b>
<b>4.3.3 Governança Corporativa versus Desempenho Econômico Financeiro ....</b>	<b>71</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>73</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>75</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Nos mais diversos segmentos do mercado, em especial os altamente competitivos, as empresas buscam inovações invariavelmente na sua grande maioria em seus produtos e serviços, tendo como fator essencial a atratividade contínua de seus clientes, a busca de novos consumidores ou até mesmo nichos de mercado até então não ou precariamente explorados.

Atualmente convivemos, além dos aspectos comerciais e mercadológicos, empresas buscando também inovações organizacionais atuando com modelos de governança corporativa por meio de processos e estratégias de mercado consolidados, obtendo resultado econômico financeiros com perspectivas de crescimento.

Neste contexto e movimento organizacional aos mais diversos segmentos do mercado, temos a especificidade humana e subjetiva do serviço educacional, este com extrema importância para desenvolvimento de um país e essencial para o crescimento cultural e intelectual de uma nação. Cabe salientar que essencialmente a educação foi prestada e desenvolvida no Brasil por instituições das três esferas governamentais, associações sem fins lucrativas e comunitárias e em um novo contexto deste mercado foram inseridas empresas altamente competitivas e lucrativas, ocupando espaços cada vez mais significativos deste serviço.

Diante do contexto e inserção de novas organizações, o mercado educacional do Brasil tornou-se atrativo, porém altamente competitivo, o que leva gradativamente identificarmos em especial às empresas de capital aberto listada na Bolsa de Valores práticas de governança corporativa que alavancaram interesse, investimentos internacionais e resultados econômicos financeiros, (CAPITAL ABERTO, 2007).

Com base neste contexto o estudo propõe agregar conhecimentos organizacionais, mercadológicos e econômicos do mercado educacional no Brasil.

### 1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

No contexto consolidado de economia globalizada que resulta em um ambiente corporativo potencialmente competitivo torna-se essencial visando atratividade do mercado a captação de novos investimentos, esse fenômeno leva a

necessidade das empresas na modernização de sua gestão no âmbito de planejamento estratégico, tático e operacional.

A este movimento no país destaca-se a implantação de boas práticas de governança corporativa pelo IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa que originou essencialmente a participação de conselheiros profissionais e independentes e alavancou mecanismos de gerenciamento e transparência nas empresas brasileiras para com o mercado.

A abertura e conseqüente modificação na estrutura societária das empresas no Brasil tens em paralelo também a abertura do mercado financeiro no país, o que potencializou o aumento de investimentos estrangeiros no mercado de capitais, reforçando a necessidade das empresas em se adaptarem as exigências de padrões internacionais de governança corporativa, premissas contempladas nas boas práticas.

Diante destas mudanças no mercado societário e financeiro, as empresas brasileiras passaram a dar maior importância à governança corporativa, e como resultado a este movimento foi publicado em 1999 pelo IBGC o primeiro código de boas práticas de governança corporativa, o qual é periodicamente atualizado as mais recentes práticas do mercado globalizado.

Neste movimento de adequação societária e do mercado de capitais a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) criou segmentos especiais de listagem destinados a empresas com padrões superiores de governança corporativa, onde além do mercado tradicional, passou a existir três segmentos diferenciados de governança em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, assim buscou estimular o interesse dos investidores e a valorização das empresas listadas e como resultado esperado minimizar as incertezas no processo de avaliação do investimento e seu potencial risco.

Diante da característica de competitividade do mercado e a necessidade premente de decisões dos gestores da companhia com grau elevado de conhecimento teórico e prático sobre as informações gerenciais do ambiente interno e externo com leitura do passado, presente e futuro em conseqüência uma inteligência competitiva disponível, é necessário quantificar os resultados do gerenciamento de uma companhia em indicadores econômicos e financeiros.

Para avaliação econômica de uma companhia utilizam-se as Demonstrações Financeiras, estes demonstrativos possuem dados importantes do contexto gerencial agregando conhecimento técnico a mais adequada tomada de decisão.

Dentre os demonstrativos busca-se informações junto ao Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE) que através de seu reconhecimento das receitas e despesas na competência obtém-se como resultado a geração de lucro ou prejuízo, desta forma identificamos se a companhia está gerando valor a seus sócios ou acionistas. Essa análise essencial juntamente com o Balanço Patrimonial (BP) podemos identificar como estão alocados os bens, direitos e obrigações de curto e longo prazo da companhia e a conseqüente capacidade de cumprir as obrigações junto aos credores.

Outro demonstrativo essencial a análise é o Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC), pois através deste avalia-se as entradas e saídas de recursos financeiros verificando se o ciclo financeiro está ajustado as necessidades da empresa, bem como auxilia na avaliação da captação e aplicação de recursos.

O movimento do mercado de adequação as boas práticas de governança corporativa nas companhias no Brasil, novos modelos no mercado de capitais, bem como a análise econômica e financeira apurado pelos indicadores que identificam a geração de lucro aos sócios e acionistas, o cumprimento das obrigações, a geração de valor econômico e financeiro, minimizando riscos e aproveitando as oportunidades de investimento. Nesse contexto o problema de pesquisa deste estudo está centrado na seguinte questão: empresas do segmento educacional, listadas na BM&FBOVESPA, com maior maturidade em governança corporativa alcançam melhor desempenho econômico e financeiro?

## 1.2 OBJETIVOS

Os objetivos que nortearam a realização do estudo basearam-se no escopo do trabalho e pesquisa realizada. Ao formular os objetivos fixa-se nos padrões que o trabalho será avaliado, orientando a revisão da literatura e metodologia.

O estudo foi realizado a partir dos objetivos, o geral que define o propósito do trabalho e os específicos importantes para atingir o objetivo geral.

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Identificar se os processos de governança corporativa podem estar relacionados com o desempenho econômico e financeiro de empresas do setor de serviços educacionais de capital aberto no Brasil.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

Os objetivos específicos são:

- a) Identificar as boas práticas de governança corporativa nas empresas analisadas;
- b) Analisar os dados econômico e financeiros das empresas analisadas, através dos indicadores obtidos nas demonstrações contábeis;
- c) Analisar se os resultados obtidos entre os anos de 2011 e 2014 foi uma tendência do setor.
- d) Identificar se as empresas analisadas agregaram valor a seus acionistas, tornando-se um investimento em potencial.

### **1.3 JUSTIFICATIVA E DELIMITAÇÃO**

O interesse em investimentos mais rentáveis e perspectivas de crescimento diante do grande esforço de regulamentação dos níveis de governança corporativa, este trabalho busca explorar as relações, se existirem, entre a adesão das companhias de capital aberto listada na Bolsa de Valores (BM&FBOVESPA) às práticas de governança corporativa e rentabilidade em suas performances que alavancaram interesse e investimentos nacionais e internacionais.

Com base neste contexto o estudo propõe agregar conhecimentos organizacionais, mercadológicos e econômicos do setor de serviços educacionais em empresas de capital aberto do Brasil, estudando práticas de governança corporativa aplicáveis a estas empresas e a sensibilidade para um crescimento econômico do segmento analisado por indicadores de mercado.

Para contextualizar o crescimento econômico e agregar conhecimento neste aspecto é necessário levantar informações através da análise dos indicadores levantados com base nos demonstrativos contábeis das empresas analisadas, tais

como Balanço Patrimonial - BP, Demonstração do Resultado do Exercício - DRE e Demonstração do Fluxo de Caixa – DFC.

Em relação ao alcance do estudo, este será direcionado as empresas do setor de serviços educacionais listada na Bolsa de Valores, Estácio Participações S.A., Gaec Educação S.A. e Kroton Educacional S.A., baseado nos documentos da Diretoria em especial os Relatórios de Administração publicados no site no BM&FBOVESPA, [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br).

Quanto as informações de desempenho econômico e financeiro para fins comparativos a pesquisa baseia-se nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014, delimitando-se a partir dos indicadores gerados pelas informações das Demonstrações Contábeis publicadas no site da BM&FBOVESPA pelas empresas em análise, com base em valores históricos na data do respectivo período em percentuais ou índices calculados com base na moeda corrente nacional (Real).

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Baseado em referências bibliográficas serão abordados conceitos sobre governança corporativa e desempenho econômico e financeiro.

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Lodi (2000) *apud* Leal e Famá (2007), o movimento da governança corporativa se originou nos Estados Unidos no início dos anos 90, em decorrência de necessidades específicas de administradores de fundos de pensão que sentiam uma necessidade de maior segurança nos investimentos realizados com recursos dos mutuários, que na sua grande maioria se caracterizavam como acionistas minoritários e que não detinham informações objetivas e transparentes para orientar suas decisões de investimentos.

Conforme Andrade e Rosseti (2014) nesse contexto da governança corporativa do mundo incipiente no início da década de 90, porém difundida no final do século 20 com a edição do primeiro *Principles of corporate governance*, da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) – o grupo das 30 mais avançadas economias industriais do mundo – o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, além de outras de outras instituições multinacionais, como o G8, sendo a primeira iniciativa de um organismo multilateral identificando nos princípios da governança corporativa uma base sólida para o crescimento econômico e para a integração global dos mercados.

Segundo OCDE *apud* Andrade e Rosseti (2014, p.26),

*“Reconhecem ainda que as boas práticas de governança são fundamentais para o controle dos riscos dos investimentos nas empresas abertas – especialmente os decorrentes do ambiente competitivo de negócios em que elas operam dos processos de gestão de seus ativos físicos, financeiros e intangíveis e dos associáveis à qualidade das informações que orientam e que sustentam as decisões dos investidores”.*

Conforme Vieira e Mendes (2004), a governança pode ser vista como um mecanismo que busca propiciar maior transparência, disciplina e responsabilidade dos administradores das empresas para com os acionistas.

### 2.1.1 Conceitos

Segundo Andrade e Rosseti (2014) há um conjunto de diversidades que cerca as questões relacionadas à governança corporativa. Diante a este conjunto de diversidades, conceitualmente verifica - se quatro grupos que caracterizam a governança corporativa como:

- **Guardiã de direitos:** Segundo Monks e Minow (2004) *apud* Andrade e Rosseti (2014) é um conjunto de leis e regulamentos que visam assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários disponibilizando informações que permitam acompanhar decisões empresariais impactantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos. Complementando Williamson (1996) *apud* Andrade e Rosseti (2014) a governança corporativa trata de justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo.
- **Sistema de Relações:** Segundo Sheleifer e Vishny (1997) *apud* Andrade e Rosseti (2014) trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ainda conforme o IBGC (2009) inclui nesta relação o conselho fiscal e a auditoria independente.
- **Estrutura de Poder:** Segundo Cadbury (1992) *apud* Silva (2012) é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas. Ainda segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (2001) *apud* Andrade e Rosseti (2014) seu foco é a definição de uma estrutura de governo que maximize a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos.
- **Sistema Normativo:** Segundo Mathiesen (2002) *apud* Andrade e Rosseti (2014) está focado em monitorar as corporações através de mecanismos normativos, definidos em estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais. Complementarmente Cadbury (1999) *apud* Andrade e Rosseti (2014) expressado por um sistema de valores que rege as organizações em sua rede de relações internas e externas. Ainda segundo Claessens e Fan (1996) *apud* Silva (2012) diz respeito a

padrões de comportamento que conduzem à eficiência, tendo por base princípios definidos pela ética aplicada à gestão de negócios.

### 2.1.2 Os valores da governança corporativa

Segundo a cartilha da CVM (2002) governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Desta forma a eficiência de um programa de governança corporativa depende da atuação de quatro agentes principais: conselho de administração, diretoria (CEO), auditoria independente e conselho fiscal, pela relevância das funções que desempenham, principalmente, para o processo de prestação de contas (*accountability*), equidade (*fairness*) e transparência (*disclosure*), consideradas como os três elementos formadores do tripé da governança corporativa.

De acordo, ainda, com Andrade e Rosseti (2014, p.140-141), os quatro valores que dão sustentação à boa governança amarrando concepções práticas e processos de alta gestão, são:

- *Fairness*: Senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas. Respeito aos direitos dos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa, quanto nos resultados das operações, quanto ainda na presença ativa em assembleias gerais.
- *Disclosure*: Transparência das informações, especialmente das de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos.
- *Accountability*: Prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria.
- *Compliance*: conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país.

Esses valores estão presentes, explícita ou implicitamente, nos conceitos usuais de governança corporativa, como podemos verificar conceitualmente segundo o IBGC (2009) governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As melhores práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações, objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e aperfeiçoar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Ainda segundo o IBGC (2009) os princípios básicos de governança corporativa são:

- **Transparência:** Mais do que a obrigação de informar e o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem a criação de valor.
- **Equidade:** Caracteriza - se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.
- **Prestação de contas (*accountability*):** Os agentes de governança, sócios, administradores (conselheiros de administração e executivos/gestores) conselheiros fiscais e auditores, devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.
- **Responsabilidade Corporativa:** Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando a sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Nesse contexto um bom sistema de governança corporativa ajuda a fortalecer as empresas, destacando as competências para enfrentar os níveis de complexidade do mercado, ampliando as bases estratégicas da cadeia de valor, harmonizando os interesses dos *stakeholders* e contribuindo para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumentando a confiança dos investidores.

Desta forma o processo de boa governança pode ser benéfico para todas as partes interessadas, desde que bem implantado, acionistas e investidores podem ter mais retorno sobre o capital investido, os conselheiros podem desenvolver um trabalho de qualidade tendo independência e autonomia para a tomada de decisões estratégicas, bem como os executivos tendem a serem mais eficientes na missão de fazer as empresas crescerem e se tornarem lucrativas, auxiliados pela transparência na gestão corporativa.

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Conforme pesquisa realizada pelo IBGC e Booz & Company (2010) nos últimos anos indistintamente os mais diversos segmentos de mercado da economia brasileira obtiveram um crescimento significativo, porém resultado deste crescimento há em paralelo o crescimento do mercado de capitais do Brasil levando em especial às empresas de capital aberto listada na BOVESPA ao potencial de investimentos de capital estrangeiro, emissões de ações na busca de novos investidores, bem como a internacionalização de capital.

Neste cenário, podemos destacar aspectos fundamentais do ambiente externo da governança corporativa no Brasil que vem contribuindo para a melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras, tais como: 1. A criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1995 com publicação e atualização das melhores práticas de governança sendo a última, 4ª Edição, publicada em 2009; 2. Os marcos legais, em especial a aprovação da Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001 (conhecida com a Nova Lei das SAs), e recomendações da Comissão de Valores Mobiliários; 3. Os compromissos exigidos pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) para listagem diferenciada das empresas, segundo padrões praticados de governança corporativa na criação dos níveis 1, 2 e Novo Mercado; 4. As pressões por boa governança exercidas pelos investidores institucionais, em especial os fundos de pensão com o estabelecimento de novas

regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC); 5. A definição, pelo BNDES, da adoção de melhores práticas de governança corporativa com um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos.

### **2.2.1 Referência da governança corporativa no Brasil**

Dentre os aspectos de evolução da governança corporativa no Brasil aconteceu com a fundação em 27 de novembro de 1996 do IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, sociedade civil de âmbito nacional sem fins lucrativos, tendo como propósito ser referência em governança corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes da nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade.

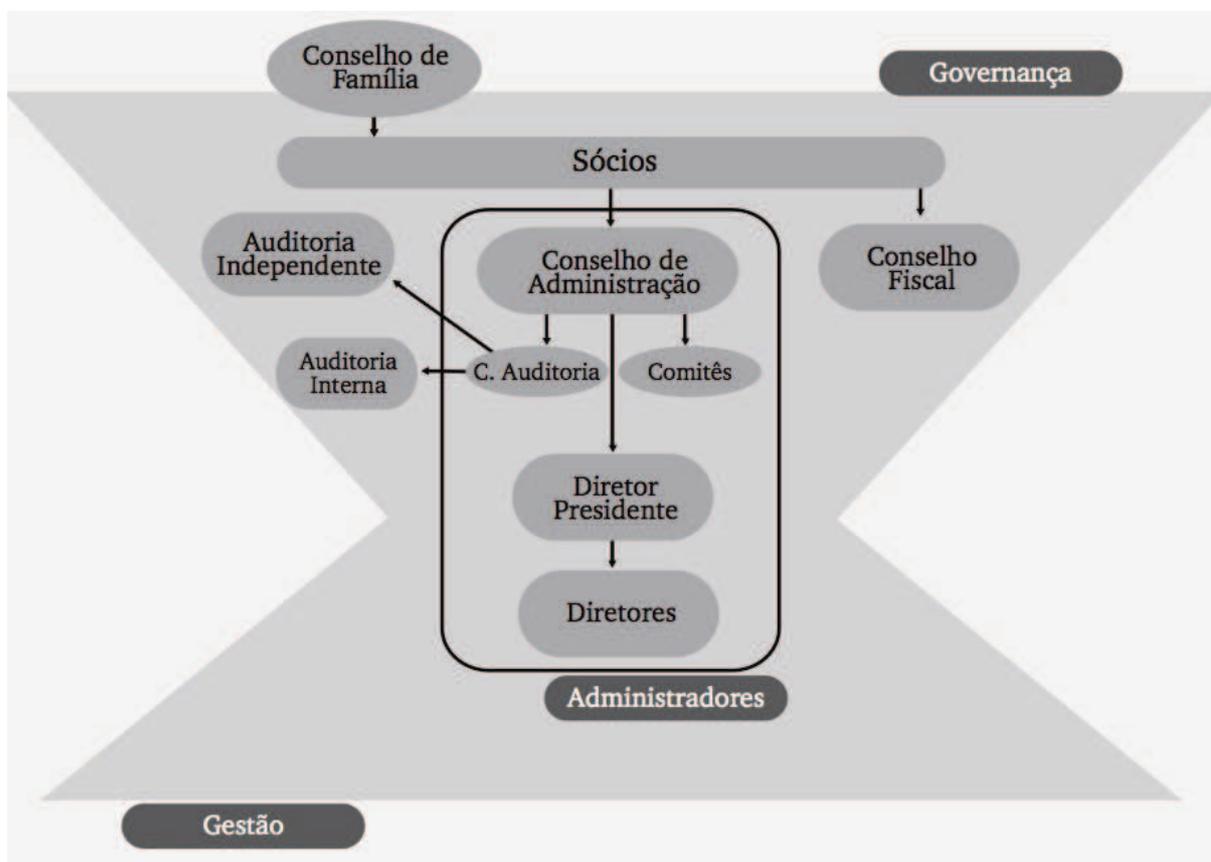
Em 1999 o IBGC lançou a primeira edição do “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, focando essencialmente no funcionamento do Conselho de Administração. A segunda edição revisada em 2001 passou a incluir recomendações para os demais agentes de Governança Corporativa, como os sócios, gestores, auditorias e Conselho Fiscal. O documento foi novamente revisado em 2004 em sua terceira edição, com a atualização voltada para as demandas do mercado a época do País.

Nos últimos cinco anos desde a publicação da 3ª edição, houve uma série de mudanças no ambiente organizacional brasileiro, o renascimento do mercado de capitais, aumento significativo de novas empresas listadas na BOVESPA, aquisições de grandes companhias e a crise econômica mundial. Estes fatores trouxeram à tona algumas fragilidades nas organizações e de seus sistemas de governança corporativa, reforçando a necessidade da implementação das boas práticas de governança corporativa, sendo publicada em 2009 a 4ª edição e atual versão do código do IBGC, dividida em 6 (seis) temas tratados nos itens a seguir:

- a) Propriedade (sócios);
- b) Conselho de Administração;
- c) Gestão;
- d) Auditoria Independente;
- e) Conselho Fiscal;
- f) Conduta e Conflito de Interesses.

Cada capítulo abordará práticas e recomendações para cada órgão do sistema de governança das organizações conforme exposto na figura 1.

Figura 1 – Sistema de Governança Corporativa



Fonte: Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa IBGC (2009, p.16).

Neste contexto de evolução da Governança Corporativa no Brasil podemos destacar como resultado ao estudo realizado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e Booz & Company (2010) em comparativo aos mesmos parâmetros de pesquisa e pesquisadores ao realizado em 2003 identificou-se que a relevância da Governança Corporativa evoluiu de forma significativa no País nos últimos anos, com maior conhecimento e aderência das empresas às melhores práticas.

Todos os movimentos de mercado para com as empresas de capital aberto do Brasil consolidam e reforçam a necessidade de efetiva e estruturada Governança Corporativa, transparecendo ao mercado o seu potencial de retorno ao investimento dos acionistas.

### 2.2.1.1 PROPRIEDADE (SÓCIOS)

Entre as principais características apontadas neste tema do Código das melhores práticas de governança corporativa IBGC (2009) destaca-se:

- O direito ao voto é assegurado a todos os sócios, assim cada ação ou quota deve assegurar o direito a um voto;
- Os acordos entre sócios devem estar disponíveis aos demais sócios no que se refere à compra e venda das ações e/ou quotas;
- A Assembleia geral/ reunião de sócios é o órgão soberano da organização;
- A oferta de compra de ações resultantes em transferências do controle societário deve ser dirigida a todos os sócios nas mesmas condições (*tag along*), com preços transparentes e não apenas aos detentores do controle acionário;
- Os conflitos entre sócios e entre estes e a sociedade devem ser resolvidos de preferência através de mediação ou arbitragem;
- As organizações familiares devem considerar a implementação de um Conselho de Família, para discussão de assuntos familiares e alinhamento das expectativas dos seus componentes;
- A empresa deve divulgar sua Política de Distribuição de Dividendos e a frequência com que esse documento é revisado;
- As empresas de capital aberto devem manter em circulação o maior número possível de ações e estimular a sua dispersão, para beneficiar a liquidez desses títulos (*free float*);
- Mecanismos de proteção à tomada de controle (*poison pills*) que obriguem o adquirente de uma posição minoritária a realizar uma oferta pública de aquisição de ações a todos os demais sócios da companhia aberta.

Com a aprovação da Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001, que altera a Lei das SAs que visa promover maior proteção aos acionistas minoritários, preferenciais (ações sem direito a voto) e ordinários (ações com direito a voto), sinalizando o começo de um processo que garantiu maior equivalência entre ações e votos nas assembleias de acionistas, pela concessão de direitos adicionais aos

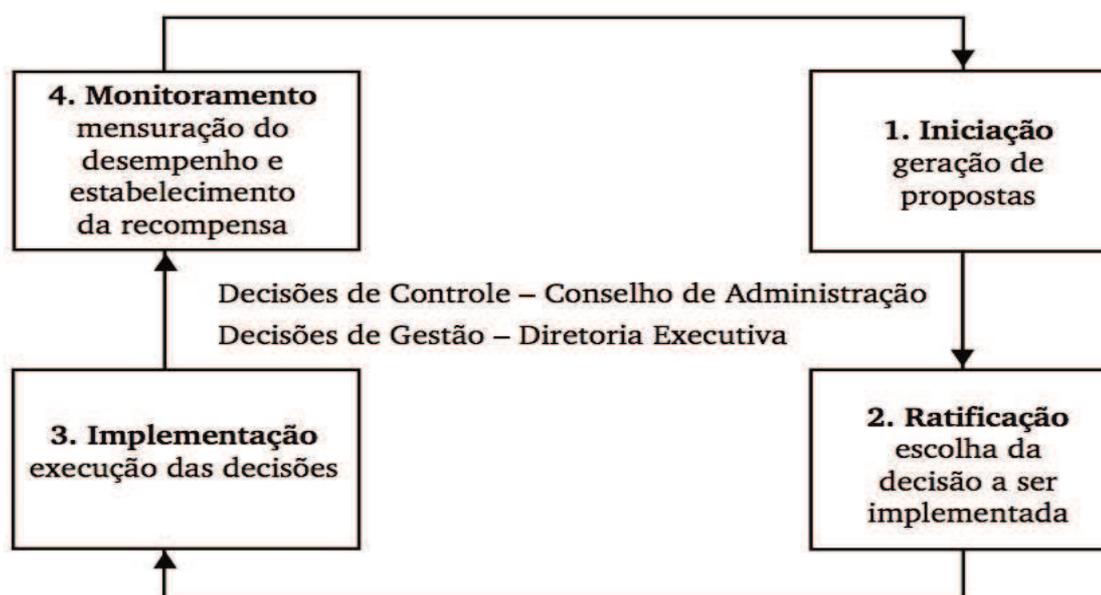
acionistas minoritários para que tenham maior participação nas decisões das empresas nas quais investem seus recursos.

#### 2.2.1.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Segundo Fama e Jensen (1983), o processo decisório da alta gestão envolve quatro etapas, sendo duas, a ratificação das decisões relevantes e o monitoramento da alta gestão de exclusiva responsabilidade do Conselho de Administração.

Ainda de acordo com Fama e Jensen (1983), como as etapas de iniciação e implementação são alocadas aos mesmos agentes (executivos), ambas as etapas são combinadas sob a denominação decisões de gestão. Da mesma forma, as etapas ratificação e monitoramento podem ser combinados sob a denominação decisões de controle, em consonância a ótica de separação da propriedade e controle.

Figura 2 – Estrutura do processo decisório da alta gestão



Fonte: Fama, E.; Jensen, M., *Separation of ownership and control*, Journal of Law Economics, June, 1983.

De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança do IBGC (2009) Conselho de Administração é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao seu direcionamento estratégico, sendo o principal componente do sistema de governança.

Tem como papel fundamental ser o elo entre a propriedade (sócios) e a gestão, onde sua missão é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas (*stakeholders*), tendo como principais focos a sustentabilidade e o gerenciamento de riscos corporativos.

Ainda segundo Oliveira (2006), o Conselho de Administração é o órgão deliberativo e estruturado com as finalidades básicas de proteger o patrimônio da empresa e de maximizar o retorno dos investimentos dos acionistas.

Conforme o IBGC (2009) toda organização deve ter um Conselho de Administração eleito pelos sócios em Assembleia Geral, onde o número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte da empresa e complexidade das atividades sendo recomendável de, no mínimo 5 (cinco) e, no máximo 11 (onze) conselheiros com mandato não superior a 2 (dois) anos, porém com reeleição desejável para construir um Conselho de Administração experiente e produtivo, mas esta não deve ser de forma automática. A existência de conselheiros suplentes não é considerada uma boa prática de governança corporativa devendo ser evitada.

Ainda segundo o IBGC (2009) é recomendável que a maioria do Conselho seja composta por conselheiros independentes, contratados por meio de processos formais e com escopo de atuação bem definido. Para que não haja concentração do poder, deve ser evitado o acúmulo de funções do presidente do conselho de administração e o diretor-presidente, executivo principal, pela mesma pessoa.

Devido à complexidade de alguns temas, conforme o IBGC (2009) o Conselho de Administração pode deliberar a formação de comitês, tais como de Auditoria, Recursos Humanos/Remuneração, Governança, Finanças, Sustentabilidade, entre outros comitês com demandas e assuntos específicos. Os comitês estudam os assuntos de sua competência com maior profundidade e prepara as propostas ao Conselho de Administração, atuando como órgãos acessórios.

Segundo o IBGC (2009) as atividades do Conselho de Administração devem estar normatizadas em um Regimento Interno que torne claras as responsabilidades, atribuições e medidas a serem adotadas em situações de conflito, em especial quando envolvidos o diretor-presidente e os sócios, devendo estar claros os limites

de atuação e de responsabilidades do Conselho de Administração e seus conselheiros.

### 2.2.1.3 GESTÃO

O diretor-presidente é o responsável pela gestão da organização e coordenação da Diretoria conforme destaca o IBGC (2009), atuando como o elo entre a Diretoria e o Conselho de Administração, sendo o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração devendo prestar contas da gestão a este órgão.

Segundo Silva (2012) o relatório anual é a forma mais abrangente de prestação de contas, porém ressalta que os relatórios periódicos devem seguir padrões internacionais não atendendo apenas às práticas contábeis, porém também aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa, como por exemplo, relatórios da *Global Reporting Initiative* (GRI).

Ainda segundo o IBGC (2009), como resultado de uma política clara de comunicação e de relacionamento com as partes interessadas, a organização deve divulgar relatórios periódicos informando todos os aspectos de sua atividade empresarial, inclusive os de ordem socioambiental, operações com partes relacionadas, custos das atividades políticas e filantrópicas, remuneração dos administradores, riscos, além das informações econômicas e financeiras e das demais exigidas por lei.

As melhores práticas segundo o IBGC (2009) indica que a remuneração total da Diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de curto e longo prazo relacionadas à geração de valor econômico, tendo como objetivo ser uma ferramenta efetiva de alinhamento dos interesses dos diretores com os da organização, que por sua vez deve ter um procedimento formal e transparente de aprovação de suas políticas de remuneração e benefícios aos diretores, devendo nas metas e as premissas de eventual remuneração variável ser mensuráveis, passíveis de serem auditadas e publicadas.

### 2.2.1.4 AUDITORIA INDEPENDENTE

Conforme a Lei nº 11.638/07 em seu artigo 3º,

*“Aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre a escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários.*

*Parágrafo único. Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).”*

Ainda segundo a CVM (2002) trimestralmente as sociedades por ações devem divulgar as demonstrações financeiras devidamente atestadas por auditoria independente, em complemento tanto Silva (2012) e CVM (2002) além das demonstrações contábeis deve-se incluir relatório da administração com descrição dos controles internos, tributários, riscos da organização e análise dos fatores que influenciaram o resultado obtido no período divulgado. Ainda segundo o IBGC (2009) como parte inerente ao trabalho dos auditores independentes deve-se incluir a revisão e a avaliação dos controles internos da organização, resultando num relatório específico de recomendações.

De acordo com o IBGC (2009) toda organização deve ter suas demonstrações financeiras auditadas por auditor externo independente, tendo como atribuição verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da sociedade, e conforme Silva (2012) o auditor independente deve assegurar, anualmente por escrito ao comitê de auditoria ou na sua ausência ao conselho de administração, a sua independência em relação à organização.

Segundo CVM (2002) o comitê de auditoria, deve ser composto por membros do conselho de administração com experiência em finanças, incluindo ao menos um representante dos minoritários, devendo supervisionar o relacionamento com o auditor.

Segundo Silva (2012) as organizações devem observar as normas vigentes no Brasil, como o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC da CVM e do Conselho Federal de Contabilidade – CFC, inclusive quanto às novas regras sobre os princípios contábeis de convergência de contabilidade internacional a partir de

2010 pela *International Financial Reporting Standards* – IFRS. Ainda o IBGC (2009) sugere que as demonstrações financeiras sejam apresentadas sob as normas internacionais.

Ainda segundo o CVM (2002), a companhia deve adotar, além dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, as normas de contabilidade utilizadas nos Estados Unidos da América, a *United States Generally Accepted Accounting Principles* – US GAAP, devidamente atestados por auditor independente.

Conforme o IBGC (2009) o auditor independente não pode auditar o seu próprio trabalho, desta forma como regra geral não deve realizar trabalhos de consultoria para a organização, sendo assim o relacionamento entre os auditores independentes e o diretor-presidente, os diretores e a organização deve ser pautado por profissionalismo e independência.

#### 2.2.1.5 CONSELHO FISCAL

Conforme o IBGC (2009) o conselho fiscal é parte integrante do sistema de governança corporativa, podendo ser permanente ou não. Seus principais objetivos são a fiscalização dos atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários, opinar sobre o relatório anual da Administração e das demonstrações financeiras através de parecer levando a deliberação da Assembleia Geral, ou seja, deve ser visto como um controle independente para os sócios que visa agregar valor para a organização.

Ainda segundo Andrade e Rosseti (2014) são de competência do conselho fiscal as funções de fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres letais e societários, bem como denunciar aos órgãos da administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses dos acionistas, a Assembleia Geral.

O conselho fiscal deve adotar um regimento com procedimentos sobre suas atribuições, com foco no relacionamento com o auditor, e que não limite a atuação individual de nenhum conselheiro, conforme recomenda o CVM (2002), e IBGC (2009) ao conselho fiscal convêm introduzir um Regimento Interno que não iniba a liberdade de ação individual dos conselheiros, pois nenhum documento deve restringir a atuação prevista em lei.

De acordo a CVM (2002) o conselho fiscal deve ser composto por, no mínimo, três e, no máximo cinco membros, onde os titulares de ações preferenciais e os titulares de ações ordinárias, excluído o controlador, terão direito de eleger igual número de membros eleitos pelo controlador, que por sua vez deve renunciar ao direito de eleger o último membro (terceiro ou quinto), o qual deverá ser eleito pela maioria do capital social em assembleia e conforme IBGC (2009) a responsabilidade dos conselheiros é com a organização, independentes daqueles que os tenham indicado, assim sua atuação deve ser pautada pela equidade, transparência, independência e, como regra geral, pela confidencialidade. Conforme Silva (2012) as pessoas que compõem o conselho fiscal devem ter conhecimento do segmento de atuação da empresa, tendo diversidade de experiências profissionais.

Conforme define o IBGC (2009) o conselho fiscal não substitui o comitê de auditoria, onde este é o órgão de controle com funções delegadas pelo Conselho de Administração, por sua vez o conselho fiscal é o instrumento de fiscalização com atribuições definidas diretamente pelos sócios e por lei não se subordina ao Conselho de Administração. Eventualmente ambos podem estar em funcionamento concomitantemente, havendo superposição de funções, nesta hipótese conforme IBGC (2009) os dois órgãos devem coordenar suas atividades sendo recomendável a realização de reuniões conjuntas, com eventual participação dos auditores independentes.

Conforme aponta o IBGC (2009) o conselho fiscal deve acompanhar o trabalho dos auditores independentes, nos aspectos contábeis e outros, bem como o relacionamento desses profissionais com a Administração, onde este não poderá obstruir ou dificultar a comunicação entre quaisquer membros do conselho fiscal e os auditores independentes. Ainda segundo o IBGC (2009) o conselho fiscal deve acompanhar o trabalho da auditoria interna em cooperação com o Comitê de Auditoria.

#### 2.2.1.6 CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Conforme o IBGC (2009) toda empresa além de respeito às leis do país, deve ter um Código de Conduta que comprometa os administradores e funcionários, documento este elaborado pela Diretoria e de acordo com os princípios e políticas definidas pelo Conselho de Administração e por este aprovado. Ainda segundo Silva

(2012) o Código de conduta deve apresentar caminhos para as denúncias ou resoluções de assuntos de ordem ética.

O Código de Conduta, conforme IBGC (2009) deve abranger o relacionamento entre conselheiros, diretores, sócios, funcionários, fornecedores e demais partes interessadas (*stakeholders*), onde conselheiros e executivos não devem exercer sua autoridade em benefício próprio ou de terceiros.

Conforme Silva (2012), para com as partes relacionadas deve-se evitar formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflito de interesses com a organização, administradores ou sócios.

Segundo o IBGC (2009) o conflito de interesses ocorre quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos da organização, sendo importante haver separação de funções e definição clara de papéis e responsabilidades associadas aos mandatos de todos os agentes de governança, inclusive com a definição das alçadas de decisão de cada instância.

Em relação às operações com as partes relacionadas de uma organização o IBGC registra que:

*“É dever dos membros do conselho de administração monitorar e administrar potenciais conflitos de interesses dos executivos, dos membros do conselho e dos sócios, de forma a evitar o mau uso dos ativos da organização e, especialmente, abusos em transações entre partes relacionadas. O conselheiro deve zelar para que essas transações sejam conduzidas dentro de parâmetros de mercado, em termos de prazos, taxas e garantias, e que estejam claramente refletidas nos relatórios da organização” (IBGC, 2009, p. 67 - 68)*

Segundo Silva (2012) adequado código e conflito de interesses deve-se incentivar a adoção de políticas quanto a:

- a) Negociação de ações;
- b) Divulgação de informações relevantes;
- c) Contribuições voluntárias e doações, inclusive políticas;
- d) Combate a atos ilícitos, corrupção, suborno e fraudes;
- e) Uso de informação privilegiada (*insider information*);
- f) Conflitos de interesses e assédio moral.

### 2.2.2 Níveis de governança no mercado de capitais

Segundo Andrade e Rosseti (2014) outro aspecto na evolução dos padrões de governança corporativa no Brasil foi com a criação em 2000, do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados 1 e 2 de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo, resultando nos últimos anos, como uma das iniciativas que mais tem respondido anos à demanda por melhores práticas de governança corporativa das empresas no Brasil, com objetivo de um ambiente de negociação que estimulasse simultaneamente o interesse dos investidores e a valorização das companhias abertas.

Ainda segundo DI MICELLI (2002) a criação pela BOVESPA dos níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado visa destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa, sendo a adesão voluntária, via contrato entre as partes.

Segundo Andrade e Rosseti (2014) as condições exigidas das empresas para listagem no Nível 1 são:

- Manutenção em circulação de parcela mínima de ações (*free-float*), representando 25% do capital;
- Além das informações trimestrais (ITRs) e anuais (IANs) obrigatórias por lei, abrir para o mercado as demonstrações consolidadas (DFPs); revisão especial emitida por auditor independente; fluxos de caixa da companhia e do consolidado; quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos controladores, por conselheiros e por diretores executivos indicando sua evolução nos últimos doze meses; quantidade das ações em circulação, por tipo e classe;
- Mecanismos de ofertas públicas de ações que favoreçam a maior dispersão do capital;
- Proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos da companhia, por parte de seus acionistas, controladores ou administradores;

- Nos prospectos de oferta pública de ações, abrir informações sobre descrição dos negócios, processos produtivos e mercados, fatores de risco dos negócios da empresa, avaliação da administração e outros elementos que subsidiem o processo de precificação;
- As demonstrações financeiras anuais no padrão internacional, IFRS;
- Abertura de posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital votante;
- Divulgação dos acordos de acionistas, para compreensão das regras que regem o relacionamento entre os controladores;
- Divulgação dos programas de opções de aquisição de ações destinadas aos administradores (*stock options*).
- Obrigatoriedade de divulgação mensal dos negócios com ações da empresa por parte de controladores, administradores e conselheiros fiscais;
- Realização de pelo menos uma reunião pública anual com analistas de mercado para apresentar a situação econômica e financeira da empresa, seus projetos e perspectivas;
- Disposição para o mercado do calendário anual dos principais eventos corporativos, como assembleias e reuniões de divulgação de resultados;
- Divulgação dos nomes das companhias às quais forem aplicadas penalidades e sanções pela BM&FBOVESPA;
- Adoção obrigatória da Câmara de Arbitragem do mercado.

As exigências a cumprir para as companhias no Nível 2, conforme Andrade e Rosseti (2014), são a regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos dos acionistas minoritários:

- Em caso de venda do controle acionário, extensão da oferta de compra para todos os acionistas detentores de ações ordinárias, com pagamento do mesmo valor de aquisição das ações do grupo de controle. Aos detentores de ações preferenciais, pagamento de no mínimo 80% do valor das ações ordinárias (*tag along*);

- Concessão de direito de voto aos detentores de ações preferenciais, para matérias de alta relevância corporativa, tais como transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outros em que possa haver conflitos de interesses, avaliação de bens que concorram para o aumento de capital e escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, na hipótese de fechamento de capital;
- Oferta pública de aquisição das ações em circulação, tomando por base o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada, selecionada, pela Assembleia Geral, de uma lista indicada pelo Conselho de Administração, sendo a escolha pela maioria absoluta dos votos das ações em circulação, independentemente de sua espécie ou classe;
- Nas companhias em que o controle não é exercido por um acionista controlador formalmente caracterizado, a BOVESPA conduzirá o processo de oferta pública de aquisição de ações para a saída desse segmento de mercado;
- Constituição do Conselho de Administração, por, no mínimo de cinco membros com mandatos de dois anos, sendo a proporção de conselheiros independentes de no mínimo de 20%.

O Novo Mercado, segundo DI MICELLI (2002), exige que as empresas além de se comprometerem com a adoção de todas as exigências do Nível 2, emitam e tenham apenas ações ordinárias, acabando com o papel das ações preferenciais.

Ainda segundo Andrade e Rosseti (2014), embora com os fundamentos, objetivos e pré-requisitos semelhantes aos exigidos para os segmentos de nível 1 e 2, o Novo Mercado é mais voltado para as empresas que venham a abrir capital, de capital aberto que tenham pelo menos quinhentos acionistas e empresas de capital aberto com ações preferenciais que possam convertê-las em ordinárias.

Além dos segmentos de listagens diferenciadas, Nível 1, Nível 2 e do Novo Mercado, a BM&FBOVESPA ampliou as alternativas para o ingresso de novas companhias abertas no mercado de capitais, o BOVESPA Mais que segundo Andrade e Rosseti (2014) neste segmento, criado em 2005, as empresas poderão optar por realização de ofertas iniciais de ações em volumes menores, venda inicial de ações de forma concentrada, registro nesse segmento sem a realização inicial de

oferta de ações, mas ampliando o seu contato com o mercado investidor e assim melhorando as condições para a futura venda de ações.

Ainda segundo Pellini (2005) os requisitos para adesão ao segmento BOVESPA Mais são:

- Quanto ao direito acionário, somente ações ordinárias podem ser emitidas e negociadas, porém é permitida a existência de ações preferenciais; não ter partes beneficiárias; o Conselho de Administração deve ter mandato unificado de dois anos para os conselheiros, permitido a reeleição; *tag along* de 100% para os titulares de ações ordinárias; oferta pública pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou de saída do segmento; e utilização da Câmara de Arbitragem para solução de conflitos societários;
- Quanto à transparência, fornecer informações adicionais ao mercado, tais como fluxo de caixa, posição acionária dos controladores e dos administradores e posições de todo acionista com mais de 5% do capital; calendário anual de eventos corporativos; contratos com partes relacionados; e negócios com ações realizados pelos acionistas controladores;
- Quanto ao *lock up*, liquidez e situação financeira, é vedado à negociação (*lock up*) nos seis meses subsequentes à oferta pública, com exceção a empréstimo de ações para atividades de formador de mercado e estabilização; a partir do sétimo ano de listagem *free float* de, no mínimo 25%; não pode apresentar 5 anos consecutivos de prejuízo e simultaneamente patrimônio líquido negativo nos últimos 3 anos; ou 5 anos consecutivos de patrimônio líquido negativo e não incorrer em prejuízo nos últimos 3 anos; e caso os requisitos econômicos e financeiros não sejam atendidos, o controlador recomprará as ações dos minoritários por oferta pública pelo valor econômico.

Ainda com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, a BM&FBOVESPA criou o BOVESPA Mais Nível 2, idealizado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, possibilitando a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. O segmento BOVESPA Mais Nível 2

permite efetuar a listagem da companhia e a admissão à negociação de ações preferenciais e ordinárias, sem a realização de oferta, e a empresa tem até 7 anos para realizar a oferta pública inicial (IPO - *Initial Public Offering*), ideal para as empresas que desejam acessar o mercado aos poucos.

Quadro 1 – Comparativo dos segmentos de listagem na BOVESPA

	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem		No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra		Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra		Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração	Não há regra		Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação		Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Facultativa		Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório					Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários		Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório				Facultativo	

Fonte: BM&F BOVESPA

## 2.3 DESEMPENHO ECONÔMICO FINANCEIRO

A geração de indicadores de desempenho econômico e financeiro tem como base as Demonstrações Contábeis. Segundo Marion (2013) as demonstrações que compõem um grupo relevante à análise são o Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração dos Fluxos de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado e a Demonstração do Resultado Abrangente, sendo através dos indicadores a realização das análises econômicas e financeiras de uma empresa em determinado período.

Para Costa, Costa e Alvim (2011) a análise econômica e financeira tem como objetivo a extração de informações das demonstrações financeiras e demais relatórios a fim de interpretar qualitativamente o efeito das decisões de investimentos e financiamentos tomados pela empresa.

Conforme Ross (2013) os indicadores permitem comparar relacionamentos entre diferentes partes das informações financeiras. Ainda de acordo a Matarazzo (2010) os indicadores servem como medida dos diversos aspectos econômicos e financeiros das empresas.

Com relação aos tipos de análise Reis (2009) descreve que a análise de demonstrações contábeis abrange aspectos estáticos, que compreende o estudo da situação da empresa em determinado momento e aspectos dinâmicos, preocupando-se com a evolução da empresa e do ritmo de seus negócios. Assim Assaf Neto (2012) informa que o objetivo às análises das demonstrações contábeis consiste na interpretação, comparação e reflexão dos dados econômicos e financeiros das empresas, como forma de verificar a situação de continuidade das atividades empresariais.

De acordo com Assaf Neto (2012) os índices podem ser divididos em grupos homogêneos de análise, composto pelos índices de liquidez, endividamento e rentabilidade. E ainda segundo Bruni (2014) complementa alguns dos principais grupos de indicadores financeiros com os índices de lucratividade e de atividades, também chamados de indicadores de giros e prazos.

No aspecto de comparabilidade, Gitman (2010) destaca que existem dois tipos de comparações na análise por índice, em corte transversal, que envolve a comparação de índices financeiros de diferentes empresas num mesmo período no tempo, no qual pode comparar os índices de seu desempenho com os índices de

desempenho de outras empresas do mesmo setor, *benchmarking*, e ainda a análise por índice de série temporal, que avalia o desempenho ao longo do tempo, comparando o desempenho atual com o passado, permitindo verificar a evolução ou regressão no índice analisado.

### 2.3.1 Liquidez

Segundo Marion (2013) os índices de liquidez são utilizados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa, constituídos por uma apreciação sobre se a empresa tem capacidade de saldar seus compromissos, considerando curto e longo prazo, bem como prazo imediato.

Bruni (2014) ensina que, os indicadores de liquidez estudam a solvência ou a capacidade da empresa em honrar obrigações assumidas, revelando importantes características sobre a forma de atuação da empresa, pois este indicador não está relacionado somente a sua disponibilidade de quitar compromissos diversos, mas também com a rentabilidade e o retorno de seus investimentos.

Para Zdanowicz (2012) a liquidez verifica a viabilidade de administrar adequadamente o ciclo financeiro da empresa (capital de giro) e as estratégias de investimentos e financiamentos na operacionalização da atividade.

Segundo Bruni (2014) os principais índices de liquidez são: liquidez geral, liquidez corrente, liquidez seca e liquidez imediata.

Segundo Marion (2013) a liquidez geral mostra a capacidade de pagamento da empresa no longo prazo, considerando tudo o que ela converterá em dinheiro a curto e longo prazo, relacionando-se com tudo o que já assumiu como obrigação a curto e longo prazo, ou ainda de acordo Assaf Neto (2012) afirma que esse índice retrata a saúde financeira da empresa no longo prazo e é obtido através da seguinte fórmula: 
$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável no Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível no Longo Prazo}}$$

Conforme Silva (2012) a liquidez corrente indica quanto à empresa possui em dinheiro mais bens e direitos realizáveis no curto prazo comparado com suas obrigações a cumprir no mesmo período. Ainda segundo Marion (2013) o índice de liquidez corrente (ILC) tem o objetivo de mostrar a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo, porém ele não demonstra a qualidade dos itens do Ativo Circulante, a sincronização entre os recebimento e pagamentos, podendo dar uma

visão mais pessimista da realidade, pelo fato do estoque estar avaliado a valor de mercado e não de custo. Calcula-se através da fórmula  $\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$ .

Segundo Assaf Neto (2012) a liquidez seca calcula a capacidade de relacionamento dos ativos circulantes de maior liquidez com o total do passivo circulante. Ainda de acordo Ludícibus (2010) é um índice mais conservador por não levar em consideração os estoques do Ativo circulante. A Liquidez Seca calcula-se através da fórmula:  $\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$ .

A liquidez imediata segundo Assaf Neto (2012) revela quanto à empresa possui de disponibilidades imediatas para saldar dívida de curto prazo, passivo circulante. Ainda de acordo Zdanowicz (2012) afirma que esse indicador informa quanto das obrigações de curto prazo podem ser saldadas imediatamente, e calcula-se com a seguinte fórmula:  $\text{Liquidez Imediata} = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$ .

### **2.3.2 Endividamento**

Segundo Bruni (2014) os indicadores de endividamento, também chamados de estrutura de capital, analisam a forma que a empresa escolha para se financiar, onde por um lado o uso de capital de terceiros mais barato permite alavancar a *performance* dos capitais próprios, por outro o desembolso com juros e principal pode comprometer a solvência da empresa, indicando elevação de riscos. Ainda de acordo a Ludícibus (2010) os indicadores de endividamento são quocientes de muita importância, pois indicam a relação de dependência para com terceiros.

Conforme Silva (2014) estes indicadores têm ligação às decisões de financiamento e investimento, sendo base para demonstrar as grandes linhas de decisões financeiras adotadas pela empresa, em termos de obtenção e aplicações de recursos.

De modo geral, segundo Matarazzo (2010) o nível de endividamento e estrutura pode ser identificado por meio de quatro indicadores básicos, os índices de participação de capitais de terceiros, da composição do endividamento, imobilização do patrimônio líquido e imobilização dos recursos não corrente.

Segundo Bruni (2014) a participação de capitais de terceiros sobre capitais próprios indica a forma de expressar a relação entre os recursos colocados por terceiros e investimentos realizados pelos sócios. Calculando na forma de Capital de Terceiros/Patrimônio Líquido.

O índice de composição do endividamento, segundo Assaf Neto (2012), obtido através da divisão do Passivo Circulante pelo Passivo Total demonstra o nível de endividamento no curto prazo. Ainda segundo Bruni (2014) indica que quanto mais elevando for este índice, maiores serão os compromissos da empresa concentrados no curto prazo.

Segundo Bruni (2014) o índice de imobilização do patrimônio líquido representa quanto dos recursos próprios estão aplicados no ativo imobilizado, e segundo Silva (2012) obtemos o índice de imobilização do patrimônio líquido, dividindo o ativo imobilizado pelo patrimônio líquido.

Ainda segundo Bruni (2014) o índice de imobilização dos recursos não correntes amplia as constatações do índice de imobilização do patrimônio líquido, pois analisa o quanto dos recursos de longo prazo, não correntes, está imobilizado, ou seja, obtido através da soma dos investimentos, imobilizado e intangível dividido pela soma do exigível em longo prazo mais patrimônio líquido.

### **2.3.3 Rentabilidade**

Como diz Silva (2014) todo empresário ou investidor espera que o capital investido seja adequadamente remunerado, e por outro lado os financiadores ou fornecedores de capital desejam ter a certeza de que o financiado é capaz de gerar lucro suficiente para remunerar seus ativos e ainda honrar os financiamentos.

Assim de acordo a Bianchi, Wachholz e Moreira (2007) os indicadores de rentabilidade são provavelmente os mais importantes indicadores para uma empresa, pois eles medem a eficiência da utilização de seus recursos tendo como finalidade avaliar o desempenho da empresa em termos de geração de resultados financeiros.

Bruni (2014) salienta que quanto maior o retorno ou rentabilidade de uma operação, geralmente maiores são as possibilidades de criação de valor. Ainda destaca que sob seu ponto de vista não se pode confundir rentabilidade com lucratividade, pois a análise por rentabilidade representa ganho relativo ao

investimento feito na operação e análise por lucratividade entende-se relação entre alguma das diversas medidas possíveis para o lucro, como o lucro bruto, o lucro operacional próprio ou o lucro líquido.

Sendo assim o índice de retorno sobre o investimento (ROI) e o índice de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) são os indicadores de rentabilidade deste estudo.

Segundo Silva (2014) o índice de retorno sobre investimentos, também denominada de taxa de retorno sobre o ativo total (ROA), tem por objetivo medir a eficiência global da alta direção da empresa na geração de lucros com seus investimentos totais.

Assim segundo Bruni (2014) o índice de retorno sobre o investimento (ROI), do inglês *Return On Investment*, é provavelmente o mais importante indicador de análise contábil financeira e representa a relação entre os resultados da entidade e o volume de recursos nela investidos por sócios e terceiros, valor representado pelo ativo total da empresa.

Segundo Silva (2012) o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), *return on equity*, indica quanto de prêmio os acionistas ou proprietários da empresa estão obtendo em relação aos seus investimentos no empreendimento, portanto é o resultado do investidor pelo risco de seu negócio.

Ainda segundo Bruni (2014), o índice de retorno sobre o patrimônio líquido, expressa os resultados globais auferidos pela gerência na gestão de recursos próprios e de terceiros em benefícios dos acionistas. Seu quociente pode ser encontrado através da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido.

Segundo Assaf Neto (2012) o seu resultado pode apresentar interpretações distorcidas e se não for adequadamente comparada, pois quanto mais alto o indicador, maior lucro a empresa obteve em relação aos valores investidos, entretanto comparando ROE com o ROI pode-se chegar à seguinte conclusão: se o primeiro for maior que o segundo ( $ROE > ROI$ ) indica que a empresa toma recursos emprestados no mercado a uma taxa de juros inferior ao retorno da aplicação desse dinheiro.

### 2.3.4 Lucratividade

Segundo Bruni (2014) o produto da lucratividade e do giro resulta na rentabilidade, sendo um dos mais importantes aspectos de estudo da análise econômica financeira. Valores altos de margens de lucro e giro resultam em altas taxas de rentabilidade sendo possíveis indicadores de criação de valor. Ainda segundo Bruni (2014) na análise da lucratividade e rentabilidade nunca podemos esquecer a análise de risco, pois de modo geral altas taxas de retorno podem estar associadas a níveis elevados de risco.

Segundo Costa, Costa e Alvim (2011) por mais paradoxal que possa parecer, uma empresa deve tomar cuidado se suas vendas estão crescendo muito, pois os crescimentos de suas vendas de modo geral consequentes aumentos de receitas é um benefício para a empresa, porém todo benefício está associado a algum tipo de sacrifício, onde uma empresa cresce muito suas vendas ela necessitará realizar novos investimentos que sustentem tal crescimento, desta forma há a necessidade de crescimento do ativo, que deve ser financiado por novos capitais próprios ou de terceiros.

Na opção de separar a análise de lucratividade e rentabilidade na visão de Bruni (2014), os indicadores de lucratividade são: índice de margem bruta, índice de margem operacional, índice de margem líquida e índice de margem do EBTIDA.

Segundo Bruni (2014) o índice de margem bruta (IMB) representa a porcentagem de cada unidade monetária de venda que sobrou, após pela empresa o pagamento de todo o custo dos seus produtos, mercadorias ou serviços. De modo geral, quanto mais alto, melhor a situação financeira da empresa, pois indica custos relativos menores dos produtos ou serviços vendidos.

Ainda segundo Lins e Francisco Filho (2012) o IMB é um indicador que mostra quanto foi gerado de recursos nos negócios da empresa em relação ao total das receitas, calculado através divisão do lucro operacional bruto por vendas líquida.

Para Gitman (2004), a margem operacional identifica a porcentagem de cada unidade monetária de vendas que sobra após todos os custos e despesas operacionais, excluindo os juros e impostos.

Ainda segundo Zdanowicz (2012) a margem operacional é calculada para averiguar qual é o lucro sobre cada valor monetário da receita operacional líquida,

concluindo como relevante a análise, pois representa apenas variáveis da atividade fim da empresa.

Segundo Bruni (2014) a margem líquida representa a porcentagem de cada unidade monetária de venda que sobrou após a empresa ter pago seus produtos, demais despesas e impostos. Ainda destaca que a margem líquida de um negócio invariavelmente depende do ramo que ela está inserida e do giro que ele é capaz de proporcionar.

Bruni (2014) e Ludícibus (2010) destacam que quanto maior a margem líquida, melhor a situação financeira da empresa, porém deve ser complementada por estudo do giro e segundo Matarazzo (2010) a margem líquida pode ser expressa na divisão do lucro líquido pelas vendas líquidas.

Conforme a Bruni (2014) a análise da lucratividade com base nas demonstrações contábeis enfatiza na margem líquida, o desempenho financeiro relativo entre o lucro e as vendas, porém uma alternativa interessante poderia envolver a medida de ganho contábil, lucro líquido, por uma medida que se aproxime do conceito de fluxo de caixa, base na análise da gestão financeira da empresa.

Ainda segundo Bruni (2014) sob o ponto de vista contábil, uma medida adequada a esta análise é o EBTIDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), traduzindo para o português lucro antes de juros, impostos, depreciações e amortizações, LAJIDA, que corresponde a uma medida de fluxo de caixa contábil numa perspectiva mais simplificada, e representaria o quanto a empresa gera de recursos apenas em sua atividade, não considerando gastos não desembolsáveis com depreciação e amortização ou efeitos financeiros e de impostos.

Conforme destaca Assaf Neto (2012) o EBTIDA ou LAJIDA é um indicador muito utilizado no mercado de capitais, que se caracteriza por ser uma medida essencialmente operacional, revelando-se como genuína capacidade de geração de caixa de uma empresa, ou seja, a eficiência financeira determinada pelas estratégias operacionais adotadas e como resultado quanto maior o índice, mais eficiente se apresenta a formação de caixa proveniente dos ativos operacionais.

Porém Lins e Francisco Filho (2012) esclarece que embora seja uma importante informação, deve ser ressaltado que o LAJIDA não representa a geração de caixa da empresa, uma vez que dentro do resultado apresentado ao final de cada

período apurado estão contidos valores em função do pressuposto do regime da competência, neste sentido abordado como potencial de geração de caixa.

Segundo Bruni (2014) podemos calcular este importante indicador do desempenho financeiro de um negócio, abordado como novo índice de lucratividade, através da divisão do EBTIDA pelas vendas líquidas.

### **2.3.5 Análise Horizontal e Vertical**

Ribeiro (2009) destaca complementar a análise realizada por quocientes, com observações oriundas da análise em conjunto dos indicadores de análise horizontal e vertical.

Ainda segundo Ribeiro (2009) a análise por quocientes apresenta dados resultantes da comparação entre itens ou grupos das demonstrações contábeis, porém as análises vertical e horizontal são mais detalhadas, envolvendo todos os itens das demonstrações revelando as falhas responsáveis pelas situações de anomalia da empresa e conforme Silva (2014) apesar de sua simplicidade estas destacam as variações mais importantes no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado do Exercício.

Segundo Silva (2014) a análise horizontal permite analisar a evolução de uma conta ou de um grupo de contas ao longo de períodos sucessivos. Ainda segundo Bruni (2014) a análise horizontal estuda a evolução das contas contábeis ao longo do tempo, onde o ano inicial assume como um valor-base e os demais valores são calculados em relação ao valor do ano-base, ou outra forma seria calcular as variações percentuais em relação ao ano-base.

A análise vertical, segundo Silva (2014) pode ser entendida como a análise da estrutura das demonstrações, pois permite a identificação da representatividade de uma conta dentro do conjunto de contas ao qual pertence no Balanço Patrimonial ou na estrutura da Demonstração do Resultado do Exercício. Ainda segundo Ribeiro (2009) a análise vertical é aquela por meio da qual se compara cada um dos elementos de um conjunto em relação ao total do conjunto.

Diante do exposto, ainda segundo Bruni (2014) destaca que as análises horizontal e vertical consistem nas duas formas mais elementares de análise de demonstrativos financeiros, pois assumem um parâmetro como base, calculando os demais dados analisados em relação ao parâmetro estudado.

### 3 MÉTODOS E PROCEDIMENTOS

Conforme Oliveira (2003) o desenvolvimento de uma pesquisa parte da coleta de dados e informações posteriormente analisadas e interpretadas visando a correta utilização ao objetivo da pesquisa.

Segundo Gil (2008) as pesquisas podem ser classificadas sob o ponto de vista de seus objetivos e dos procedimentos técnicos. Ainda segundo Silva e Menezes (2001) além dos tipos citados as pesquisas podem ser classificadas sob a forma da abordagem do problema.

#### 3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Quanto ao ponto de vista de seus objetivos a pesquisa caracteriza-se como descritiva, pois terá o objetivo de relatar e comparar os dados das empresas analisadas delimitando na forma que seja abordado o trabalho em sua essência.

Segundo Gil (2008) a pesquisa descritiva tem por finalidade observar, registrar e analisar os fenômenos, entretanto sem entrar no mérito do seu conteúdo. Na pesquisa descritiva não há interferência do pesquisador, procurando apenas descobrir com que frequência o fenômeno acontece, ou seja basicamente consiste na coleta de dados através de um levantamento.

Em relação aos procedimentos técnicos utilizou-se o bibliográfico, tendo como base livros, artigos, internet, entre outros de maneira a adquirir conhecimento metodológico ao tema proposta. Outro procedimento técnico utilizado será a pesquisa documental, a qual baseia-se na análise de documentos e demonstrativos publicados pelas empresas estudadas em seus respectivos sites, em especial o site da BM&FBOVESPA.

De acordo com Gil (2008) a pesquisa bibliográfica é desenvolvida a partir de material já publicado, principalmente de livros, artigos de periódicos e internet, tendo como objetivo permitir ao pesquisador o reforço paralelo na análise de suas pesquisas ou manipulação de suas informações, não sendo apenas a repetição do que foi publicado sobre determinado conteúdo, porém propicia o exame de um tema sob nova abordagem.

Segundo Gil (2008) a pesquisa documental é muito semelhante a pesquisa bibliográfica tendo como principal diferença a natureza das fontes. Esta tem por

finalidade conhecer os diversos tipos de documentos e provas existentes sobre conhecimentos científicos, normalmente recebendo tratamento analítico sendo encontrado principalmente em seus locais de origem, tais como relatórios de empresas.

Em relação a forma da abordagem do problema, a pesquisa se caracteriza como quantitativa, pois utiliza-se de técnicas estatísticas através da geração de indicadores econômico e financeiro com base nos demonstrativos e relatórios publicados das companhias analisadas, bem como a quadros e tabelas comparativas quanto a oscilação dos índices e percentuais calculados. Da mesma forma para identificação quanto aos níveis diferenciados no mercado de capital em consequência a aderência as boas práticas de governança corporativa conforme o segmento, foi proposto e classificado estes procedimentos em quadro por empresas analisadas em comparativo ao setor, atrelando estes itens com base nos Relatórios de Administração e quantificando através das características ao segmento no Novo Mercado.

Segundo Richardson (2011) a forma de abordagem do problema pelo método quantitativo caracteriza-se pela quantificação tanto nas modalidades de coleta de dados e informações quanto na utilização e tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, podendo representar a intenção de garantir a precisão dos resultados, evitando distorções de análise e interpretação.

### 3.2 INSTRUMENTOS DE COLETA DE DADOS

Nesta pesquisa, a área foi definida por empresas do setor educacional de capital aberto listadas na Bolsa de Valores (BM&FBOVESPA) selecionadas pelo Patrimônio Líquido. As empresas do segmento educacional com maior patrimônio líquido são Estácio Participações S.A., Gaec Educação S.A. e Kroton Educacional S.A.

Para atendimento e resposta do objetivo do estudo, a pesquisa será caracterizada pelo levantamento dos indicadores econômicos e financeiros com base nas demonstrações consolidadas das empresas supracitadas publicadas no site do BM&FBOVESPA, [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br), tais como o Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício Demonstração do Fluxo de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado dos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014.

Com base nas demonstrações listadas dos respectivos períodos será levantado os indicadores de liquidez, de endividamento, lucratividade e rentabilidade, bem como será realizada as análises vertical e horizontal. Com base na relação dos dados comparativos da empresa isoladamente e o conjunto das empresas do setor educacional será possível efetuar uma análise crítica e objetiva quanto ao desempenho econômico e financeiro das empresas.

Com base nos Relatórios de Administração e outros documentos da Diretoria publicados no site da BM&FBOVESPA dos períodos de 2011, 2012, 2013 e 2014 será realizado a análise das práticas de governança corporativa, classificados através das melhores práticas conforme a classificação no respectivo nível do segmento da BOVESPA Novo Mercado.

### 3.3 TÉCNICAS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS

Após o levantamento e coleta de dados da pesquisa, será realizada a padronização das informações, armazenando-as em tabelas classificadas e segmentadas por empresa com dados comparativos dos períodos do estudo.

Com base na planilha dos indicadores de liquidez, endividamento, lucratividade, rentabilidade e análise vertical e horizontal relaciona os dados estatísticos quanto ao desempenho econômico e financeiro e relação quanto ao desempenho do segmento educacional, sendo possível qualificar a empresa no contexto do mercado onde está inserida. Os indicadores estão contextualizados a partir de seu referencial teórico e atendendo conforme sua definição por índice ou percentual, expostos por tipo, ano e variação.

Da mesma forma com base na planilha das melhores práticas de governança corporativa direcionada a partir do exposto no Quadro 1 – Comparativo dos segmentos de listagem na BOVESPA identifica-se em qual nível as empresas do estudo estão classificadas, qual estágio de atendimento aos itens propostas estão, qual evolução ocorreu nos períodos analisados e quanto o seu direcionamento pode impactar no desempenho.

Em atendimento do objetivo do estudo, com base nas planilhas, dos indicadores econômicos e financeiros das empresas analisadas e do setor e das práticas de governança corporativa podemos relacionar o quanto à governança

corporativa das empresas analisadas impactou no desempenho econômico e financeiro.

## **4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS**

Neste capítulo será abordado individualmente cada empresa objeto deste trabalho nos aspectos de atendimento as boas práticas de governança corporativa, bem como o desempenho econômico e financeiro apurado nos exercícios base do estudo.

### **4.1 ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.**

A Estácio Participações é uma das maiores organizações privadas de ensino superior do Brasil em número de alunos matriculados, demonstrado pelo crescimento gradativo neste item sendo que em 2011 tinha 240 mil alunos, em 2012 271,5 mil alunos, em 2013 tinha 315,7 mil alunos e em 2014 com crescimento de 38,5% em relação ao ano anterior tinha em 31 de dezembro 437,4 mil alunos matriculados em seus cursos de graduação e pós graduação nas modalidades presencial e à distância mantidos pela Companhia.

Foi constituída em 31 de março de 2007 como sociedade anônima de capital aberto e está listada no Novo Mercado da BOVESPA sob o código ESTC3. Possui dezesseis instituições mantenedoras sob seu controle direto ou indireto, constituídas sob a forma de sociedades empresariais de responsabilidade limitada e tem como atividades preponderantes o desenvolvimento, administração de atividades e instituições nas áreas de educação de nível superior, educação profissional e outras áreas associadas à educação.

A Estácio está presente nos principais centros urbanos de todos os estados brasileiros, além do Distrito Federal, e sua rede é formada por uma universidade, sete centros universitários, 36 faculdades e 182 polos de ensino a distância credenciadas pelo MEC com capilaridade nacional representada por 85 unidades.

#### **4.1.1 Governança Corporativa**

Em novembro de 2008 a Estácio aderiu ao Novo Mercado, o mais alto nível de Governança Corporativa do Brasil, desta forma passou a observar as normas e condições previstas no Regulamento do Novo Mercado, tais como: capital social formado exclusivamente por ações ordinárias, eleição de membros independentes

para o Conselho de Administração e solução de conflito através de arbitragem perante a Câmara de Arbitragem do Mercado.

Com a pulverização do capital em outubro de 2010 (80% do *free float*), a Estácio passou a adotar a partir de 2011, práticas de governança, entre as quais se destacam: a adoção do voto a distância, através do sistema Assembleias Online, com o intuito de facilitar e aumentar a participação de acionistas nas Assembleias; a disponibilização do Manual do Acionista para participação nas Assembleias Gerais e a criação de área interna voltada para as práticas de governança corporativa e *compliance*.

Em 2014 passou a adotar o Pedido Público de Procuração visando facilitar a participação de seus acionistas na Assembleia, caso estes não possam comparecer pessoalmente ou não possam ser representados por procurador indicado a seu critério, podem nomear procuradores indicados pela Companhia para auxiliá-los.

Em 2012 tornou-se associada do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e neste ano implementou um Portal de Governança Corporativo, um canal direto de comunicação entre seus administradores, membros do Conselho Fiscal, Comitês de assessoramento ao Conselho de Administração. Através do Portal a Companhia disponibiliza de forma segura todas as informações, atos societários, pautas de reuniões e notícias relevantes, servindo como repositório de documentos para consultas.

O Conselho de Administração da Estácio, com mandato até a Assembleia Geral Ordinária de 2016, é composto por 09 (nove) membros sendo 04 (quatro) deles independentes. Dentro do seu princípio de seguir as melhores práticas de Governança Corporativa, a Estácio adotou um Regimento Interno para o Conselho de Administração.

Visando otimizar a atuação dos Comitês de Assessoramento (não estatutários) e melhor subsidiar o Conselho de Administração a Estácio possui os seguintes comitês e suas atribuições: a) Comitê de Gente e Governança que tem como objetivo auxiliar os membros do Conselho de Administração em quaisquer questões referentes a políticas e normas de recursos humanos, bem como práticas de governança corporativa; b) Comitê de Finanças e Auditoria que auxilia os membros do Conselho de Administração em quaisquer questões referentes às políticas financeiras adotadas pela Companhia, bem como a processos de auditoria interna e externa.; e atento com o objetivo social, c) o Comitê Acadêmico que tem

por objetivo auxiliar os membros do Conselho de Administração em quaisquer questões referentes às atividades de ensino, pesquisa e extensão desenvolvidas pelas instituições mantidas pela Companhia e suas controladas. A existência dos Comitês não implica a delegação de competências ou responsabilidades que competem ao Conselho de Administração.

A Estácio integra o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) participando na composição da carteira com 1,06% de participação.

Na tabela 1 a seguir está demonstrado as principais características do segmento da BOVESPA Novo Mercado e de que forma a Estácio Participações S.A. atende a estes itens:

Tabela 1 - Governança Corporativa Estácio Participações S.A.

Características Segmento Bovespa Novo Mercado		2014	2013	2012	2011
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Somente ON Item 18.1 FR			
Percentual mínimo de Ações Emitidas (free float)	No mínimo 25% de free float	Atende pág. 14 Relatório da Administração	Atende pág. 14 Relatório da Administração	Atende pág. 9 Relatório da Administração	Atende pág. 10 Relatório da Administração
Distribuição pública de ações	Esforços de dispersão acionária	Atende Item 10.7 FR	Atende Item 10.7 FR	Atende Item 10.7 FR	Atende Item 10.7 FR
Vedação a disposições Estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "clausulas pétreas"	Atende Item 12.4 FR	Atende Item 12.4 FR	Atende Item 12.4 FR	Atende Item 12.4 FR
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Atende item 12.6 FR	Atende item 12.6 FR	Atende item 12.6 FR	Atende item 12.6 FR
Vedação à acumulo de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Estatuto Social Art. 14 § 7º			
Demonstrações Financeiras	Publicadas conforme a Legislação e traduzidas para o inglês	Atende - Site BM&F Bovespa			
Auditoria Independente	Demonstrações financeiras auditadas por auditoria independente	Sim - Pricewaterhouse Coopers Auditores	Sim - Pricewaterhouse Coopers Auditores	Sim - Pricewaterhouse Coopers Auditores	Sim - Ernst Young Terco Auditores Independentes S.S.
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Atende Item 20.1 FR	Atende Item 20.1 FR	Atende Item 20.1 FR	Atende Item 20.1 FR
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	Atende item18.1 FR	Atende item18.1 FR	Atende item18.1 FR	Atende item18.1 FR
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Atende item12.5 FR	Atende item12.5 FR	Atende item12.5 FR	Atende item12.5 FR

Elaborado pelo autor

Fonte: Estatuto Social, Formulários de Referência (FR) e Relatório da Administração

#### 4.1.2 Desempenho Econômico e Financeiro

Os dados financeiros utilizados para elaboração da análise consideram o resultado consolidado da Estácio Participações S.A. nos exercícios de 2011, 2012, 2013 e 2014, através das demonstrações Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) e Demonstração do Valor Adicionado (DVA).

As demonstrações financeiras foram preparadas conforme as práticas contábeis adotadas no Brasil e as normas internacionais do relatório financeiro, *International Financial Reporting Standards* (IFRS), e foram devidamente auditadas por auditoria independente com relatório atendendo aos requisitos da BOVESPA no segmento Novo Mercado.

A receita operacional líquida atingiu em 2014 o valor gerado de R\$ 2.404,5 milhões e gradativamente nos períodos de 2012, 2013, 2014 vem crescendo 38,9%, 25,1% e 20,4% em relação aos períodos imediatamente anteriores, demonstrando eficiência na captação e fidelização dos clientes.

Em relação aos custos dos serviços prestados como percentual da receita líquida apresentou gradativamente ganho de eficiência operacional nos períodos analisados demonstrado em indicadores evolutivos dos períodos de 2011, 2012, 2013 e 2014 em percentuais respectivos de 66,7%, 63,4%, 59,9% e atingindo em 2014 o percentual de 57,2%.

Analisando os indicadores de rentabilidade da Estácio, esta apresentou nos períodos analisados evolução no Lucro Bruto, sendo constatado pela margem apresentada em 2011 de 33,3% para a margem de 42,8% no ano de 2014 representando um ganho de 2,7 pontos percentuais sobre o ano de 2013.

Como resultado da evolução da receita operacional líquida bem como a eficiência na aplicação dos custos dos serviços prestados, constatamos na evolução da margem de lucro líquido apresentando um índice de 17,7% em 2014 comparativo ao mesmo indicador de 2011 com percentual de 6,1%. O lucro líquido de 2014 foi de R\$ 425,6 milhões, 73,9% maior que o exercício de 2013.

No ano de 2014, o EBTIDA totalizou R\$ 532,6 milhões, aumento de 66,3% em relação a 2013, e uma margem de 22,2%. A expansão da margem em relação aos anos anteriores reflete o sucesso da gestão de custos e despesas, além da consolidação das Instituições adquiridas.

Outros indicadores de rentabilidade que corroboram a boa gestão econômica da Estácio são o Retorno sobre o Ativo (ROA) com percentual de 12,1%, o Retorno sobre o Investimento (ROI) em 14,3% e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) com percentual de 17,8% todos do ano de 2014, porém com consistente crescimento em relação aos demais períodos analisados.

Tabela 2 – Índices de Rentabilidade e Lucratividade Estácio Participações S.A.

Índices	2014	2013	2012	2011
<b><u>Índices de Rentabilidade e Lucratividade</u></b>				
Retorno do Ativo Total	12,1%	11,4%	8,8%	6,6%
Retorno do Investimento	14,3%	13,7%	11,1%	8,0%
Retorno do Patrimônio Líquido	17,8%	16,1%	15,5%	11,3%
Margem Lucro Bruto	42,8%	40,1%	36,6%	33,3%
Margem Lucro Líquido	17,7%	14,1%	7,9%	6,1%
<b><u>EBTIDA</u></b>				
Dívida líquida (em mil R\$)	-125.908,0	-464.277,0	139.252,0	84.974,0
Ebtida (em mil R\$)	532.585,0	316.372,0	209.899,0	123.036,0
Dívida líquida / Ebitda	-0,24	-1,47	0,66	0,69
Margem EBTIDA	22,1%	18,3%	15,2%	10,7%

Elaborada pelo autor

Fonte: Demonstrações Contábeis e Financeiras Consolidadas

Em relação aos investimentos, o ano de 2014 apresentou um investimento de R\$ 1.167,7 milhões bem superior ao apresentado em anos anteriores, sendo que deste montante 83,8% foi investido na aquisição do Centro Universitário UniSEB (UNISEB Holding e União dos Cursos Superiores SEB Ltda).

Em relação a geração de caixa líquido das atividades operacionais a Estácio oscilou nos períodos analisados, gerando nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014 os valores de R\$ 487,7 milhões, - R\$ 422,6 milhões, R\$ 131,4 milhões e - R\$ 49,0 milhões respectivamente. Ainda de acordo a geração de caixa líquido, nas atividades de investimento a preponderante foi em 2014 que gerou um valor de investimento líquido de – R\$ 1.205,1 milhões. Da mesma forma no aspecto geração de caixa destaca-se o caixa gerado pelas atividades de financiamento em valores de R\$ 758,3 milhões e R\$ 572,2 milhões respectivos aos anos de 2013 e 2014

respectivamente alavancado quase na essência por valores recebidos pela emissão de ações ordinárias e ágio na subscrição das ações.

Analisando a disponibilidade de caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras de liquidez na Companhia destaca-se a evolução de no ano de 2011 o valor de R\$ 169,4 milhões para mais de R\$ 715,1 milhões no ano de 2014.

Na análise dos índices de liquidez destaca-se a consistência dos dados levantados nos períodos do estudo, pois verifica-se como exemplo o de liquidez corrente com índice de 3,66 em 2011 para muito similar em 2014 no índice de 3,70, bem superiores aos apontados em bibliografia como adequado. Este índice demonstra que além do crescimento econômico apontado pelos índices de rentabilidade e lucratividade, uma capacidade consistente e equilibrada de solvência frente aos credores.

Em relação ao endividamento aponta-se redução nos índices de 42,1% em 2011 para 31,9% em 2014 no endividamento geral, sendo assim identificando a redução do comprometimento de seus ativos perante as obrigações de curto e longo prazo. Da mesma forma o bom grau de endividamento pode ser apontado pela demonstração da participação do capital de terceiros na Companhia de 46,8% em 2014, bem inferior aos 72,7% levantados no ano de 2011.

Tabela 3 – Índices de Liquidez e Endividamento Estácio Participações S.A.

<b>Índices</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
<b><u>Índices de Liquidez</u></b>				
Liquidez Corrente	3,70	4,38	2,64	3,66
Liquidez Imediata	1,79	2,55	0,73	1,26
Liquidez Geral	1,49	2,31	1,20	1,28
<b><u>Índices de Endividamento</u></b>				
Endividamento Geral	31,9%	29,0%	43,0%	42,1%
Participação Capital de Terceiros	46,9%	40,9%	75,4%	72,7%
Composição do Endividamento	35,6%	46,7%	36,3%	29,9%
Imobilização dos Recursos Não Correntes	59,1%	38,1%	57,6%	52,7%
Cobertura do Imobilizado	77,0%	46,5%	85,3%	79,5%

Elaborada pelo autor

Fonte: Demonstrações Contábeis e Financeiras Consolidadas

O lucro básico por cada ação ordinária na Estácio foi de R\$ 0,85 em 2011, oscilando para baixo fechando 2012 em R\$ 0,44, porém crescendo para R\$ 0,83 em 2013 e para R\$ 1,36 em 2014, o que demonstra o crescimento e atratividade de investimento principalmente no último exercício.

A ação ordinária da Estácio, ESTC3, fechou no último dia do ano de 2014 no valor de R\$ 23,40 por cada ação ON. Com base neste valor bem como os valores respectivos a cada ano do estudo e com as demonstrações consolidadas aponta-se um valor de mercado da Estácio Participações S.A. no final do exercício de 2014 no valor de R\$ 7.326,2 milhões, em 2013 o valor de R\$ 5.938,7 milhões, em 2012 o valor de R\$ 3.419,8 milhões e em 2011 o valor de R\$ 1.464,9 milhões, ou seja, um crescimento consistente de valor de mercado e consequente potencial de atratividade no mercado de capitais.

Tabela 4 – Índices de Mercado Estácio Participações S.A

Índices	2014	2013	2012	2011
<b><u>Índices de Mercado</u></b>				
Lucro Por Ação	1,36	0,83	0,44	0,85
Índice Preço / Lucro	17,21	24,27	31,18	20,88
Índice Preço / Valor Patrimonial	3,06	3,91	4,84	2,37
Quantidade de Ações ON em 31/12:	313.078.084	293.415.446	247.272.899	82.251.937
Preço por Ação ON (ESTC3) em 31/12:	23,40	20,24	13,83	17,81
Valor Patrimonial por Ação (em R\$)	7,64	5,17	2,86	7,52
Valor Patrimonial (em mil R\$)	2.392.860	1.517.642	707.035	618.935
Valor de Mercado (em mil R\$)	7.326.027	5.938.729	3.419.784	1.464.907

Elaborada pelo autor

Fonte: Demonstrações Contábeis e Financeiras Consolidadas e Formulários de Referência

#### **4.1.3 Governança Corporativa versus Desempenho Econômico Financeiro**

Considerando a inserção ainda no ano de 2008 ao segmento do Novo Mercado observa-se na Estácio Participações S.A. elementos que demonstram evolução quanto ao atendimento das boas práticas de governança corporativa.

Em relação ao desempenho econômico e financeiro observa-se um crescimento consistente em suas receitas bem como técnicas de gerenciamento de

custos e despesas que a levam a ter um aumento gradativo de margem de lucro nos períodos do estudo. Verifica-se ainda consistência em indicadores de liquidez e endividamento o que demonstram um crescimento equilibrado.

## 4.2 GAEC EDUCAÇÃO S.A.

A Gaec Educação S.A., também conhecida como Anima Educação, é uma das maiores organizações educacionais privadas de ensino superior do país. Em 2014 tinha um total de 79 mil alunos matriculados em seus cursos presenciais de graduação, pós-graduação e ensino técnico, apresentando um crescimento de 61,2% em relação ao de 2013 que apresentava um número de 49 mil alunos.

O início do grupo ocorreu em 2007, e está listada no Novo Mercado da BOVESPA desde outubro/2013, anteriormente nos anos de 2011 e 2012 a constituição era como Sociedade Anônima de Capital Fechado. Possui 17 (dezessete) *campi* localizados nos estados de Minas Gerais, São Paulo e Rio de Janeiro distribuídos em uma rede de 3 (três) Centros Universitários e 2 (duas) Faculdades.

A Gaec Educação S.A. é uma sociedade anônima de capital aberto registrada na BOVESPA sob o código ANIM3 que por objeto a participação direta e indireta no capital de empresas que atuam em: a) administração de instituições de ensino e auxílio às atividades de apoio à educação; b) prestação de serviços de ensino em nível superior, incluindo cursos livres, de graduação, pós-graduação, mestrado, doutorado, extensão universitária, especialização, cursos à distância, bem como a realização de pesquisa, seminários, palestras e eventos culturais; e c) organização de congressos, seminários, edição e impressão de livros, jornais e outras publicações e serviços de informação na internet como portais, provedores de conteúdo e outros.

### 4.2.1 Governança Corporativa

Em outubro de 2013 a Gaec aderiu ao Novo Mercado, o mais alto nível de Governança Corporativa do Brasil, desta forma passou a observar as normas e condições previstas no Regulamento do Novo Mercado, tais como: capital social formado exclusivamente por ações ordinárias, eleição de membros independentes

para o Conselho de Administração e solução de conflito através de arbitragem perante a Câmara de Arbitragem do Mercado.

Da mesma forma ao ingresso no Novo Mercado a Gaec adota as práticas de boa governança corporativas recomendadas pelo IBGC, entre as quais as seguintes:

- Contratação de empresa de auditoria independente para a análise de balanços e demonstrativos financeiros;
- Estatuto social claro quanto à forma de convocação das assembleias gerais, competências do conselho de administração e da diretoria, sistema de votação, eleição, destituição e mandato dos membros do conselho de administração e da diretoria;
- Transparência na divulgação dos relatórios anuais da administração;
- Convocações de assembleias gerais e documentação pertinente disponíveis desde a data da primeira convocação, com detalhamento das matérias da ordem do dia, sem a inclusão da rubrica “outros assuntos” e sempre visando à realização de assembleias em horários e locais que permitam a presença do maior número possível de acionistas;
- Fazer constar votos dissidentes nas atas de assembleias ou reuniões, quando solicitado;
- Vedação ao uso de informações privilegiadas e exigência de política de divulgação de informações relevantes; e
- Previsão estatutária de arbitragem como forma de solução de eventuais conflitos entre acionistas e a Companhia.

Ainda, a Gaec possui um comitê não estatutário de governança corporativa, este que assessora o Conselho de Administração no exercício das práticas de governança corporativa.

A Administração da Gaec é composta por um Conselho de Administração de 5 a 7 membros, e eventuais suplentes, se indicados pelos acionistas, residentes ou não no País, eleitos pela Assembleia Geral, dos quais, no mínimo, 20% são membros independentes nos termos do Regulamento de Governança Corporativa do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, e por uma Diretoria com no mínimo 4 (quatro) e no máximo 6 (seis) membros acionistas ou não, residentes no País, eleitos pelo Conselho de Administração, sendo um Diretor Presidente, um Diretor Financeiro, um Diretor de Operações, um Diretor de Novos Negócios e um Diretor de Relações com

Investidores e os demais cujas funções e denominações específicas serão definidas pelo Conselho de Administração, sendo permitida a cumulação de cargos.

O Estatuto Social prevê, ainda, um Conselho Fiscal, de funcionamento não permanente e quando instalado será composto por, no mínimo 3 (três) e no máximo 5 (cinco) membros e seus respectivos suplentes.

A Gaec integra o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) participando na composição da carteira com 0,12% de participação.

Na tabela 5 a seguir está demonstrado as principais características do segmento da BOVESPA Novo Mercado e de que forma a Gaec Educação S.A. atende a estes itens:

Tabela 5 - Governança Corporativa Gaec Educação S.A.

Características Segmento Novo Mercado		2014	2013	2012	2011
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Somente ON Item 18.1 FR	Somente ON Item 18.1 FR	Ingressou no mercado de capitais em outubro/2013 no segmento Novo Mercado. Em 2011 e 2012 Sociedade Anônima de Capital Fechado	
Percentual mínimo de Ações Emitidas (free float)	No mínimo 25% de free float	Atende Item 8.1 FR	Atende Item 8.1 FR		
Distribuição pública de ações	Esforços de dispersão acionária	Atende Item 10.7 FR	Atende Item 10.7 FR		
Vedação a disposições Estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "clausulas pétreas"	Atende Item 12.4 FR	Atende Item 12.4 FR		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Atende item 12.6 FR	Atende item 12.6 FR		
Vedação à acumulo de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Estatuto Social Art. 10 § Único	Estatuto Social Art. 10 § Único		
Demonstrações Financeiras	Publicadas conforme a Legislação e traduzidas para o inglês	Atende - Site BM&F Bovespa	Atende - Site BM&F Bovespa		
Auditoria Independente	Demonstrações financeiras auditadas por auditoria independente	Sim - Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes	Sim - Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes		
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Atende Item 20.1 FR	Atende Item 20.1 FR		
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	Atende item18.1 FR	Atende item18.1 FR		
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Atende item12.5 FR	Atende item12.5 FR		

Elaborado pelo autor

Fonte: Estatuto Social, Formulários de Referência (FR) e Relatório da Administração

#### 4.2.2 Desempenho Econômico e Financeiro

Os dados financeiros utilizados para elaboração da análise consideram o resultado consolidado da Gaec Educação S.A. nos exercícios de 2011, 2012, 2013 e 2014, através das demonstrações Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) e Demonstração do Valor Adicionado (DVA).

As demonstrações financeiras foram preparadas conforme as práticas contábeis adotadas no Brasil e os Padrões Internacionais de Demonstrações Financeiras, *International Financial Reporting Standards* (IFRS), e foram devidamente auditadas por auditoria independente com relatório atendendo aos requisitos da BOVESPA no segmento Novo Mercado nos exercícios de 2013 e 2014.

A receita operacional líquida atingiu em 2014 o valor gerado de R\$ 693,5 milhões e gradativamente nos períodos de 2012, 2013, 2014 vem crescendo 50,3%, 42,5% e 27,3% em relação aos períodos imediatamente anteriores, demonstrando eficiência na captação e fidelização dos clientes.

Em relação aos custos dos serviços prestados como percentual da receita líquida apresentou gradativamente ganho de eficiência operacional nos períodos analisados demonstrado em indicadores evolutivos dos períodos de 2011, 2012, 2013 e 2014 em percentuais respectivos de 69,8%, 58,4%, 55,5% e atingindo em 2014 o percentual de 53,5%.

Analisando os indicadores de rentabilidade da Gaec, esta apresentou nos períodos analisados evolução no Lucro Bruto, sendo constatado pela margem apresentada em 2011 de 30,2% para a margem de 46,5% no ano de 2014 representando um ganho de 2,1 pontos percentuais sobre o ano de 2013.

Como resultado da evolução da receita operacional líquida bem como a eficiência na aplicação dos custos dos serviços prestados, constatamos na evolução da margem de lucro líquido apresentando um índice de 22,9% em 2014 comparativo ao mesmo indicador de 2013 com percentual de 7,3%, bem como se ainda comparado ao indicador de 2011 que apresentou uma margem líquida negativa de 12,6%. O lucro líquido de 2014 foi de R\$ 159,9 milhões, quase 4 vezes maior que o exercício de 2013, apresentado no valor gerado de R\$ 34,0 milhões.

No ano de 2014, o EBTIDA totalizou R\$ 142,7 milhões, aumento de 172,3% em relação a 2013, e uma margem de 20,6%. A expansão da margem em relação aos anos anteriores reflete o sucesso da gestão de custos e despesas, além da consolidação das Instituições adquiridas.

Outros indicadores de rentabilidade que corroboram a boa gestão econômica da Gaec são o Retorno sobre o Ativo (ROA) com percentual de 16,6%, o Retorno sobre o Investimento (ROI) em 21,9% e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) com percentual de 26,7% todos do ano de 2014, porém com consistente crescimento em relação aos demais períodos analisados.

Tabela 6 – Índices de Rentabilidade e Lucratividade Gaec Educação S.A.

Índices	2014	2013	2012	2011
<b>Índices de Rentabilidade</b>				
Retorno do Ativo Total	16,9%	3,9%	9,0%	-13,2%
Retorno do Investimento	21,9%	5,4%	30,2%	-48,1%
Retorno do Patrimônio Líquido	26,7%	7,1%	128,0%	80,3%
Margem Lucro Bruto	46,5%	44,5%	41,6%	30,2%
Margem Lucro Operacional	17,5%	8,6%	10,8%	-2,6%
Margem Lucro Líquido	22,9%	7,4%	7,3%	-12,6%
<b>EBTIDA</b>				
Dívida líquida (em mil R\$)	-6.842,0	-338.955,0	54.110,0	105.228,0
Ebtida (em mil R\$)	142.716,0	52.413,0	44.078,0	2.722,0
Dívida líquida / Ebitda	-0,05	-6,47	1,23	38,66
Margem EBTIDA	20,6%	11,4%	13,6%	1,1%

Elaborada pelo autor

Fonte: Demonstrações Contábeis e Financeiras Consolidadas

Em relação aos investimentos, no ano de 2014 representou a aquisição da Universidade São Judas Tadeu, representando um investimento de R\$ 318,8 milhões bem superior ao apresentado em 2013.

Em relação a geração de caixa líquido das atividades operacionais a Gaec apresentou aumento nos períodos analisados, gerando nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014 os valores de R\$ 87,5 milhões, R\$ 53,8 milhões, R\$ 47,0 milhões e R\$ 6,7 milhões respectivamente. Ainda de acordo com os valores relevantes no contexto a geração de caixa líquido, em 2013 nas atividades de financiamento no valor de R\$ 426,0 milhões respectivo ao aumento de capital.

Analisando de modo geral a disponibilidade de caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras de liquidez na Companhia destaca-se a evolução ocorrida nos anos de 2011 e 2012 nos valores de R\$ 0,8 milhões e R\$ 5,5 milhões respectivamente para os patamares de valor de R\$ 488,7 milhões em 2013, e R\$ 135,9 milhões em 2014, ambas alterações alinhadas ao aumento de capital ocorrida em 2013, bem como aquisição da Universidade no período de 2014.

Na análise dos índices de liquidez destaca-se os apresentados de índice de liquidez corrente em 2013, no índice de 5,04, e em 2014 em índice de 1,93, indicadores bem superiores aos apresentados em 2011 e 2012, de 0,39 e 0,84 respectivamente. Estes índices demonstram que além do crescimento econômico apontado pelos índices de rentabilidade e lucratividade, uma capacidade consistente e equilibrada de solvência frente aos credores nos anos de 2013 e 2014, bem diferente do contexto apresentado nos períodos de 2011 e 2012 que sinalizava uma situação de insolvência. Aos demais indicadores de liquidez seguem a mesma tendência apresentada nos índices de liquidez.

Em relação ao endividamento aponta-se redução nos índices de 116,5% em 2011 para 36,8% em 2014 no endividamento geral, identificando a redução do comprometimento de seus ativos perante as obrigações de curto e longo prazo. Da mesma forma o bom grau de endividamento pode ser apontado pela demonstração da participação do capital de terceiros na Companhia de 58,3% em 2014, cenário bem diferente ao apresentado dos anos de 2011 e 2012 que apresentava uma condição de dependência do capital de terceiros impraticável no mercado financeiro.

Tabela 7 – Índices de Liquidez e Endividamento Gaec Educação S.A.

Índices	2014	2013	2012	2011
<b><u>Índices de Liquidez</u></b>				
Liquidez Corrente	1,93	5,04	0,84	0,39
Liquidez Imediata	0,78	4,19	0,08	0,01
Liquidez Geral	2,71	2,22	1,08	0,86
<b><u>Índices de Endividamento</u></b>				
Endividamento Geral	36,8%	45,0%	93,0%	116,5%
Participação Capital de Terceiros	58,3%	81,8%	1325,3%	-706,7%
Composição do Endividamento	49,9%	29,9%	29,0%	46,2%
Imobilização dos Recursos Não Correntes	74,1%	34,5%	90,0%	146,7%
Cobertura do Imobilizado	95,7%	54,3%	937,1%	-411,4%

Elaborada pelo autor

Fonte: Demonstrações Contábeis e Financeiras Consolidadas

O lucro básico por cada ação ordinária na Gaec foi de R\$ 0,58 em 2013, crescendo para R\$ 1,92 em 2014, o que demonstra o crescimento e atratividade de investimento principalmente no último exercício. Devido ao contexto apresentado nos períodos de 2011 e 2012 ser diferente ao analisado não há parâmetro comparativo a estes anos em relação a 2013 e 2014.

A ação ordinária da Gaec, ANIM3, fechou no último dia do ano de 2014 no valor de R\$ 34,28 por cada ação ON. Com base neste valor bem como o valor apresentado em 2013 e com as demonstrações consolidadas aponta-se um valor de mercado da Gaec Educação S.A. no final do exercício de 2014 no valor de R\$ 2.840,6 milhões e em 2013 o valor de R\$ 1.233,6 milhões. Para fins comparativos aos períodos do estudo, devido ao contexto apontado verifica-se no valor patrimonial da Gaec a evolução pois parte do valor de - R\$ 39,7 milhões em 2011, o valor de R\$ 18,4 milhões em 2012, o valor de R\$ 477,0 milhões em 2013 para o valor patrimonial em 2014 de R\$ 596,3 milhões, um crescimento consistente de valor patrimonial e consequente potencial de atratividade no mercado.

Tabela 8 – Índices de Mercado Gaec Educação S.A

Índices	2014	2013	2012	2011
<b><u>Índices de Mercado</u></b>				
Lucro Por Ação	1,92	0,58	14,92	- 29,42
Índice Preço / Lucro	17,86	36,26	N/D	N/D
Índice Preço / Valor Patrimonial	4,76	2,59	N/D	N/D
Quantidade de Ações ON em 31/12:	82.866.371	58.436.230	1.574.970	1.084.899
Preço/Cotação por Ação ON (ANIM3) em 31/12:	34,28	21,11	N/D	N/D
Valor Patrimonial por Ação (em R\$)	7,20	8,16	11,66	- 36,61
Valor Patrimonial (em mil R\$)	596.302	477.016	18.357	- 39.720
Valor de Mercado (em mil R\$)	2.840.659	1.233.589	N/D	N/D

Elaborada pelo autor

Fonte: Demonstrações Contábeis e Financeiras Consolidadas e Formulários de Referência

### **4.2.3 Governança Corporativa versus Desempenho Econômico Financeiro**

Considerando a inserção em outubro de 2013 no segmento do Novo Mercado, bem como a mudança do contexto societário da Gaec observa-se elementos que demonstram evolução quanto ao atendimento das boas práticas de governança corporativa.

A mudança de contexto mercadológico e societário foi fundamental para observar uma melhora no desempenho econômico e financeiro da Gaec, através de consistência em suas receitas bem como técnicas de gerenciamento de custos e despesas que a levam a ter um aumento gradativo de margem de lucro nos últimos dois períodos do estudo. Verifica-se ainda consistência em indicadores de liquidez e endividamento o que demonstram um crescimento equilibrado para os anos de 2013 e 2014.

### **4.3 KROTON EDUCACIONAL S.A.**

A Kroton Educacional S.A. é hoje a maior organização educacional privada do Brasil em alunos matriculados, demonstrado pelo crescimento gradativo neste item sendo que em 2011 tinha 253 mil alunos, em 2012 410 mil alunos, em 2013 tinha 519 mil alunos e em 2014 com crescimento de 90,0% em relação ao ano anterior que contava com 986 mil alunos matriculados em seus cursos de graduação, ensino técnico e ensino preparatório nas modalidades presencial e à distância mantidos pela Companhia. Além destes em 2014 a Kroton possui 290 mil alunos na educação básica através da oferta de seu Sistema de Ensino que, neste ano atendeu 876 escolas privadas do Brasil.

A Kroton é uma sociedade anônima de capital aberto e está listada no Novo Mercado da BOVESPA sob o código KROT3. No segmento de Ensino Superior tem como atividades cursos de graduação e pós-graduação oferecidos de forma presencial e a distância. Na Educação Básica a principal atividade é a oferta por meio da Rede Pitágoras, de coleções didáticas, treinamento de professores, avaliação educacional e outros serviços para escolas privadas de Educação Infantil, Ensino Fundamental e Ensino Médio.

A Kroton está presente em todos os estados brasileiros, e sua rede é formada por 130 (cento e trinta) unidades de Ensino Superior e seus 726 (setecentos

e vinte e seis) polos ativos de graduação de Ensino a Distância, com uma trajetória de mais de 45 anos na prestação de serviços no Ensino Básico e de mais de 10 anos no Ensino Superior.

Como fato relevante no período de estudo destaca-se aprovação por Assembleia de Acionistas em julho de 2014, bem como pelo CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) a fusão das empresas Kroton e da Anhanguera com incorporações de ações. Outros fatos destaca-se a aquisição da Unopar (Universidade Norte do Paraná) em 2011 e em maio de 2012 da Uniasselvi.

#### **4.3.1 Governança Corporativa**

Buscando aperfeiçoar o seu padrão de Governança Corporativa em dezembro de 2012 a Kroton migrou suas ações para o Novo Mercado, o mais alto nível de Governança Corporativa do Brasil, desta forma passou a observar as normas e condições previstas no Regulamento do Novo Mercado, tais como: capital social formado exclusivamente por ações ordinárias, eleição de membros independentes para o Conselho de Administração e solução de conflitos societários através de arbitragem perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, item conforme o artigo 44 do Estatuto Social.

Como destaque a Kroton, no Novo Mercado, passou a ser uma *Full Corporation*, ou seja, não possui um bloco de controle no comando da Companhia e disponibiliza as demonstrações financeiras trimestrais e anuais no idioma inglês e com base nos princípios de contabilidade internacionalmente aceitos.

Com a migração a companhia passou a possuir suas ações, KROT3, listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, segmento com as melhores práticas de Governança Corporativa. Além disso a Kroton possui a suas ações listadas na Bolsa de Nova Iorque sob o símbolo KROTY.

O Conselho de Administração, que responde pela orientação geral dos negócios, foi ampliado a partir da fusão com a Anhanguera e passou a contar com 13 (treze) membros, sendo 3 (três) independentes. Anteriormente a fusão nos anos de 2012 e 2013 o Conselho de Administração era composto por 9 (nove) e 11 (onze) membros respectivamente, sendo a mesma quantidade de independentes ao ano de 2014.

A Companhia conta com 4 (quatro) comitês consultivos, Comitê Financeiro e de Recursos Humanos, Comitê de Auditoria, Comitê Acadêmico e Institucional e Comitê de Responsabilidade Social. A função principal dos comitês é propiciar ao Conselho de Administração os elementos e subsídios necessários ao processo decisório e de apoiar a Diretoria da Companhia nas políticas aprovadas pelo seu Conselho de Administração.

A Companhia conta ainda com um Conselho Fiscal composto por 3 (três) membros responsáveis por fiscalizar as atividades da administração, rever as demonstrações financeiras e reportar as conclusões aos acionistas. Por fim, a Companhia possui uma área de Controles Internos que tem a missão de avaliar e informar ao Conselho de Administração, através do Comitê de Auditoria, sobre a efetividade do gerenciamento dos riscos e dos processos de governança, bem como adequação dos controles gerenciais e do cumprimento das normas descritas no Código de Conduta Interno.

A Companhia continuou avançado no aprimoramento de sua estrutura de *compliance*, onde em 2013 realizou uma série de atividades como, análise geral de riscos, revisão do processo de negócios com foco na implementação de controles e auditorias internas para garantir a aderência as normas e procedimentos definidos pela Kroton. Ainda na estrutura de *compliance* em 2014 com a criação do canal de denúncia, Canal Confidencial Kroton, e a revisão do Código de Conduta.

Com o objetivo de manter a transparência sobre os negócios e o desempenho da Companhia, a Área de Relações com Investidores (RI) realizou em torno de 25 (vinte e cinco) eventos com a comunidade financeira considerando conferências com analistas e investidores nacionais e internacionais, *road shows* no Brasil e exterior para cada ano de 2013 e 2014.

A Kroton integra o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado (IGC-NM) participando na composição da carteira com 3,66% de participação.

Na tabela 9 a seguir está demonstrado as principais características do segmento da BOVESPA Novo Mercado e de que forma a Kroton Educacional S.A. atende a estes itens:

Tabela 9 - Governança Corporativa Kroton Educacional S.A.

Características Segmento Novo Mercado		2014	2013	2012	2011
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Somente ON Item 18.1 FR	Somente ON Item 18.1 FR	Somente ON Item 18.1 FR	E m 2 0 1 1  l i s t a d a  n o  N í v e l  2  d a  B o v e s p a
Percentual mínimo de Ações Emitidas (free float)	No mínimo 25% de free float	Atende Item 4.2 FR	Atende Item 4.2 FR	Atende Item 4.2 FR	
Distribuição pública de ações	Esforços de dispersão acionária	Atende Item 10.7 FR	Atende Item 10.7 FR	Atende Item 10.7 FR	
Vedação a disposições Estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "clausulas pétreas"	Atende Item 12.4 FR	Atende Item 12.4 FR	Atende Item 12.4 FR	
Composição do Conselho de Administração	Minimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Atende item 12.6 FR	Atende item 12.6 FR	Atende item 12.6 FR	
Vedação à acumulo de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Estatuto Social Art. 13 § Único	Estatuto Social Art. 13 § Único	Estatuto Social Art. 13 § Único	
Demonstrações Financeiras	Publicadas conforme a Legislação e traduzidas para o inglês	Atende - Site BM&F Bovespa	Atende - Site BM&F Bovespa	Atende - Site BM&F Bovespa	
Auditoria Independente	Demonstrações financeiras auditadas por auditoria independente	Sim - Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes	Sim - Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes	Sim - Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes	
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Atende Item 20.1 FR	Atende Item 20.1 FR	Atende Item 20.1 FR	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	Atende item18.1 FR	Atende item18.1 FR	Atende item18.1 FR	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Atende item12.5 FR	Atende item12.5 FR	Atende item12.5 FR	

Elaborado pelo autor

Fonte: Estatuto Social, Formulários de Referência (FR) e Relatório da Administração

#### 4.3.2 Desempenho Econômico e Financeiro

Os dados financeiros utilizados para elaboração da análise consideram o resultado consolidado da Kroton Educacional S.A. nos exercícios de 2011, 2012, 2013 e 2014, através das demonstrações Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) e Demonstração do Valor Adicionado (DVA).

As demonstrações financeiras foram preparadas conforme as práticas contábeis adotadas no Brasil e as normas internacionais do relatório financeiro,

*International Financial Reporting Standards* (IFRS), e foram devidamente auditadas por auditoria independente com relatório atendendo aos requisitos da BOVESPA no segmento Novo Mercado.

Como informação relevante a conclusão nos períodos do estudo, todos os dados operacionais e financeiros a partir do 3º trimestre de 2014 consideram os impactos da fusão com a Anhanguera, desta forma em decorrência da incorporação das ações da Anhanguera em 3 de julho de 2014, as demonstrações contemplam doze meses das operações da Kroton e seis meses das operações da Anhanguera. Este fato deve ser considerado nas análises comparativas dessas demonstrações financeiras.

A receita operacional líquida atingiu em 2014 o valor gerado de R\$ 3.774,5 milhões e gradativamente nos períodos de 2012, 2013, 2014 vem crescendo 87,2%, 43,4% e 91,3% em relação aos períodos imediatamente anteriores, demonstrando eficiência na captação e fidelização dos clientes, por exemplo em 2011 gerava receita operacional líquida de R\$ 734,6 milhões.

Em relação aos custos dos serviços prestados como percentual da receita líquida apresentou gradativamente ganho de eficiência operacional nos períodos analisados demonstrado em indicadores evolutivos dos períodos de 2011, 2012, 2013 e 2014 em percentuais respectivos de 67,2%, 54,3%, 45,8% e atingindo em 2014 o percentual de 43,5%.

Analisando os indicadores de rentabilidade da Estácio, esta apresentou nos períodos analisados evolução no Lucro Bruto, sendo constatado pela margem apresentada em 2011 de 32,8% para a margem de 56,5% no ano de 2014 representando um ganho de 2,3 pontos percentuais sobre o ano de 2013.

Como resultado da evolução da receita operacional líquida bem como a eficiência na aplicação dos custos dos serviços prestados, constatamos na evolução da margem de lucro líquido apresentando um índice de 26,5% em 2014 comparativo ao mesmo indicador de 2011 com percentual de 5,1%. O lucro líquido de 2014 foi de R\$ 1.000,6 milhões, 93,7% maior que o exercício de 2013.

No ano de 2014, o EBTIDA totalizou R\$ 1.290,6 milhões, aumento de 93,5% em relação a 2013, e uma margem de 34,2%. A expansão da margem em relação aos anos anteriores reflete o sucesso da gestão de custos e despesas, além da consolidação das Instituições adquiridas em 2011, 2012 e em especial a Anhanguera em 2014.

Outros indicadores de rentabilidade verificados da Kroton são o Retorno sobre o Ativo (ROA) com percentual de 6,5%, o Retorno sobre o Investimento (ROI) em 8,1% e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) com percentual de 8,7% todos do ano de 2014. Estes indicadores são inferiores aos apresentados em 2013 com ROA de 12,7%, ROI de 16,3% e ROE de 19,7%, devido a alavancagem de Ativo e Passivo verificados através da aquisição da Anhanguera, porém ainda com consistente indicador em relação aos demais períodos analisados.

Tabela 10 – Índices de Rentabilidade e Lucratividade Kroton Educacional S.A.

Índices	2014	2013	2012	2011
<b>Índices de Rentabilidade</b>				
Retorno do Ativo Total	6,5%	12,7%	5,3%	1,3%
Retorno do Investimento	8,1%	16,3%	7,2%	1,8%
Retorno do Patrimônio Líquido	8,7%	19,7%	9,0%	2,5%
Margem Lucro Bruto	56,5%	54,2%	45,7%	32,8%
Margem Lucro Operacional	27,6%	27,7%	17,3%	5,1%
Margem Lucro Líquido	26,5%	25,6%	14,4%	5,1%
<b>EBTIDA</b>				
Dívida Líquida (em mil R\$)	491.354,0	130.288,0	339.821,0	413.921,0
Ebitda (em mil R\$)	1.290.585,0	666.962,0	328.991,0	82.171,0
Dívida Líquida / Ebitda	0,38	0,20	1,03	5,04
Margem EBTIDA	34,2%	33,1%	23,4%	11,2%

Elaborada pelo autor

Fonte: Demonstrações Contábeis e Financeiras Consolidadas

Em relação aos investimentos, em 3 de julho de 2014, a operação de aquisição de ações da Anhanguera Educacional Participações S.A. pela Companhia foi aprovada pelas respectivas Assembleias Gerais Extraordinárias, passando a Anhanguera Educacional Participações S.A. a ser uma controlada da Kroton. Em decorrência da aquisição e incorporação das ações da Anhanguera, foram emitidas 135.362.103 ações ordinárias escriturais nominativas e sem valor nominal de emissão da Companhia que foram atribuídas aos acionistas da Anhanguera, como consequência esta passou a ser uma controlada da Kroton.

O aumento do capital social da Companhia foi de R\$ 2.327,3 milhões, correspondente ao patrimônio líquido contábil da Anhanguera em 31 de dezembro de 2013, conforme laudo de avaliação emitido por avaliadores independentes. A

diferença entre o valor total de aquisição e o valor atribuído ao capital social de R\$ 5.981,2 milhões foi contabilizada como reserva de capital.

O valor total da aquisição foi determinado com base no valor da cotação de mercado da ação da Companhia na data da aquisição, em 3 de julho de 2014, no valor total de preço da aquisição de R\$ 8.308,5 milhões. A alocação do preço de aquisição e os saldos preliminares a valor justo da Anhanguera, que resultam em ativos líquidos no valor de R\$ 2.999,2 milhões. O excesso do preço de aquisição sobre o valor justo classificado preliminarmente, foi atribuído como ágio e resultaram no valor de R\$ 5.309,4 milhões.

Ao demais investimentos, além da aquisição da Anhanguera, em imobilizado em 2014 apresentou um investimento de R\$ 277,9 milhões superior em 91,0% ao apresentado em 2013 e superior aos demais períodos do estudo.

Em relação a geração de caixa líquido das atividades operacionais a Kroton apresentou crescimento nos períodos analisados, gerando nos anos de 2011, 2012, 2013 e 2014 os valores de R\$ 1.204,9, R\$ 559,6 milhões, R\$ 314,2 milhões e - R\$ 16,4 milhões respectivamente. Ainda de acordo a geração de caixa líquido, nas atividades de financiamento destaca-se em 2014 que gerou um valor de financiamento líquido de – R\$ 953,4 milhões em especial pelo pagamento de dividendos aos acionistas da Anhanguera conforme a combinação do negócio.

Num aspecto geral, nas atividades operacionais com capacidade de gerar caixa na operação, com grau de investimento e sem a necessidade premente de financiamento, a Kroton manteve a capacidade de geração de caixa nos períodos analisados, gerando em caixa e equivalentes em 2011 o valor de R\$ 125,2 milhões, em 2012 o valor de R\$ 64,3 milhões, em 2013 R\$ 203,3 milhões e em 2014 gerou o valor de R\$ 31,8 milhões.

Analisando de modo geral a disponibilidade de caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras de liquidez na Companhia destaca-se a evolução de no ano de 2011 ao valor de R\$ 151,3 milhões para R\$ 450,8 milhões no ano de 2014.

Na análise dos índices de liquidez destaca-se a evolução dos dados levantados nos períodos do estudo, pois verifica-se como exemplo o de liquidez corrente com índice de 0,78 em 2011 para superior em 2014 com índice de 1,53, superior aos apontado em bibliografia como adequado. Em relação ao apresentado na liquidez geral da Kroton a evolução ficou evidente na apresentação do índice de 1,99 em 2011 para 3,83 em 2014.

Estes índices demonstram que além do crescimento econômico apontado pelos índices de rentabilidade e lucratividade, a Kroton apresentou evolução equilibrada na capacidade de solvência frente aos credores.

Em relação ao endividamento aponta-se redução nos índices de 50,3% em 2011 para 26,1% em 2014 no endividamento geral, sendo assim identificando a redução do comprometimento de seus ativos perante as obrigações de curto e longo prazo. Da mesma forma o bom grau de endividamento pode ser apontado pela demonstração da participação do capital de terceiros na Companhia de 35,3% em 2014, bem inferior aos 101,1% levantados no ano de 2011.

Tabela 11 – Índices de Liquidez e Endividamento Kroton Educacional S.A.

Índices	2014	2013	2012	2011
<b>Índices de Liquidez</b>				
Liquidez Corrente	1,53	1,74	1,47	0,78
Liquidez Seca	1,50	1,71	1,42	0,75
Liquidez Imediata	0,48	0,87	0,59	0,26
Liquidez Geral	3,83	2,79	2,46	1,99
<b>Índices de Endividamento</b>				
Endividamento Geral	26,1%	35,8%	40,6%	50,3%
Participação Capital de Terceiros	35,3%	55,8%	68,5%	101,1%
Composição do Endividamento	23,4%	32,8%	24,0%	39,1%
Imobilização dos Recursos Não Correntes	91,9%	85,5%	88,8%	98,4%
Cobertura do Imobilizado	116,7%	117,5%	135,1%	158,9%

Elaborada pelo autor

Fonte: Demonstrações Contábeis e Financeiras Consolidadas

O lucro básico por cada ação ordinária da Kroton foi de R\$ 0,11 em 2011, aumentando para R\$ 0,19 em 2012, ainda crescendo em 2013 com R\$ 0,48 e fechando o ano de 2014 com o valor de R\$ 0,74 de lucro básico, o que demonstra o crescimento e atratividade de investimento principalmente no último exercício.

Em 2011 a Kroton estava ingressa no segmento nível 2 da BOVESPA e possuía ações preferenciais, porém com o ingresso em 2012 no Novo Mercado passou a oferecer apenas ações ordinárias e atribuiu a as ações preferenciais a regra 1/6, ou seja, grupamento de 1 ação ordinária para cada 6 ações preferenciais.

A ação ordinária da Kroton, KROT3, fechou no último dia do ano de 2014 no valor de R\$ 15,32 por cada ação ON. Com base neste valor bem como os valores

respectivos a cada ano do estudo e com as demonstrações consolidadas aponta-se um valor de mercado da Kroton Educacional S.A. no final do exercício de 2014 no valor de R\$ 20.582,8 milhões, em 2013 o valor de R\$ 10.170,8 milhões, em 2012 o valor de R\$ 24.302,2 milhões e em 2011, listada no nível 2 da BOVESPA e com ações sob o código KROT11, o valor de R\$ 6.208,1 milhões. Analisando os valores em especial ao atribuído em 2011 para o apresentado em 2014 observa-se um crescimento consistente de valor de mercado e conseqüente potencial de atratividade no mercado de capitais.

Tabela 12 – Índices de Mercado Kroton Educacional S.A

Índices	2014	2013	2012	2011
<b>Índices de Mercado</b>				
Lucro Por Ação	0,74	0,48	0,19	0,11
Índice Preço / Lucro	20,57	19,69	120,28	166,10
Índice Preço / Valor Patrimonial	1,80	3,88	10,82	4,21
Quantidade de Ações ON em 31/12:	1.343.523.000	1.074.000.000	1.072.000.000	337.580.000
Preço por Ação ON (KROT3) em 31/12 (em R\$)	15,32	9,47	22,67	18,39
Valor Patrimonial por Ação (em R\$)	8,52	2,44	2,10	4,37
Valor Patrimonial (em mil R\$)	11.446.408	2.618.689	2.246.204	1.475.331
Valor de Mercado (em mil R\$)	20.582.772	10.170.780	24.302.240	6.208.096

Elaborada pelo autor

Fonte: Demonstrações Contábeis e Financeiras Consolidadas e Formulários de Referência

#### 4.3.3 Governança Corporativa versus Desempenho Econômico Financeiro

Considerando a inserção em 2011 ao segmento do Novo Mercado observa-se na Kroton Educacional S.A. elementos que demonstram evolução quanto ao atendimento das boas práticas de governança corporativa.

Em relação ao desempenho econômico e financeiro observa-se um crescimento consistente em suas receitas bem como técnicas de gerenciamento de custos e despesas que a levam a ter um aumento gradativo de margem de lucro nos períodos do estudo. Verifica-se ainda consistência em indicadores de liquidez e endividamento o que demonstram um crescimento equilibrado.

Com grande potencial de investimentos nos períodos analisados através de aquisições de outras empresas, alavancou o seu valor de mercado e atratividade de

investimentos demonstram a maturidade no desempenho e governança da Companhia.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo apresenta primeiramente uma abordagem bibliográfica quanto aos aspectos de boas práticas de governança corporativa recomendadas em especial pelo IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e atribuídas as empresas listadas no segmento Novo Mercado da BOVESPA.

Ao resultado da aplicação das boas práticas nas empresas do ramo de serviços educacionais listadas na BOVESPA, a Estácio Participações S.A., Gaec Educação S.A. e Kroton Educacional S.A. e suas respectivas demonstrações contábeis e financeiras consolidadas dos períodos de 2011, 2012, 2013 e 2014 observou-se a partir das respectivas adesões ao novo mercado um alinhamento adequado as características das boas práticas de governança corporativa.

Em relação ao desempenho econômico e financeiro observou-se crescimento de receita e fidelização dos clientes, da mesma forma as Companhias do estudo demonstraram um crescimento nas práticas de gerenciamento dos custos gerando crescimentos gradativos de margens líquidas.

Da mesma forma além do crescimento de rentabilidade e lucratividade em suas operações, tanto Estácio, Gaec e Kroton apresentaram um crescimento empresarial demonstrado de modo geral pela evolução dos indicadores de liquidez, demonstrando companhias solventes perante aos seus credores, e indicadores de endividamento, e companhias com equilibrado nível de comprometimento de seus ativos.

Diante das constatações ao objeto do estudo verificou-se nas empresas analisadas evolução tanto no atendimento as boas práticas de governança corporativa no segmento Novo Mercado da BOVESPA em todos os níveis tático, estratégico e operacional sendo objeto de atratividade aos investidores no mercado de capitais, bem como as companhias apresentaram crescimento econômico e financeiro em suas operações evolutivas nos períodos do estudo. Porém cabe ressaltar, devido à falta de abordagem neste estudo de outro fatores de mercado que podem consolidar resultados operacionais satisfatórios aos administradores e acionistas neste segmento, tais como priorização de educação pela sociedade, necessidade da demanda no mercado de trabalho por capacitação dos recursos humanos, indicadores de qualidade do serviço prestado com base aos propostos pelo Ministério da Educação com esta finalidade, programas e incentivos a educação

por parte do Governo Federal, item este muito difundido nos Relatórios de Administração das companhias em especial ao ensino superior, e principalmente diversidade nos cenários econômico e político aos encontrados no período deste estudo, não foi possível ser conclusivo quanto a causa efeito na relação de maturidade na governança corporativa ao desempenho econômico e financeiro.

Diante a estes fatores e variáveis apresentados e considerando o pouco tempo de maturação da Governança Corporativa no Brasil, bem como o curto período analisado neste estudo, sugere-se um estudo objetivando a evolução da Governança Corporativa nas empresas analisadas com maior abrangência nos períodos tanto ao início destas empresas no mercado educacional abordando suas características societárias e evolução, como também nos períodos posteriores ao deste estudo verificando a consolidação dos resultados econômicos e financeiros em contra partida a diversidade nos cenários econômico e político.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. **Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BIANCHI, M.; WACHHOLZ, C.; MOREIRA, L. J. **O impacto da Prática de Governança Corporativa na Eficácia Organizacional: o caso do Bradesco S/A**. In: Encontro da ANPAD, 31, Rio de Janeiro, 2007.

BOOZ&Co.; INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Panorama da governança corporativa no Brasil**. São Paulo: Booz&Co. e IBGC, 2010.

BRASIL, Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br) acesso em 25/07/2015.

BRASIL, Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.

[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br) acesso em 02/08/2015.

BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira, v4**. São Paulo: Atlas, 2014.

CADBURY, Adrian. **The future of governance: the rules of the game**. Journal of General Management, v.24, 1999.

CADBURY COMMITTEE. *The report of the committee on financial aspects of corporate governance*. Londres: Cadbury Committee, Dec. 1992.

CLAESSENS, S.; FAN, P. J. *Corporate governance and investment policy*. Pittsburgh: Center for Research on Contracts and the Structure of Enterprise. Working paper, 1996.

**Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa IBGC** – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, jun.2002.

COSTA, Luiz Guilherme Tinoco Aboim. COSTA, Luiz Rodolfo Tinoco Aboim. ALVIM, Marcelo Arantes. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

DI MICELI, A. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2002.

EDITORA CAPITAL ABERTO LTDA. **Investindo em Educação**. Ed. 49. São Paulo, 2007. <http://capitalaberto.com.br/edicoes/bimestral/edicao-49/investindo-em-educacao/> acesso em 30/11/2015.

FAMA, Eugene, JENSEN, Michael. *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, v. 26, June, 1983.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GITMAN, Lawrence J.. **Princípios de Administração Financeira – essencial**. 2. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

GITMAN, Lawrence J. Tradução: Allan Vidigal Hastings. Revisão Técnica Jean Jacques Salim. **Princípios de Administração Financeira**. 12. Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Strategic management: competitiveness and globalization**. Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing, 2001.

IUDÍCIBUS, Sergio de. **Análise de Balanços**. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

LEAL, Edvalda Araujo; FAMÁ, Rubens. **Governança nas Organizações do Terceiro Setor: Um estudo de caso**. Uberlândia, 2007.

LINS, L. S.; FRANCISCO FILHO, J. **Fundamentos e Análise das Demonstrações Contábeis: Uma abordagem interativa**. São Paulo: Atlas, 2012.

LODI, J. B. **Governança Corporativa – O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis contabilidade empresarial**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2013.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços. Abordagem Básica e Gerencial**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATHIESEN. **Management ownership and financial performance**. PhD dissertation series 18.2002. Copenhagen Business School, 2002.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. 3.ed. **Corporate governance**. Oxford: Blackwell, 2004.

OECD. **OECD principles of corporate governance**. Paris: OECD, 1999.

OLIVEIRA, A. B. S. **Métodos e técnicas de pesquisa em contabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2003.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Governança corporativa na prática: integrando acionistas, conselho de administração e diretoria executiva na geração de resultados**. São Paulo: Atlas, 2006.

PELLINI, Patrícia. **Documento de divulgação do segmento MAIS**. São Paulo: BOVESPA, Gerência de Desenvolvimento de Empresa, maio 2005.

REIS, A.C. de R. **Demonstrações Contábeis: estrutura e análise**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

RIBEIRO, Osni Moura. **Estrutura e análise de balanços fácil**. 8 ed. Ampliada e atualizada. São Paulo: Saraiva, 2009.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: Métodos e Técnicas**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

ROSS, Jordan Westerfield. **Fundamentos de Administração Financeira**. 9 ed. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda, 2013.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **A survey of corporate governance**. Journal of Finance. v. 52, 1997.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas empresas**. São Paulo: Atlas, 2012.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 3. ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 11 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SILVA, Alexandre Alcantara da. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.

VIEIRA, S.P.; MENDES, A.G.S.T. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro**. Revista do BNDES, v. 11, n. 22, dez. 2004.

WILLIAMSON, O. E. ***The mechanisms of governance***. Oxford: Oxford University Press, 1996.

ZDANOWICZ, José Eduardo. **Finanças Aplicadas para Empresas de Sucesso**. São Paulo: Atlas, 2012.

[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br) acesso 01/08/2015 Serviços – Soluções para empresas - Segmentos de listagem – BOVESPA Mais Nível 2