



1290003767

TCC/UNICAMP  
It6d  
1290003767/IE

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS



**Viviane Midori Ito**

**“O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro:  
conseqüências da abertura de capital para as empresas  
de ensino superior (2004 - 2007)”**

Trabalho de Monografia apresentada à banca  
examinadora em Dezembro de 2008.  
Graduação em Ciências Econômicas da  
UNICAMP

**Orientador:** Prof<sup>o</sup> André Martins Biancareli

Campinas

Dezembro

2008

TCC/UNICAMP  
It6d  
1290003767/IE

CEDOC/IE/UNICAMP

20090571

## Resumo

O presente trabalho pretende discutir as transformações ocorridas no mercado de capitais brasileiro nos últimos quatro anos. O aumento do número de ofertas públicas e o incremento da capitalização do mercado são fatos que não podem ser ignorados. Com a atual classificação do país como *investment grade*, o desenvolvimento já observado do mercado gera diversas discussões sobre seu potencial de expansão. A idéia do mercado de ações como alternativa ao financiamento das empresas é uma delas. Partindo do que alguns chamam de “revolução do mercado de capitais”, tentaremos desdobrar as conseqüências (ainda não amadurecidas) do *boom* de ofertas públicas iniciais (IPO's) ocorrido no último ciclo de liquidez internacional. Na tentativa de restringir o campo de pesquisa, optamos pela escolha de um setor específico, o de ensino superior. As questões a serem respondidas são: em que medida a abertura de capital transformou o setor em questão e qual o destino dos recursos captados na bolsa.

Antes, acreditamos ser importante fazer uma ponderação. A crise financeira internacional será tratada com mais calma apenas na conclusão. Isto porque, os dados mencionados antecedem à explosão da crise que afetou, não exclusivamente, o mercado de capitais brasileiro.

**Palavras-chave:** mercado de capitais brasileiro – IPO's – abertura de capital - ensino superior

## Índice

<b>Introdução.....</b>	<b>04</b>
------------------------	-----------

### **Capítulo 1: Mercado de Capitais Brasileiro**

1.1	Introdução.....	06
1.2	Capitalização de Mercado.....	07
1.3	Participação dos Investidores Estrangeiros.....	09
1.4.	Mercado de Capitais: financiamento de longo prazo?.....	11
	- 1.4.1 Mercado de Renda Fixa (Debêntures) .....	11
	- 1.4.2 Mercado de Ações.....	13
1.5.	IPO (Initial Public Offering).....	15
1.6	Conclusão.....	17

### **Capítulo 2: O setor de educação superior brasileiro**

2.1.	Introdução .....	19
2.2.	Posição Mundial .....	20
2.3	Panorama Brasileiro.....	21
2.4	Empresas pioneiras – Mudanças Estruturais e Destinação de Recursos.....	25
	2.4.1 Estácio Participações S.A.....	26
	2.4.1.1 Estratégia e destinação de recursos.....	26
	2.4.1.2 Resultado do Segundo Trimestre de 2008.....	27
	2.4.2 Kroton Educacional S.A.....	30
	2.4.2.1 Estratégia e destinação de recursos.....	30
	2.4.2.2 Resultado do Segundo Trimestre de 2008.....	31
	2.4.3 SEB Educacional S.A. (COC).....	33
	2.4.3.1 Prospecto Definitivo: estratégia e destinação de recursos.....	34
	2.4.3.2 Resultado do Segundo Trimestre de 2008.....	34
	2.4.4 Anhanguera Educacional S.A.....	36
	2.4.4.1 Prospecto Definitivo: estratégia e destinação de recursos.....	37
	2.4.4.2 Resultado do Segundo Trimestre de 2008.....	37

2.5 Conclusão.....	40
<b>Conclusões Finais.....</b>	<b>42</b>
<b>Referências Bibliográficas.....</b>	<b>46</b>

## Introdução

O presente trabalho pretende discutir as transformações ocorridas no mercado de capitais brasileiro nos últimos anos, com enfoque principal no período de 2004 a 2007. O aumento do número de ofertas públicas e o incremento da capitalização de mercado são fatos que não podem ser ignorados. A atual classificação do país como *investment grade*, e o desenvolvimento já observado do mercado, gera diversas discussões sobre seu real potencial de expansão. A idéia da existência de um mercado de ações como alternativa ao financiamento das empresas é uma delas. Partindo do que alguns convencionaram chamar de “revolução do mercado de capitais”, tentaremos desdobrar as conseqüências (ainda não amadurecidas) do *boom* de ofertas públicas iniciais (IPO's) ocorrido no último ciclo de liquidez internacional. Na tentativa de restringir o campo de pesquisa, optamos pela escolha de um setor específico, o de educação (fundamentalmente, o segmento de ensino superior). As questões a serem respondidas são: em que medida a abertura de capital transformou o setor em questão e qual o destino dos recursos captados na bolsa.

O trabalho está dividido em duas partes: panorama geral do mercado de capitais e o mercado de ensino superior (que parte de uma visão mais geral, para a situação específica, das quatro empresas estudadas). O primeiro capítulo explica, de forma resumida, o que é o mercado de capitais e, na seqüência, qual a composição do mercado de capitais brasileiro (capitalização do mercado, participação de investidores, número de IPO's). O objetivo é prepararmos um pano de fundo para a compreensão do segundo capítulo, que trata do comportamento/desempenho das empresas de ensino superior no mercado, mais especificamente, o de ações.

O histórico de comportamento do mercado de capitais brasileiro apresenta um desenvolvimento reflexo. Isso significa que o seu desempenho está atrelado, fundamentalmente, às oscilações de liquidez do mercado de capitais internacional. Na década de noventa, foi assim, com a entrada de capital através de IDE (principalmente relacionado às privatizações das estatais). Já, no atual ciclo de liquidez, com destaque para o período escolhido (2004 – 2007), verificamos um aumento da capitalização de mercado (inclusive em relação à capitalização relativa, que nos dá uma idéia do tamanho do mercado de capitais do país).

É nesse contexto que, no ano de 2007, ocorre um boom de IPO's, nos mais diversos setores da economia (incluindo, claro, o setor de educação – que abrange educação básica e superior). Essa transformação, ora chamada de revolução, induz a conclusões precipitadas sobre uma possível superação dos gargalos históricos existentes para a obtenção do financiamento de capital de longo prazo pelas empresas privadas. Nessa visão, seriam os condicionantes internos os principais responsáveis por essa mudança quando, na verdade, é a cheia do ciclo de liquidez internacional, e a busca por maior rentabilidade em papéis nos países emergentes que dá o *start* a essa transformação. Por esse motivo, mais uma vez, reafirmamos que a dinâmica de funcionamento desse mercado de capitais é reflexa.

No segundo capítulo, é traçado um panorama do setor de educação brasileiro (principalmente superior), e sua posição em relação ao mercado internacional. O objetivo é discutir as conseqüências da abertura de capital para as instituições do setor. As ofertas públicas (primárias) representam *cash on hand*. As informações disponibilizadas pelas empresas através de seus prospectos mostram as intenções sobre a alocação dos recursos para a capitalização gerada. No entanto, embora esses documentos exponham os objetivos de utilização dos recursos captados, não existe obrigação legal para o cumprimento do que foi divulgado. Dessa forma, tal capitalização pode, ou não, representar investimento efetivo. Portanto, não é possível afirmar que esse *boom* ocorrido no mercado acionário implique em crescimento e geração de emprego.

Partindo desse princípio, foi observado, empresa a empresa, as intenções de alocação dos recursos antes (prospectos) e depois (demonstração de resultados e fatos relevantes) da abertura do seu capital. Os itens mais importantes em nossa análise, são: a destinação de recursos e as alterações no formato de gestão (que respondem, em mudanças de estratégia da companhia de curto e longo prazo). A proposta é identificar se as intenções foram colocadas em prática e se, ao longo do caminho, as estratégias sofreram alterações (dada a influência do mercado, fundamentalmente, após a (atual) crise financeira mundial em curso).

Na conclusão, serão confrontadas as informações apresentadas no primeiro e segundo capítulos, relacionando-as ao atual estado do mercado de capitais internacional.

## **1. O mercado de Capitais Brasileiro**

### **1.1. Introdução**

Cardim (p.294, 2000) define que os sistemas financeiros se distinguem de forma mais objetiva pelo tipo de relação predominante entre os tomadores e emprestadores de recursos: baseado em crédito (a forma mais simples) ou baseado em mercado de capitais (majoritária em sistemas financeiros mais sofisticados – tanto legalmente, como institucionalmente). Os sistemas baseados no mercado de capitais são aqueles em que as necessidades de financiamento da economia são satisfeitas, basicamente, através da emissão de papéis no mercado. Enquanto as economias baseadas em crédito são financiadas basicamente através de operações em bancos comerciais. Costuma-se atribuir uma correlação positiva entre o grau de desenvolvimento do mercado financeiro e as taxas de crescimento de uma economia.

“A experiência internacional sugere a existência de correlação positiva entre o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros e as taxas de crescimento da economia. Essa relação é estabelecida uma vez que, em mercados desenvolvidos, os intermediários financeiros alocam recursos com mais eficiência e se beneficiam do aumento de liquidez dos ativos para oferecer novos serviços. Esse contexto favorece a disponibilidade de informações sobre as empresas, a redução dos custos de transação, a realização de projetos de longo prazo e a melhoria da alocação de recursos, do ponto de vista da diversificação de riscos.” (BCB, Relatório de Inflação, p.52, Dez/2007)

O sistema financeiro nacional é composto por um subsistema normativo (Banco Central do Brasil, Conselho Monetário Nacional, Comissão de Valores Mobiliários) e por outro operativo (bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento etc). O subsistema normativo regula e controla o subsistema operativo.

O mercado de capitais brasileiro, dentre as economias chamadas emergentes, possui mecanismos extremamente sofisticados e diferenciados. Com a abertura financeira na década de 90, surge uma necessidade de adaptação aos padrões internacionais do mercado,

o que implicou em um desenvolvimento crescente dos seus mecanismos de funcionamento (aparato legal, modernização da infra-estrutura institucional e operacional):

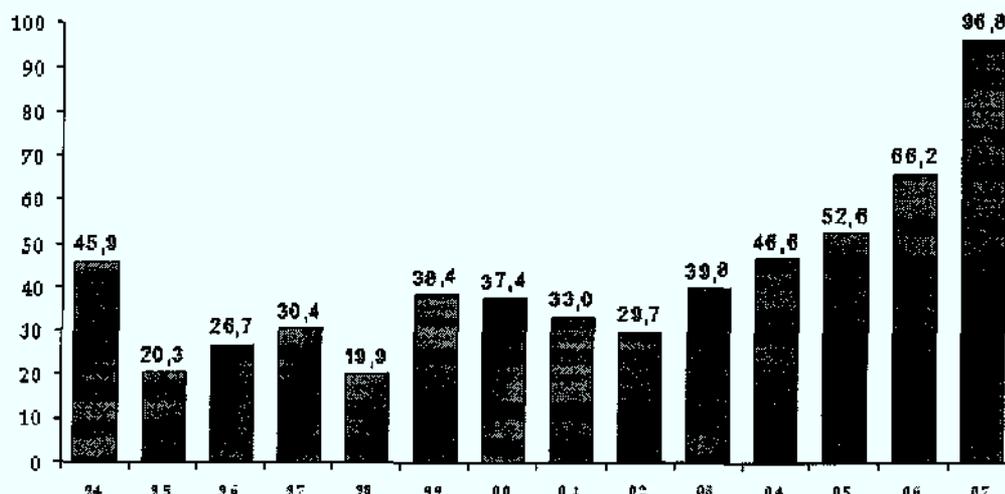
“ Destacam-se nessa área as melhorias introduzidas pela nova Lei das S.A., o fortalecimento da CVM e o aprimoramento da auto-regulação do setor, com destaque para as comandadas pela BOVESPA e pela ANBID. O Novo Mercado criado pela BOVESPA e os Códigos da ANBID são exemplos do que a auto-regulação pode fazer pelo desenvolvimento do mercado. Também se registrou aperfeiçoamentos na supervisão bancária, que vem colaborando para a boa saúde das instituições financeiras, a qual, junto com o elevado capital humano do setor, é outra pré-condição importante para o desenvolvimento do mercado de capitais. “ (Pinheiro, p.02, 2004).

No presente capítulo analisaremos a capitalização do mercado brasileiro e a crescente participação de investidores estrangeiros; o mercado de capitais como fonte de “crédito” para a inversão produtiva e o boom de IPO’s observados nos últimos quatro anos.

## **1.2. Capitalização do mercado**

Capitalização de mercado é o valor total das ações da empresa (nesse caso, do total de empresas inscritas na Bovespa), com base na sua cotação no mercado. A “capitalização relativa” (relação entre o preço total das ações das empresas listadas e o PIB) é freqüentemente utilizada para verificar a representatividade do tamanho do mercado frente ao tamanho da economia (PIB). Com a devida cautela, é possível fazer comparações entre os diferentes mercados de capitais internacionais. Isto porque, não podemos afirmar se um mercado é maior que o outro, mais ou menos desenvolvido, tendo apenas como base esses dados. Utilizá-la para analisar um mercado em específico, através de uma série temporal, é mais prudente. Em toda a série (1994–2007), o Brasil só ultrapassa os 50% de capitalização relativa a partir de 2005 (52,6%), como mostra o Gráfico 1.1. Segundo dados da CVM, os EUA possuem capitalização relativa acima de 100% desde o ano de 1996 (108%). Enquanto Hong Kong, no mesmo ano, apresentava 286%. Na América Latina, também em 1996, o Chile já possuía 87,07%, enquanto o Brasil, 27,97%, de capitalização relativa.

**Gráfico 1.1 - Capitalização do Mercado de Capitais (R\$ Bilhões)**



Fonte: CVM/Biancarelli (2007)

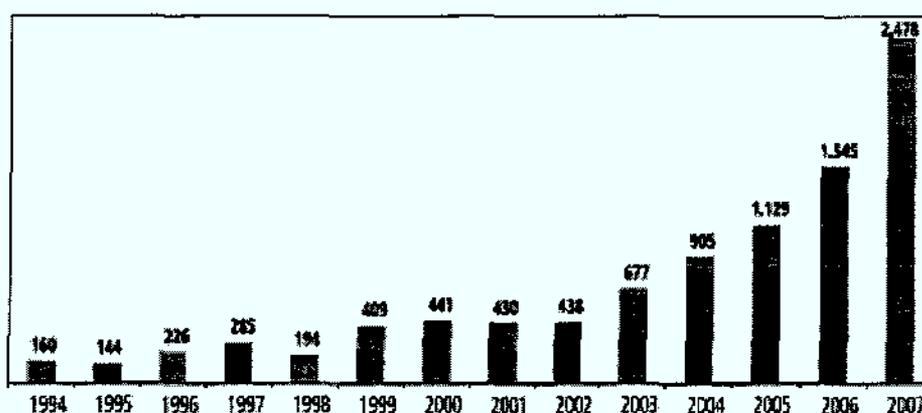
Segundo dados da BOVESPA (2008(a)), a capitalização de mercado (em termos absolutos) em 2003 correspondia a 23% do verificado no ano de 2007, o que representou, em média, uma crescimento de quase 40% a.a, sendo na virada de 2006/2007, uma variação de 60%.. Podemos notar que a partir de 2002 o “desenho” fica muito parecido, tanto relativamente (Gráfico 1.1) como em termos absolutos (Gráfico 1.2).

A elevação do rating de BB+ para BB (o *investment grade*) pela Standard & Poor's, no início de 2008, contempla isso. No entanto, é importante ter cautela ao falar sobre superação de barreiras estruturais (necessidade de ajuste macroeconômico, o custo de capital elevado etc). A capitalização crescente desse mercado a partir de 2004 associada ao bom momento da economia brasileira no último ciclo de liquidez internacional são os fatores que podem explicar essa mudança de forma mais razoável.

O *Panorama do Mercado de Capitais* (BOVESPA, p.11, 2008 (b)), referente ao mês de maio de 2008, condiciona o bom desempenho do mercado acionário devido à conjunção de alguns fatores, a destacar: a forte presença dos investidores estrangeiros no mercado, que apresentaram o maior saldo de ingresso líquido mensal registrado na história da BOVESPA, de R\$ 6,0 bilhões; o corte de 0,25 ponto percentual na taxa básica de juros efetuada pelo Federal Reserve (FED); e, no final de abril, a divulgação da agência de

classificação de risco Standard & Poor's (S&P), como já mencionado, que promoveu o Brasil ao chamado grau de investimento (*investment grade*). Um dos benefícios de o país se tornar "*investment grade*" é a possibilidade de captar grandes aportes de investidores institucionais dos países desenvolvidos que, por via de regra, só podem investir em ativos considerados pelas agências de baixo risco.

**Gráfico 1.2 - Evolução da Capitalização de Mercado (R\$ Bilhões)**



Fonte: Bovespa, Dados & Notas, p.04, 2008

### 1.3. Participação dos Investidores Estrangeiros

O mercado de capitais brasileiro tem participação predominante de investidores estrangeiros a partir de 2005, considerando dados a partir de 2001 (Bovespa, p.06, 2008 (a)). De um modo geral, a participação majoritária passa de instituições financeiras para investidores estrangeiros e institucionais. A participação de investidores institucionais que em 2001 era de apenas 16 %, em 2007 já representava 29,7%

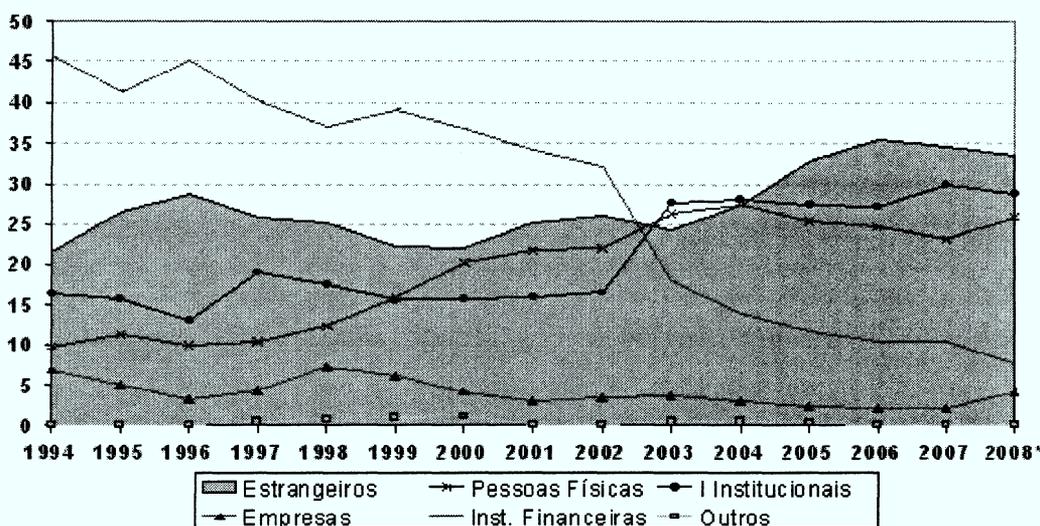
**Tabela 1.1 - Participação dos Investidores na BOVESPA –  
Compras + Vendas (Abril/2008)**

Tipos de Investidores	Vista (R\$)	Termo (R\$)	Opções (R\$)	Exerc. de Opções (R\$)	Outros (R\$)	Total (R\$)	(%)
Pessoas Físicas	55.402.571.404	2.789.294.363	5.821.492.572	3.035.589.388	256.508.485	67.305.456.212	25,88
Institucionais	62.925.999.256	2.914.342.413	2.276.671.282	5.780.628.956	943.769.409	74.841.411.316	28,78
Investidores Estrangeiros	82.526.116.568	560.156.820	720.882.929	2.329.522.768	727.961.517	86.864.640.602	33,41
Empresas Públicas e Privadas	5.500.616.022	525.212.196	206.413.379	419.210.947	4.078.412.390	10.729.864.934	4,13
Instituições Financeiras	15.825.586.112	2.315.882.591	497.861.438	1.454.207.797	4.303.707	20.097.850.645	7,73
Outros	173.199.168	7.351.657	8.982.775	3.595.110	41.668	193.170.378	0,07
<b>Total Geral</b>	<b>222.354.097.530</b>	<b>9.112.240.840</b>	<b>9.532.304.375</b>	<b>13.022.754.986</b>	<b>6.010.987.176</b>	<b>260.032.304.087</b>	

Fonte: Bovespa, Panorama do Mercado de Capitais, p.12, 2008 (b)

Segundo dados do ano corrente, os investidores estrangeiros apresentaram maior participação na BOVESPA no mês de abril de 2008, o correspondente a 33,4% do volume total negociado. Na seqüência, estão os investidores institucionais, com 28,8%, seguidos pelos investidores pessoas físicas, que totalizam 25,9%. Com a denominação do grau de investimento, a expectativa de ampliação da participação dos institucionais foi ampliada.

**Gráfico 1.3 - Participação de Investidores (1994 – 2008\*)**



Fonte: CVM/Biancareli (2007)

O Gráfico 1.3 mostra o visível declínio da participação de instituições financeiras e a participação cada vez maior de investidores estrangeiros. Num período de “cheia” do ciclo de liquidez, os números não deveriam causar surpresa. No entanto, o clima de euforia tende a buscar explicações e levantar expectativas um tanto quanto otimistas. Segundo Biancareli (2007):

“ (...) parte da hipótese de que todos os recursos levantados na Bolsa se direcionarão, da forma mais eficiente possível, para o aumento da capacidade produtiva da empresas, gerando emprego e renda, contribuindo para o crescimento do país, e à modernização das práticas de gestão.” (p.209)

Esse ponto será tratado com mais detalhes no próximo tópico, em que abordaremos a idéia do mercado de capitais como saída para as dificuldades de obtenção de crédito de longo prazo na economia brasileira.

#### **1.4. Mercado de capitais: financiamento de longo prazo?**

Historicamente, as empresas brasileiras possuem acesso limitado ao crédito de longo prazo, financiando seus projetos de investimento principalmente com capital próprio ou por meio de financiamento público (bancos de desenvolvimento). Isso é fato. Dizer que o mercado de capitais é uma forma “melhor” de financiamento, que possibilita corrigir essa falha estrutural, também não é novidade. Aliás, um dos argumentos que sustenta a idéia de que o Brasil está passando por uma “revolução no mercado de capitais” é que a dificuldade de acesso ao crédito pode ser suprida pelo desenvolvimento (já evidenciado) do mercado de capitais. O argumento é válido desde que os recursos levantados sejam direcionados para investimento produtivo, o que, como veremos mais adiante, não acontece necessariamente.

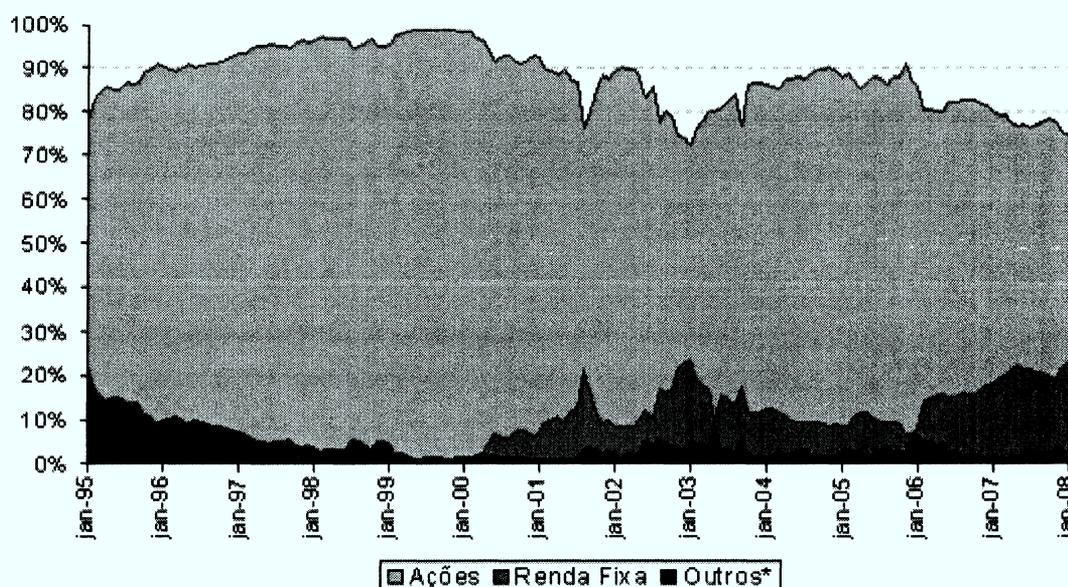
##### **1.4.1. Mercado de Renda Fixa - Debêntures**

Antes de prosseguirmos, é importante apontar algumas considerações sobre os principais instrumentos utilizados nesse mercado, com maior contribuição para o seu

crescimento: as debêntures (título de crédito representativo de “empréstimo”, renda fixa, geralmente atrelado ao CDI) e as ações.

Dentro das emissões primárias, entre 2004-2006, US\$ 51.737 milhões as debêntures e US\$ 9.979 milhões as ações, com participação relativa no mercado de 62,5% e 12%, respectivamente (segundo dados da CVM). Não se pode negar a existência de fatores positivos no expressivo aumento de suas emissões: diversificação de emissores e alongamento do prazo, por exemplo. Porém, ainda existem “problemas” a superar, como mencionado em artigo da Revista do BNDES (v14, n°27, p.43 a 47): i) há predominância do CDI como indicador; ii) concentração nas emissões (composta por poucas companhias grandes, sendo as empresas de leasing predominantes) ; iii) baixa liquidez do mercado secundário. As debêntures não ocupam destaque na carteira de investimentos dos estrangeiros, como mostra o Gráfico 1.4.

**Gráfico 1.4 - Composição da carteira dos investidores estrangeiros  
(Jan/95 – Jan/08)**



Fonte: CVM/Biancareli (2007)

Por esse motivo, iremos nos concentrar no mercado de ações.

## 1.4.2. Mercado de Ações

Os movimentos provocados pelo ciclo de liquidez internacional se mostram de forma mais clara nas transformações observadas no mercado de ações (parcela mais significativa na composição da carteira dos investidores estrangeiros, como se verifica no Gráfico 1.4).

Existem dois tipos de emissões: as primárias (em que a empresa tem uma ampliação do tamanho do seu capital) e as secundárias (em que ocorre nada mais do que uma diluição da propriedade, não representando captação de recursos novos para a empresa). Portanto, para o objetivo desse trabalho, nos interessa analisar as emissões primárias. Mais especificamente, as ofertas iniciais de ações (os chamados IPO's), a abertura de capital da empresa.

As emissões primárias, possibilitam a captação de recursos num volume muito maior do que através da forma tradicional (crédito bancário) e a custos menores (isso, claro, depende da relação “custo/benefício”, abrir capital não é barato). O avanço no desenvolvimento do mercado de capitais possibilita o acesso ao capital privado. O desenvolvimento desse mercado de capitais supriria a ausência de mecanismos de financiamento de longo prazo, uma fissura estrutural histórica. As captações primárias em 2006, destacam eles, representaram mais do que o dobro dos recursos disponibilizados pelo BNDES. No entanto, essa comparação das origens dos recursos é inadequada, como observa Biancareli (2007):

“(…) mesmo que dependa das grandes ondas de liquidez internacional, sobre cujos efeitos e causas o país tem pouco controle, mesmo que as esperanças e promessas dela emanados pareçam um pouco exageradas pelos propagandistas, ainda assim poderia-se estar vivendo um período de forte incremento do investimento produtivo, da tecnologia, do emprego e da renda, por parte das várias empresas que vão ao mercado ofertar ações. Esta é, inclusive, parte da retórica mais otimista e que se utiliza da comparação indevida com os desembolsos do BNDES para sustentar seus argumentos” (p.225)

Seguindo esse raciocínio, é importante considerar que os recursos desembolsados pelo BNDES estão, inevitavelmente, vinculados a inversões produtivas, enquanto os

captados na Bolsa, não necessariamente. A empresa pode utilizar o capital para amortização de compromettimentos de longo prazo, melhorando a estrutura de endividamento da empresa, por exemplo. Portanto, não se pode comparar o volume de recursos disponibilizados por um banco de desenvolvimento, em investimentos, e recursos captados na Bolsa, em que seu destino pode representar inversão produtiva, ou não.

As empresas determinam suas intenções de alocação dos recursos captados em informações divulgadas nos prospectos (documentos apresentados para o mercado antes do início da oferta pública) não sendo obrigadas, legalmente, a cumprir o divulgado antes da oferta pública. No geral, dentro desse elevado número de ofertas públicas, o percentual de empresas que informa “investimento novo” em seus prospectos é pequeno. No caso do setor de ensino superior, o estudado nesse trabalho, as empresas optaram por expandir, comprando pequenas faculdades, o que mostra uma tendência de futura concentração do setor em questão. Segundo dados da UNESCO (2006), o Brasil possui 20% de escolarização bruta (abaixo de Paraguai, 26%, e Colômbia, 27%), com grande potencial de crescimento.

Aquisições é uma das opções de alocação dos recursos por parte das empresas emitentes. A companhia pode utilizar o capital para amortização de dívidas, alongamento do prazo de financiamento ou, até mesmo, investir produtivamente. Portanto, comparar BNDES e Bovespa, considerar os recursos captados como investimento garantido, que faz gerar emprego, renda, e provoca o crescimento da economia é um equívoco. Principalmente por esse motivo, o destino dos recursos vai ser um instrumento de análise importante quando falarmos do setor de ensino superior.

Outro ponto importante é, mais uma vez, considerar que a dinâmica atual do mercado de capitais responde à “cheia” do ciclo de liquidez internacional. E se olharmos o movimento dos fluxos de capital no ciclo anterior (com suas características diferentes do atual, sem dívida), observa-se com o seu fim, inevitavelmente, a sua reversão.

É complicado falar da “superação da ausência dos mecanismos de financiamento de longo prazo” quando a dinâmica do seu mercado está atrelada ao movimento do mercado internacional. E, mesmo não existindo essa dependência, não há correspondência direta entre captação de recursos via mercado de capitais e inversão produtiva. As aquisições, por

exemplo, representam alterações patrimoniais, sem nenhum efeito sobre as variáveis macroeconômicas.

No entanto, não podemos desprezar o papel do desenvolvimento do mercado de capitais na economia. Em nenhum momento o objetivo foi esse. Trata-se de observar as transformações em curso com cautela. O próximo tópico fala do tipo de oferta primária relevante para o nosso trabalho: as ofertas públicas iniciais, ou IPO's.

### **1.5. IPO (*Initial Public Offering*)**

No ano de 2004, a fabricante de cosméticos Natura realizou o IPO na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e deu início à “fabulosa fase do mercado de capitais brasileiro”. IPO, sigla em inglês, significa oferta pública inicial de ações, o que simplesmente representa a abertura de capital da empresa. Como já colocado anteriormente, as operações podem ser caracterizadas por captação de recursos para a empresa (aumento da sua capitalização) - emissão primária – e/ou diluição da propriedade (ofertas mistas ou secundárias). Após a Natura, vieram a GOL e a ALL, uma empresa de logística.

“ Com a alta espetacular das ações e o número recorde de empresas que estão abrindo o capital, o país caminha para ingressar num círculo virtuoso. O centenário capitalismo nacional, forjado pelo Estado, começa a ser substituído por um modelo mais pujante, protagonizado pelo setor privado. (...) O choque de capitalismo que se anuncia no futuro próximo é brutal. (...) O novo capitalismo que está sendo forjado pela Bovespa vai provocar grandes mudanças na cultura empresarial brasileira. (...) O círculo virtuoso representa um salto modernizador na história do capitalismo brasileiro. “ (Ribeiro & Segalla, 2007, apud Biancareli, 2007)

No ano de 2007 foram realizadas mais de sessenta ofertas públicas. O ano de 2008 não parece trilhar o mesmo caminho: no primeiro semestre, apenas quatro empresas abriram capital, como mostra a Tabela 1.2.

**Tabela 1.2 – Estatística das Aberturas de Capital na BOVESPA  
(Maio/08)**

Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões <sup>1</sup>	Nº de corretoras <sup>2</sup>	Nº de investidores <sup>3</sup>
2008	OGX PETROLEO *	Novo Mercado	Primária	5.873	55	N/D
	Le Lis Blanc	Novo Mercado	Primária	150	63	273
	Hypermarcas	Novo Mercado	Primária	612	64	13.008
	Nutriplant	BOVESPA Mais	Primária	21	0	2

**Fonte:** Bovespa, 2008

1. Volume financeiro total da operação

2. Número de corretoras que participaram do consórcio de distribuição

3. Número de investidores participantes do varejo (pessoas físicas + clubes de investimento)

A queda no número de IPO's não ocorreu apenas no Brasil. Levantamento da empresa de consultoria Ernst & Young mostra que a incerteza gerada pela crise do *subprime* deu uma freada nas “estréias”: 83 empresas em todo o mundo desistiram de abrir capital. Dado o momento cheio de incertezas, as companhias decidiram esperar. A Hypermarcas, dona das marcas Etti e Assolan, perdeu 1,76 % em sua estréia na Bovespa. Mesmo sendo hoje um grupo de 50 marcas com faturamento de 1,4 bilhão de reais, o IPO da Hypermarcas ficou muito abaixo do esperado porque os investidores se mostraram mais reticentes em apostar em “estréias” na bolsa. Esse comportamento tem sido observado desde o início da crise do *subprime*, em julho de 2007 (EXAME, abril/2008).

Embora o IPO seja uma forma de captar recursos (que não seriam possíveis ter em caixa através da captação por crédito bancário, até mesmo pela insustentabilidade de um endividamento para o tamanho da companhia), os custos da abertura de capital são elevados e devem ser considerados. Nesse sentido, a abertura não é necessariamente uma saída de financiamento viável e interessante para qualquer empresa. Muitas empresas podem ter prejuízo depois de abrir o capital. E o pior: em vários casos, é justamente o custo da IPO - taxas aos bancos, advogados, investimento em governança corporativa etc - que leva a companhia ao prejuízo.

Ampliação da capitalização de mercado, *investment grade*, *boom* de IPO's nos últimos quatro anos. Sem dúvida, o mercado de capitais brasileiro passa por transformações

importantes. Se vai permitir a superação da limitação de acesso ao financiamento de longo prazo – uma das maiores dificuldades das empresas é o acesso à concessão de crédito, é incerto (como já colocado no tópico anterior). O fato é que o mercado mostrou um desenvolvimento muito grande nos últimos quatro anos. O ano de 2008, embora tenha reduzido a sua velocidade nos IPO's, tendo um primeiro semestre tímido, já é um marco histórico devido à contemplação do mercado brasileiro como *investment grade*.

Nos capítulos seguintes, abordaremos as conseqüências da abertura de capital de quatro empresas do setor de ensino superior: a Anhanguera (pioneira na América Latina), a Kroton, a Estácio Participações e o SEB (o COC) – todas ainda “estreiantes”, com IPO's realizadas em 2007.

## **Conclusão**

O presente capítulo tratou do panorama do mercado de capitais brasileiro nos últimos quatro anos.

O primeiro tópico abordou a capitalização do mercado: relativa (relação com o PIB) e absoluta. O indicador de capitalização relativa tem como objetivo avaliar o tamanho do mercado de capitais, que não é possível mensurar em sua forma absoluta.

Na seqüência, colocamos a composição dos investidores na Bolsa. Observa-se uma ampliação da participação de investidores estrangeiros, o que é coerente com o argumento de que as transformações do mercado estão vinculadas de forma direta ao ciclo de liquidez internacional. Os investidores institucionais também têm a sua participação ampliada.

A capitalização do mercado de capitais chega a quase 100% do PIB. Seria a superação “da ausência de mecanismos de financiamento de longo prazo”? O mercado de capitais como forma superior de financiamento da inversão produtiva?

Nesse tópico são mencionados os instrumentos responsáveis pelo “boom” do mercado de capitais: títulos de renda fixa, debêntures e ações. As debêntures são emitidas por poucas empresas, grandes – principalmente de leasing -, e têm baixa liquidez no mercado secundário. É no mercado de ações que a dependência do ciclo de liquidez internacional fica mais claro. E é nele também que os mais otimistas enxergam a superação de limitação de acesso ao crédito privado de longo prazo. No entanto, dois fatores são

destacados: i) a captação de recursos na Bolsa não representa, necessariamente, inversão produtiva; ii) o volume de capitais na Bolsa depende, principalmente, do ciclo de liquidez internacional, que tem seu momento de “cheia”, mas também possui um momento de reversão. A destinação de recursos é importante na análise do trabalho em questão, quando tratarmos do setor de ensino superior, no capítulo seguinte.

Finalmente, são apresentados dados sobre IPO's, a abertura de capital da empresa. O “boom” dos últimos anos, e o presente período de incertezas. .

No capítulo seguinte será apresentado um panorama do setor de ensino superior para, na seqüência, abordarmos a abertura de capital das empresas de ensino superior, destinação dos recursos captados, conseqüências da abertura e efeitos futuros (aparentes) sobre o setor em questão.

## **2. O setor de educação superior brasileiro**

### **2.1. Introdução**

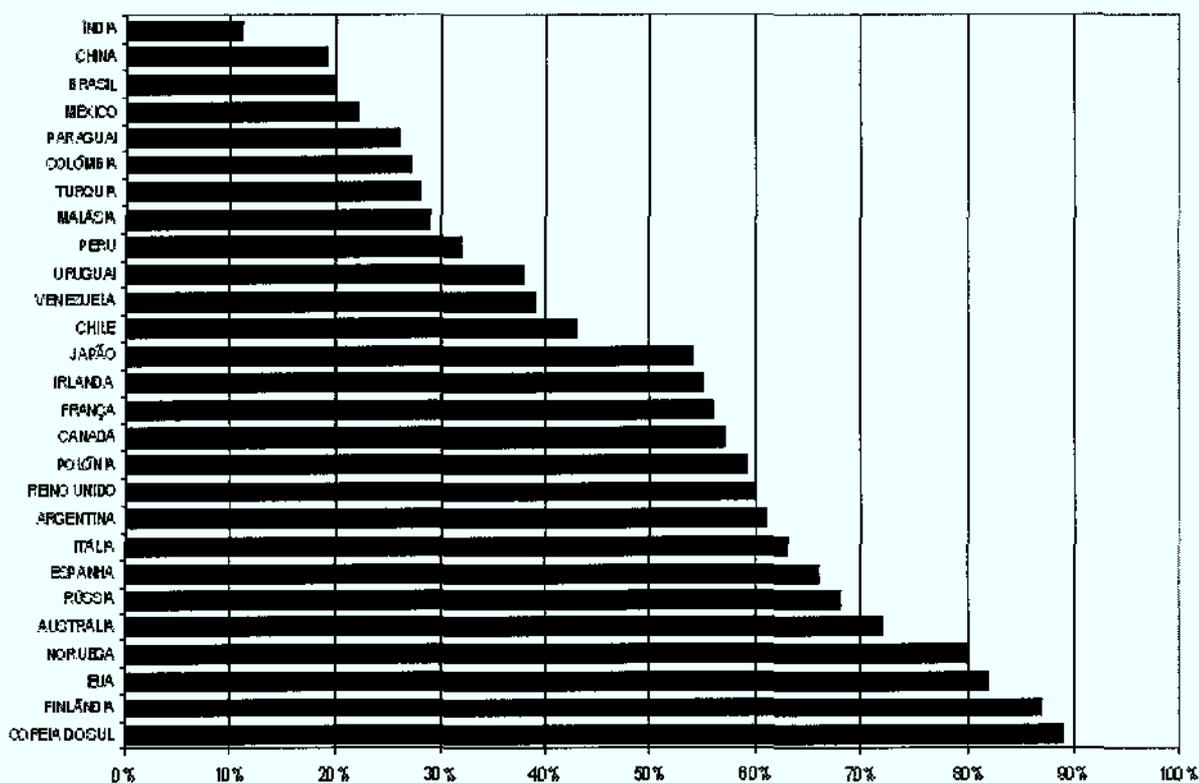
A expressão “mercantilização do ensino superior” caracteriza a percepção do conhecimento como mercadoria, e engloba diversos debates, como: i) as consequências sobre a qualidade ensino; ii) a transferência da “responsabilidade” de atendimento à demanda para o setor privado; iii) o lugar da educação no Acordo Geral sobre Comércio e Serviços e o papel amplo da Organização Mundial de Comércio – a idéia do conhecimento como mercadoria a ser transacionada de forma global; e, mais recentemente, iv) o papel do mercado de capitais nas transformações dessas instituições (modelos de gestão embasados em conceitos de mercado), seus reflexos no setor e economia.

Neste capítulo, começaremos mostrando a posição do Brasil em relação ao mundo (escolarização bruta, número de matrículas). A seguir, serão expostas as transformações que mais se evidenciam no setor de educação superior (participação privada e pública, número de matrículas) e tendências apontadas. Por fim, analisaremos as mudanças observadas (e previstas) nas quatro instituições que realizaram oferta pública de ações (Anhanguera, Estácio, Kroton e SEB), dando enfoque para o número de alunos e, principalmente, a destinação dos recursos captados (através das intenções apresentadas quando divulgados os prospectos ao mercado, dados divulgados nos balanços trimestrais e demais informações disponibilizadas nos sites de Relação com os Investidores de cada uma das instituições).

## 2.2. Posição mundial

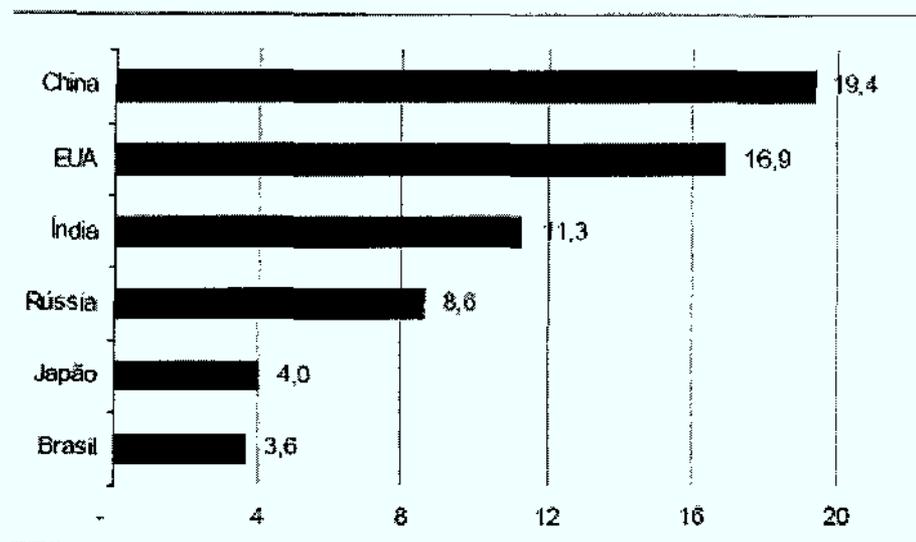
É importante, antes de apresentarmos o panorama mais recente do setor de educação superior brasileiro, mostrarmos a posição do Brasil em relação aos demais países. Segundo dados da UNESCO (Gráfico 2.1), em 2004, o país apresenta uma taxa bruta de alunos entrantes (formados no ensino médio e ingressando no ensino superior) de 20%. No topo da lista, estão Coréia do Sul (89%), Finlândia (87%), EUA (82%) e Noruega (80%). Dentre os países da América Latina, a Argentina tem o melhor desempenho, com 61%, bastante acima da colocação brasileira. A baixa escolarização bruta é um dos indicadores utilizados para apresentar o ensino superior como um “mercado com forte potencial de crescimento”. Já, quando consideramos o número de matrículas em termos abrangentes (Gráfico 2.2), o Brasil é o quinto do mundo, devido à sua elevada população total.

**Gráfico 2.1 – Percentual de escolarização bruta no mundo (2004)**



Fonte: UNESCO (2004)

**Gráfico 2.2 – Número de matrículas no ensino superior em 2004 (em milhões)**

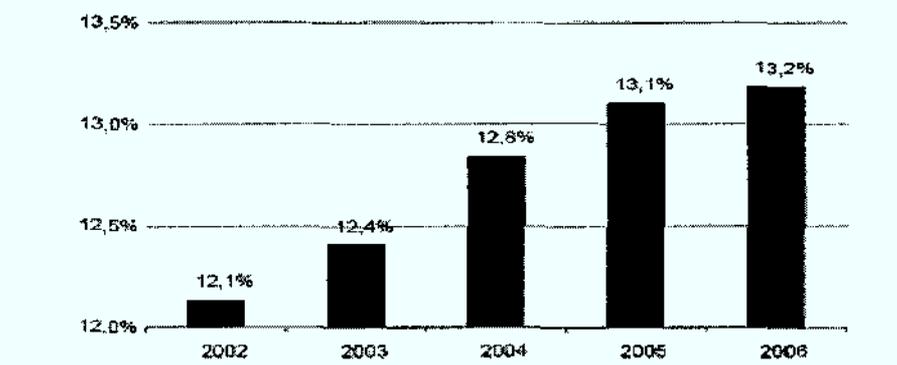


Fonte: The Global Education Digest 2006 (UNESCO)

### 2.3. Panorama brasileiro

Considerando a educação básica, o número de matrículas é superior no setor público (72% da oferta do ensino infantil, 90% no ensino fundamental e 88% no ensino médio, segundo o Censo Escolar de 2006 do INEP), como mostra o Gráfico 2.3:

**Gráfico 2.3 – Participação privada na educação básica do Brasil**

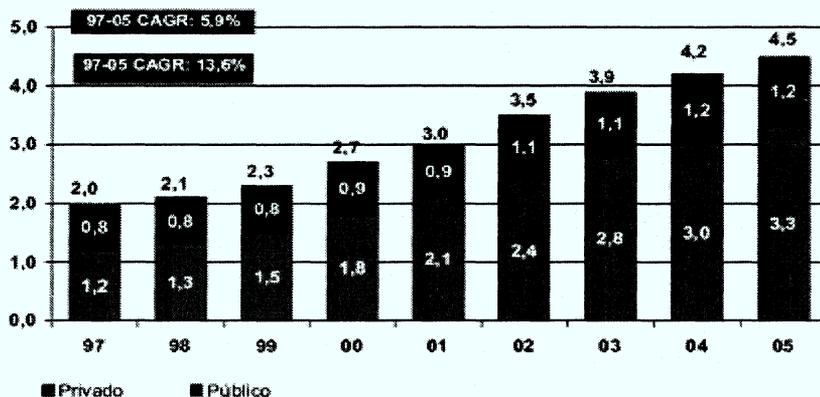


Fonte: MEC/INEP (2006)

Diferentemente do que ocorre com a educação básica, no ensino superior a participação de instituições privadas é predominante. Segundo dados da Hoper Educacional/MEC para o período de 1997 a 2005, enquanto no setor público a ampliação do número de vagas foi de 5,9 %, no setor privado observamos um aumento de 13,6 %. Em 2005 a participação do setor privado era de 73,3 %.

O setor apresentou forte crescimento a partir de 1996, principalmente, devido à promulgação da Lei de Diretrizes e Bases, que acarretou em uma série de medidas que incentivavam o investimento privado em ensino superior, dentre elas, as mais importantes: a) flexibilização das regras para a abertura de cursos e instituições; b) possibilidade dessas instituições serem constituídas como empresas com fins lucrativos. Como conseqüência, o que observamos uma expansão do número de vagas e instituições (fundamentalmente de pequeno porte). Segundo dados do INEP/MEC 2006 (CENSO mais recente disponível), o Brasil apresentava um total de 2.398 instituições, sendo 257 públicas e 2.141 privadas (o que corresponde a 89,58% do total). O Gráfico 2.4 mostra a evolução do número de vagas nos setores público e privado:

**Gráfico 2.4 – Matrículas para cursos no ensino superior (em milhões)**

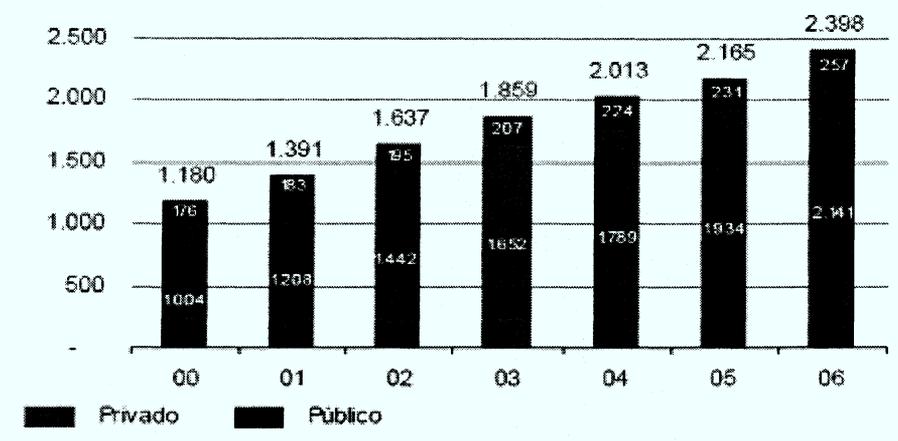


Fonte: MEC/ Hoper Educacional

Como já mencionado, a maior parte das instituições privadas são de pequeno porte. Para se ter uma idéia, em 2004, as vinte maiores instituições privadas respondiam por 25%

do mercado em termo de matrículas, com uma media de 37 mil alunos, aproximadamente. Enquanto, as demais, que correspondiam a 75% do mercado, apresentavam uma média de 1.300 alunos, segundo dados divulgados pelo MEC.

**Gráfico 2.5 – Evolução do número de instituições públicas e privadas**



Fonte: Deaes/MEC/INEP

No período de 2000 a 2006, apresentado no Gráfico 2.5, o número de instituições privadas teve um crescimento de aproximadamente 113 %, tendo o setor público um crescimento em torno de 46 %. No ano de 2008, segundo dados da Per Create Consultoria, divulgados no jornal Valor Econômico de 11/07/2008, as vinte maiores instituições de ensino superior privado, por número de matrículas, representavam 29 % do mercado. A Tabela 2.1 mostra as vinte maiores no setor de educação superior, considerando o número de matrículas (estimado para o ano de 2008), e sua participação no mercado. Em destaque, as quatro instituições que promoveram abertura de capital.

**Tabela 2.1 - As vinte maiores instituições privadas de ensino superior, por número de matrículas (2008)**

	<b>Ranking</b>	<b>Alunos na graduação presencial em 2008</b> *	<b>% Mercado</b>
1º	Grupo "Di Gênio" (Unip + holding)	198.309	5,1%
2º	<b>Estácio Participações</b>	<b>192.000</b>	<b>5,0%</b>
3º	<b>Anhanguera Educacional</b>	<b>140.000</b>	<b>3,6%</b>
4º	Laureate Internacional	69.201	1,8%
5º	Grupo Uniban (Universidade Bandeirantes)	65.420	1,7%
6º	Grupo Uninove (Universidade Nove de Julho)	59.112	1,5%
7º	Grupo Unipac (Universidade Presidente Antônio Carlos)	58.920	1,5%
8º	Grupo Universo (Universidade Salgado de Oliveira)	51.765	1,3%
9º	Iuni Educacional	51.000	1,3%
10º	PUC-SP	36.000	0,9%
11º	Grupo Unicsul (Universidade Cruzeiro do Sul)	32.763	0,8%
12º	Mackenzie	31.000	0,8%
13º	<b>Kroton (Pitágoras + Inede)</b>	<b>26.000</b>	<b>0,7%</b>
14º	Grupo Ânima (UMA + Unimonte)	23.120	0,6%
15º	Grupo Universitário Maurício de Nassau	22.820	0,6%
16º	Veris Educacional (Ibmec, IBTA e Metrocamp)	16.000	0,4%
17º	Grupo Splice (Newton Paiva + Facens)	13.800	0,4%
18º	UB Participações (Unibrasil + seis faculdades no PR)	13.498	0,3%
19º	<b>SEB (COC)</b>	<b>9.517</b>	<b>0,2%</b>
20º	Fanor (Banco Pactual)	9.270	0,2%
	<b>Total de matrículas no setor privado - Brasil</b>	<b>3.858.792</b>	

\*Estimativa

Fonte: Per Creare Consultoria, 2008

Para se ter uma noção preliminar do efeito da abertura, das quatro universidades, apenas uma estava entre as maiores em 2005: a Estácio de Sá (Participações).

A entrada de algumas instituições de ensino no mercado de capitais e o debate sobre a participação de capital estrangeiro na educação gera polêmica. Nos termos da Reforma Universitária, esta participação é limitada a 30 %, em uma outra proposta, mais radical, em projeto de lei encaminhado ao Congresso, a participação de capital estrangeiro seria proibida.

Em 2005, a americana Laureate International Universities começou a operar no Brasil (detém 50% da Universidade Anhembí Morumbi, em São Paulo). Outra instituição

americana presente no Brasil é a Whitney que, no ano de 2006, adquiriu 50% do capital das Faculdades Jorge Amado, em Salvador. É válido mencionar que, no caso da primeira instituição citada, se aprovada a proposta radical de Reforma, essa composição de capital social não seria possível. No entanto, embora haja a presença de capital estrangeiro (aqui nos referimos à forma direta, não à participação através do mercado de capitais) nesses moldes, não observamos um movimento nesse sentido em curso. Na verdade, o fato de o mercado de ensino ser bastante pulverizado (bastante fragmentado, com milhares de pequenas faculdades) dificulta a existência de uma boa governança, transparência e qualidade de gestão, o que implica em entraves para o capital estrangeiro avaliar a viabilidade de um investimento direto no setor. Dessa forma, é no mercado de capitais que esse investidor tem sua participação importante no setor.

No tópico a seguir, analisaremos as transformações observadas no setor de educação superior e perspectivas de mudanças no futuro.

#### **2.4. Empresas pioneiras – mudanças estruturais e destinação de recursos**

O número de empresas que abriu capital na última fase de cheia da liquidez internacional está dividido em vários setores, sendo o de Educação Superior apenas um deles.

A Anhanguera Educacional foi a primeira companhia do setor a abrir capital na América Latina, em março de 2007 (captando R\$ 360 milhões na primeira oferta pública). No mesmo ano, outras instituições seguiram o mesmo caminho: a Kroton (da Rede Pitágoras, de Minas Gerais); a Estácio Participações, controladora da Universidade Estácio de Sá, do Rio de Janeiro e o COC (agora Sistema Educacional Brasileiro), em outubro de 2007. No total, as quatro empresas levantaram em torno de R\$ 1,3 bilhão com suas ofertas públicas iniciais. A Anhanguera Educacional foi a única a realizar uma segunda Oferta Pública, em janeiro de 2008, com uma captação ainda maior, de R\$ 508,5 milhões. Além da Oferta Pública de ações, no mês seguinte, foi anunciada sua primeira Oferta Pública de Notas Promissórias, no valor total de R\$ 130 milhões.

Nesse tópico trataremos de forma separada as empresas do setor que realizaram a abertura de capital, com maior atenção à destinação de recursos. Confrontaremos as

informações divulgadas nos prospectos definitivos das empresas, e o que de fato foi realizado, através dos demonstrativos financeiros, apresentados trimestralmente pelas companhias em seu portal de relação com investidores (será usado como padrão para a análise os demonstrativos do segundo trimestre de 2008).

#### **2.4.1. Estácio Participações S.A.**

A Estácio Participações data sua criação em 1970, com o nome de Faculdade de Direito Estácio de Sá – sociedade sem fins lucrativos, localizada numa pequena casa na zona norte do Rio de Janeiro. O magistrado João Uchôa Cavalcanti Netto, hoje o principal acionista do grupo, foi o idealizador do projeto.

Em 1972, foram incorporados novos cursos e a instituição passou a se chamar Faculdades Integradas Estácio de Sá. No ano de 1988, a Estácio Participações obteve o status de Universidade.

A partir de meados da década de noventa, expandiu suas atividades no estado do Rio de Janeiro. Foram estabelecidas novas unidades em Resende, Niterói e Nova Friburgo. E, a partir de 1998, efetuou-se a expansão pelo território nacional: São Paulo, Espírito Santo, Santa Catarina, Mato Grosso do Sul, Bahia, Pernambuco, Pará e Ceará. O processo de transformação das suas subsidiárias para sociedades com fins lucrativos começou em 2005, sendo finalizado ao longo de 2007.

Em 26 julho de 2007, a instituição obteve junto a Comissão de Valores Mobiliários – CVM , registro para negociação das ações representativas de seu Capital Social na BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo).

##### **2.4.1.1. Estratégia e Destinação de Recursos**

Os itens apontados como estratégia da companhia, são: “foco na qualidade e preços atrativos”; “investimento contínuo em tecnologia” e, por fim, “expansão das atividades da companhia”.

Dentre eles, o que mais se alinha ao centro da discussão desse capítulo, é o último mencionado: expansão das atividades da companhia. A expansão pode se dar,

principalmente: de forma orgânica (abertura de novas unidades, por exemplo) ou através de aquisições.

No dia 27 de julho de 2007 a instituição anunciou Início da Oferta Pública Primária e Secundária de Units que compreendeu, inicialmente, 11.918.400 Certificados de Depósito de Ações (“Units”), o que resultou numa captação líquida de R\$ 252,1 milhões (preço por Unit de R\$ 22,50).

As intenções de destinação dos recursos captados, apresentadas no prospecto definitivo, foram, principalmente, financiar a expansão das atividades por meio de: (i) aquisições, (ii) abertura de novas unidades e, (iii) expansão e manutenção das unidades existentes, o que corresponde em percentual a, respectivamente, 61%, 25% e 14%. Cabe mencionar, também, que a companhia não recebeu recursos provenientes de venda das Units através de oferta secundária que foram de, inicialmente, 7.945.600 Units (o correspondente a quase 70% do valor lançado em Oferta Primária), todas livres e desembaraçadas de quaisquer ônus ou gravames, representativas cada uma de 1 ação ordinária e 2 ações preferenciais de emissão da Companhia, todas nominativas, escriturais e sem valor nominal.

#### **2.4.1.2. Resultado do segundo trimestre de 2008**

Dentre as quatro instituições estudadas, a Estácio Participações era a única já “grande” antes de efetuar a abertura (em 2005 a instituição já estava listada entre as cinco maiores do mercado).

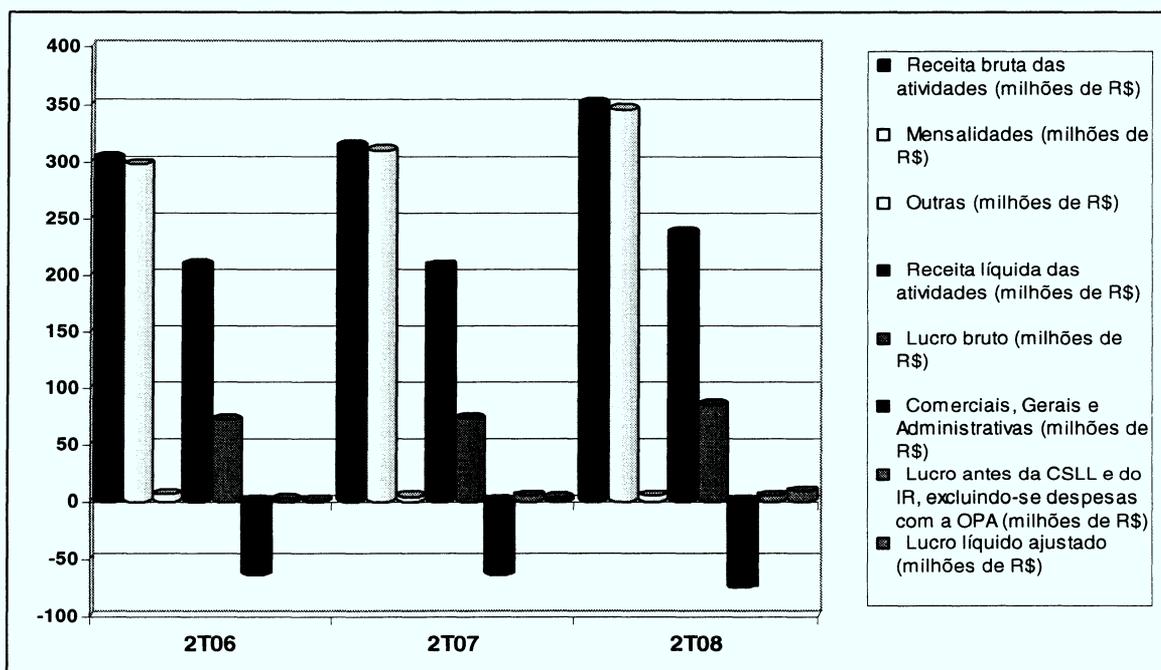
As aquisições no período considerado somaram R\$21,2 milhões (R\$16,9 milhões com a aquisição das Faculdades Interlagos, European e Brasília, em fevereiro de 2008 e R\$ 4,3 milhões com a Faculdade Magister, em junho de 2008). Isso representou uma ampliação de 11,7 % na base média de alunos. Como já tratado anteriormente, a intenção da companhia era destinar 61% do valor captado em aquisições. No entanto, até o momento, apenas 8,4 % do volume capitalizado pela empresa foi destinado a aquisições.

É importante frisarmos um fato importante ocorrido no segundo trimestre de 2008 que provavelmente pode explicar a postura adotada pela empresa. No dia 11 de maio de 2008, a Moena Participações S.A., controlada pela GP Investimentos S.A., adquiriu

participação de 20% do capital social da Estácio Participações S.A. O ingresso da GP implicou em compartilhamento de controle mediante “gestão estratégica de seus negócios, na direção de crescimento e aumento de rentabilidade”, como destacado na divulgação do resultado do segundo trimestre de 2008. A representatividade no Conselho de Administração seria equivalente e existiria co-participação na decisão e na escolha dos principais executivos e sua remuneração, deliberação e aprovação conjunta do Orçamento Anual e Plano de Negócios, acordo sobre aquisições e acordo de não competição. Tal posição fica clara quando observamos, no relatório em questão, a composição do conselho, sustentada em “conselheiros de mercado”.

De um modo geral, todos os indicadores financeiros apresentaram melhora, como mostra o Gráfico 2.6.

**Gráfico 2.6 – Demonstração de resultados – 2T06 ao 2T08 (R\$ Milhões)**



Fonte: Estácio Participações S.A. - RI

Não pouco intuitivo, a ampliação da Receita Bruta é explicada pelo aumento da captação de receita por mensalidades. Da mesma forma, que o aumento de mensalidade está associado à ampliação da base média de alunos (através de aquisições, por exemplo).

Em relação à composição do endividamento, as obrigações de longo prazo foram zeradas. Já quanto às de curto prazo, o comprometimento que era de R\$ 1,9 milhões no primeiro semestre de 2007, reduziu-se mais do que seis vezes, sendo de R\$ 0,3 milhões no fechamento do segundo trimestre do ano presente. Obviamente, não podemos dissociar a redução do endividamento da empresa da ampliação, também de seis vezes, da disponibilidade de caixa gerada, em sua quase totalidade, pela Oferta Pública Inicial.

A Estácio é a empresa com um formato mais claro de mercado entre as pioneiras. E isso não parece ser coincidência. O fato de ter em sua composição decisória uma companhia controlada por um gestor de fundos de investimentos, onde todos os objetivos devem ser compartilhados ou, ao menos, compatibilizados, deve implicar em algumas mudanças no formato da gestão (como já mencionado, no Conselho montado, há co-participação entre as partes, e apresenta muita influência de mercado). Resta saber se o Conselho “de mercado” vai implicar em maiores alterações em sua estratégia de longo prazo. Em relação a aquisições, já verificamos que apenas 8,4 % dos recursos foram utilizados, quando a intenção era de 61%. No entanto, não há um prazo estabelecido para que isso aconteça, nem mesmo obrigação de que esse percentual seja efetivamente cumprido.

**Gráfico 2.7 – Evolução da cotação da ação – (dez07 – nov08)**



Fonte: Anhanguera Educacional S.A – RI

Quanto à evolução do preço das ações confrontado com o IBOVESPA, verificamos um declínio no começo do ano (que permanece sempre abaixo do índice), com uma inflexão em meados de maio, representando uma subida abrupta da sua cotação (maior que o IBOVESPA em todo o período). Em 10/05/2008, foi firmado contrato com a GP Investimentos S.A., que passou a representar 20 % do capital social da instituição. No Gráfico 2.7, verificamos o desempenho do preço de suas ações predominantemente acima do índice, com uma diferença contrastante em relação a ele nos últimos meses. Como poderemos observar, essa diferença positiva em relação ao IBOVESPA não ocorre com as demais companhias. Nem mesmo com a Anhanguera Educacional (Gráfico 2.12).

#### **2.4.2. Kroton Educacional S.A.**

A Kroton Educacional atua no Ensino Básico há quase quarenta anos e no Ensino Superior desde 2001.

A companhia também presta serviços de educação, tecnologia de ensino e material didático em uma rede de mais de 600 escolas associadas por todo o território. No Ensino Superior, são 27 *campi*, em seis estados. Dentre as empresas estudadas, parece ser a que mais se distancia das demais, justamente por ter uma maior concentração de negócios na educação básica. Suas atividades estão direcionadas, principalmente, à rede de Ensino Básico, com a marca Pitágoras (juntamente com a distribuição de material didático).

##### **2.4.2.1. Estratégia e destinação de recursos**

A expansão da participação no Ensino Superior é colocada como o objetivo principal. A intenção é promover ganhos de escala, através dos seguintes vetores: i) desenvolvimento e maturação das unidades existentes; ii) criação de novos *campi* (crescimento orgânico); :iii) aquisições; iv) implantação de ensino à distância (redução dos custos). É mencionado também, mas de forma secundária, o crescimento da rede de ensino básica (em que a companhia já está consolidada).

Em 20 de julho de 2007 foi realizada a publicação do início da oferta pública. Foram captados R\$ 334,4 milhões em recursos líquidos.

As intenções para a utilização desses recursos divulgados no prospecto, eram : (i) abertura e implantação de novas unidades de Ensino Superior; (ii) desenvolvimento de novos produtos; (iii) aquisições de instituições de Ensino Superior; (iv) expansão e manutenção das unidades existentes; (v) quitação de dívidas de curto e longo prazo; e (vi) investimento em tecnologia educacional e da informação. Em termos relativos, para citarmos as principais destinações, 56% dos recursos seriam usados para a abertura e implantação de novas unidades, 12% para desenvolvimento de novos produtos e, também, 12% para aquisições de outras instituições. É interessante notar que, diferentemente do que se observa nas demais companhias, grande parte dos recursos seriam, de acordo com o anúncio da empresa, direcionados para a abertura de novas unidades e não em aquisições, como nas demais.

Sobre a oferta secundária, houve distribuição de 1.530.000 Certificados de Depósito de Ações de titularidade dos Acionistas Vendedores, o que representa pouco mais de 16% do valor da Oferta Primária, todos livres e desembaraçados de quaisquer ônus ou gravames, representativos, cada um, de uma Ação Ordinária e seis Ações Preferenciais de emissão da Companhia, todas nominativas, escriturais, sem valor nominal. A companhia não obteve nenhum recurso proveniente da Oferta Secundária realizada.

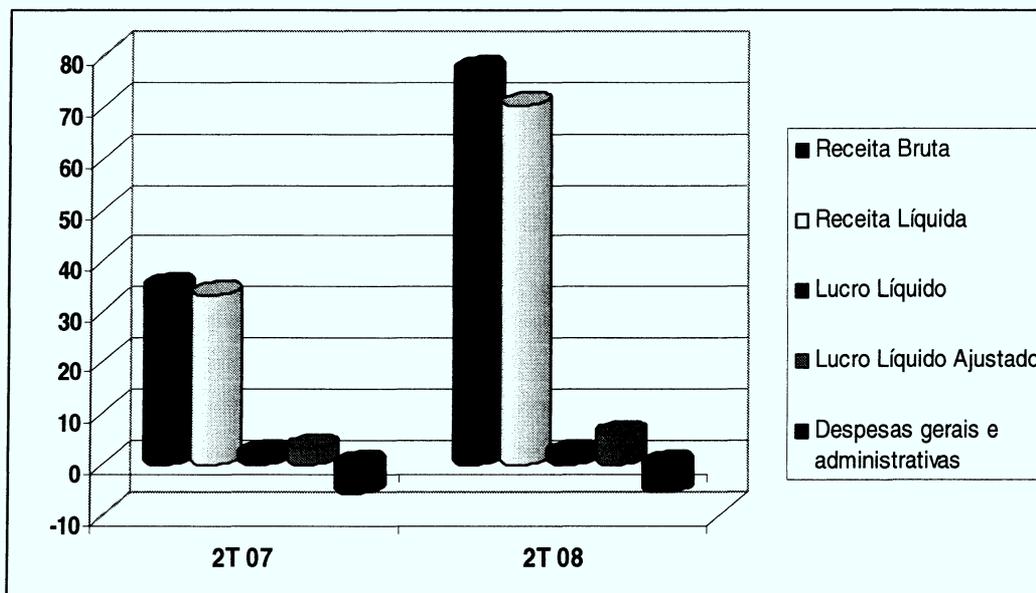
#### **2.4.2.2. Resultado segundo trimestre de 2008**

A Kroton Educacional tem suas atividades alocadas principalmente no Ensino Básico. No segundo trimestre, expandiu suas plataformas de ensino superior, que eram de oito unidades, para mais de vinte e cinco unidades, distribuída em seis estados. Essa alteração provocou uma mudança na composição do *mix* da receita e uma distribuição dos resultados ao longo do ano, que antes eram concentrados no primeiro semestre (é uma característica do ensino básico, por conta da realização de matrículas, no início do ano).

Com essa expansão, a base média de alunos teve uma ampliação de mais de 230 %. Em relação ao número de unidades, são 602 escolas de Ensino Básico no Brasil (mais 6 no Japão), 15 Campi da Faculdade Pitágoras e 10 Campi da Faculdade Ined , as duas marcas da companhia. Embora o número de unidades no ensino fundamental seja maior, a participação na composição da receita líquida do Ensino Superior era, no segundo trimestre

de 2008, de 65,6 %. Aliás, a ampliação das receitas está intimamente ligada à expansão promovida no Ensino Superior (cursos de bacharelado, tecnologia e pós-graduação).

**Gráfico 2.8 - Demonstração de resultados – 2T07 ao 2T08 (R\$ Milhões)**



Fonte: Kroton Educacional S.A - RI

No item “Despesas Gerais e Administrativas”, não é verificada alteração significativa nos custos. Destaca-se, porém, a iniciativa para promover ganhos de escala e centralizar a administração de forma mais eficiente, objetivo mencionado em destaque por todas as companhias consideradas.

A respeito do desempenho do preço das ações na Bolsa, verificamos que o desempenho está predominantemente abaixo do IBOVESPA. O Gráfico 2.9, que contrapõe a cotação dos papéis e o índice, mostra um forte declínio a partir de junho. O preço da ação acompanha o índice, mas com uma queda ainda maior. É importante considerarmos, claro, o período de crise atual para explicar esse movimento. No entanto, esse ponto não é objetivo de discussão desse capítulo.

**Gráfico 2.9 – Evolução da cotação da ação – (dez07 – nov08)**



Fonte: Kroton Educacional S.A - RI

#### 2.4.3. SEB Educacional S.A. (COC)

A instituição iniciou suas atividades em 1963 oferecendo cursos preparatórios para vestibulares, com o nome de Curso Osvaldo Cruz e, em 1973, começou a oferecer ensino médio em Ribeirão Preto, no estado de São Paulo. Em 1987, a marca COC começou a comercializar material didático em cidades mais distantes.

Ao longo da década de noventa, o SEB ampliou suas instalações físicas de Ribeirão Preto, com elaboração de uma metodologia própria de ensino. Em 1999, o SEB entrou no mercado de Ensino Superior, por meio da UNICOC.

#### **2.4.3.1. Estratégia e destinação de recursos**

O objetivo divulgado no prospecto definitivo pelo SEB é expandir a sua atuação em todos os segmentos do setor educacional, sem privilegiar um segmento específico: ensino a distância, ensino básico – estabelecendo unidades próprias e criando novas parcerias na utilização do seu sistema de ensino -, implantação e expansão da participação no ensino superior, manter investimentos em tecnologia educacional (customização do material didático, ampliação de cursos semi-presenciais), e promover ganhos de escala.

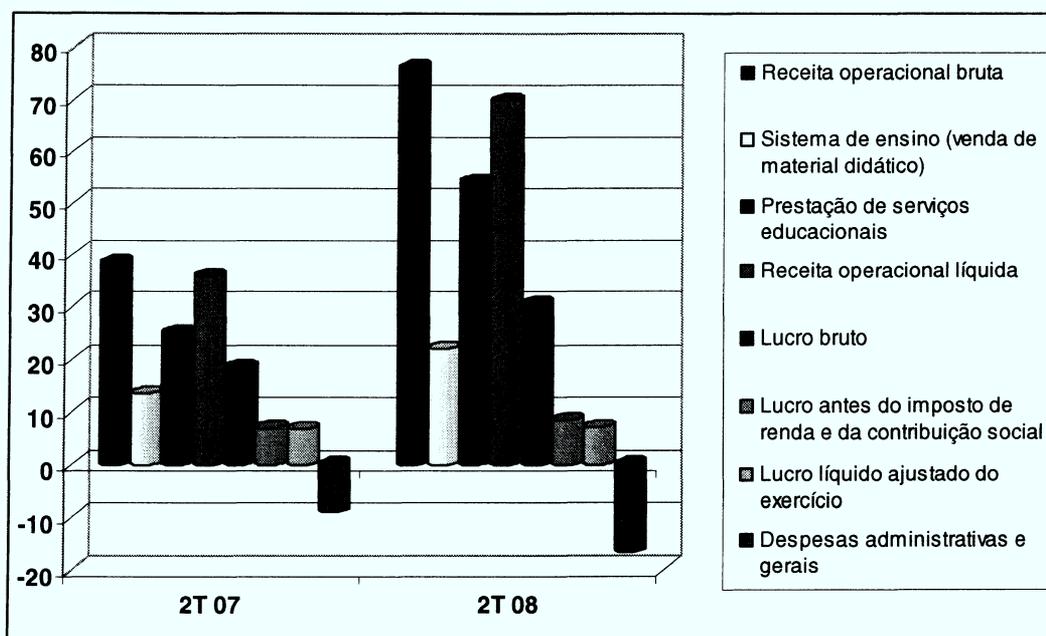
No dia 17 de outubro de 2007 ocorreu a publicação do anúncio de início da oferta, com distribuição pública de 12.500.000 certificados de depósito de ações de emissão da Companhia (as “Units”), o que totaliza uma captação de R\$ 260,9 milhões líquidos (preço por Unit de R\$ 33,00).

A estimativa do direcionamento dos valores captados na Bolsa seriam: i) aquisições (40%); ii) investimento em equipamentos para expansão dos pólos de EAD (20%); iii) Instalação e expansão de novos pólos regionais (15%); iv) Investimento em tecnologia educacional e infra-estrutura (15%) e; v) capital de giro (10%).

#### **2.4.3.2. Resultado segundo trimestre de 2008**

A Receita Bruta apresentou uma elevação de 98,3%, principalmente impactada pela Prestação de Serviços Educacionais. O SEB tem posição tradicional na Educação Básica (de onde advém a maior parcela da sua receita, correspondente a 42,2%) e, ao longo desse último ano, promoveu expansão significativa em Ensino a Distância (que representou, nesse segundo trimestre, 39,4% da Receita Bruta).

**Gráfico 2.10 - Demonstração de resultados – 2T07 ao 2T08 (R\$ Milhões)**



Fonte: SEB Educacional S.A - RI

No dia 18/06/2008 o SEB, através de sua Editora COC, promoveu a aquisição de participação remanescente sobre a DBI Investimentos. Com a operação, sua representação no capital social da DBI passou a ser de quase 100%. No entanto, a explicação para a queda sucessiva está no movimento do mercado de capitais internacional, sem qualquer explicação para a variação advinda de uma tomada de decisão da companhia. Na maior parte do período, o preço da ação encontrou-se abaixo do IBOVESPA.

**Gráfico 2.11 – Evolução da cotação da ação – (dez07 – nov08)**



Fonte: SEB Educacional S.A - RI

#### 2.4.4. Anhanguera Educacional S.A

A Anhanguera Educacional foi fundada em 1994, iniciando suas atividades na cidade de Leme, São Paulo. No ano de 2003, a companhia possuía média de 8.848 alunos matriculados em sete unidades, distribuídas por seis cidades no estado de São Paulo, mantidas por três instituições sem fins lucrativos que, no mesmo ano, foram convertidas em instituições com fins lucrativos. Em 2003, também, o ISCP, entidade mantenedora da Universidade Anhembi Morumbi, se tornou acionista mediante a integralização de capital e subscrição de novas ações.

Como consequência, a Anhanguera Educacional providenciou uma reorganização societária em que as três empresas formadoras do seu grupo naquela época incorporaram-se à Anhanguera Educacional S.A. (“AESA”), constituída no dia 15 de julho de 2003.

A companhia foi a primeira instituição de ensino superior a realizar abertura de capital na América Latina.

#### **2.4.4.1. Estratégia e destinação de recursos**

As estratégias apontadas pela instituição em seu prospecto, são: “foco contínuo na oferta de ensino superior de qualidade por um preço acessível aos jovens trabalhadores de média e média-baixa renda”, melhora da eficiência operacional, expansão em diferentes canais (com maior atenção aos cursos de graduação), valorização da marca e investimento em tecnologia educacional (ensino à distância, por exemplo). Como podemos observar, no geral, a estratégia apresentada por todas as companhias é muito parecida, diferindo em pontos muito específicos.

A Anhanguera Educacional foi a primeira empresa do setor a abrir capital na América Latina. No dia 08 de março de 2007 foi publicado o aviso de anúncio da oferta, sendo captados R\$ 338,2 milhões em recursos líquidos, com base no preço por Unit de R\$ 18,00.

A intenção apresentada pela instituição sobre a destinação de recursos foi a expansão das atividades, através de: (i) aquisições, (ii) abertura de novas unidades e (iii) expansão e manutenção das unidades já existentes. Estima-se que 49% da captação seja destinada a aquisições, 41 % à manutenção das unidades já existentes e abertura de novas (expansão orgânica) e, o restante do valor, seria utilizado para quitar dívidas de curto prazo.

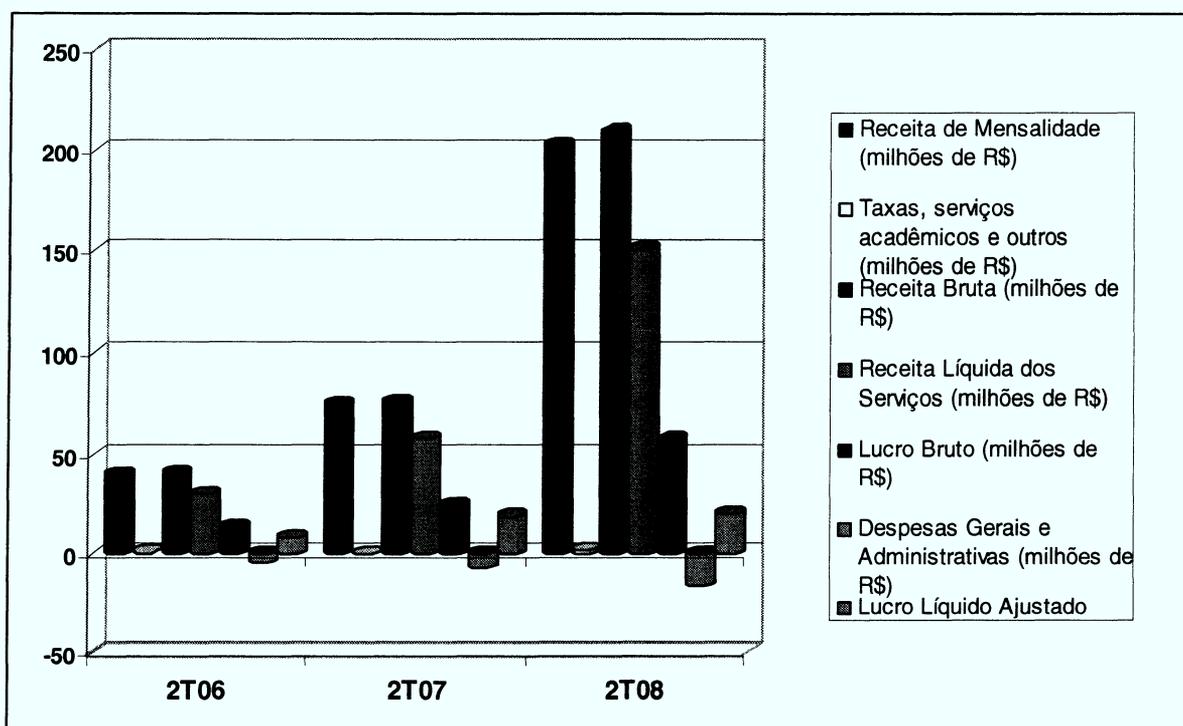
Também foi ressaltado que a instituição não recebeu qualquer recurso proveniente da Oferta Secundária realizada, de 4.750.000 Certificados de Depósitos de Ações, todos livres e desembaraçados de quaisquer ônus ou gravames, representativos cada um de uma ação ordinária e seis ações preferenciais de emissão da Companhia, todas nominativas, escriturais, sem valor nominal (no total, R\$ 85,5 milhões).

#### **2.4.4.2 – Resultado segundo trimestre de 2008**

Como já pudemos observar nos resultados das outras companhias, a expansão das atividades por meio de aquisições é estratégia anunciada (no prospecto publicado) - realizado – comum em todas elas. No caso da Anhanguera Educacional, essa estratégia fica ainda mais clara. A companhia foi quem promoveu mais aquisições dentre as quatro empresas listadas. E não precisamos dos números divulgados trimestralmente pra concluir

isso. Basta abrir o portal de Relação com Investidores da instituição e buscar os fatos relevantes publicados. São inúmeras faculdades adquiridas num curto período de tempo, pulverizadas por todo o território, com as mais diversas composições estruturais.

**Gráfico 2.12 – Demonstração de resultados – 2T07 ao 2T08 (R\$ Milhões)**



Fonte: Anhanguera Educacional RI

A receita bruta (Gráfico 2.12) mais do que quintuplicou em dois anos. No mesmo sentido, as taxas com serviços acadêmicos triplicaram. Esse crescimento estava previsto na destinação dos recursos divulgada no prospecto: a aquisição de pequenas faculdades, como já mencionado anteriormente, o que implicou em um aumento do número médio de alunos e, por consequência, ampliação da receita gerada. O lucro líquido ajustado, por sua vez, apresentou uma variação de 243% desde o segundo trimestre de 2006.

Apenas no primeiro semestre de 2008, foram desembolsados R\$ 108,7 milhões para aquisições. Em Julho, a Anhanguera adquiriu participação minoritária na Microlins (o equivalente a 30%), rede de ensino profissionalizante, principalmente informática. A ideia de aquisição de participação minoritária da Microlins (com possibilidade de compra futura,

firmada em contrato) é justamente complementar à estratégia de expansão das suas atividades no mercado de ensino superior. Como a competição via preços nesse setor não é viável, a diferenciação do “produto” é uma forma de ganhar mercado.

Com esse processo em curso, não é difícil entender o porquê dos números apresentados num período curto de tempo tenha mudado tanto. O número médio de alunos aumentou, a receita aumentou, o lucro líquido ajustado aumentou. A empresa, se listada há três anos, estaria muito longe das terceira posição que ocupa hoje entre as maiores instituições privadas de ensino do Brasil.

Em relação ao endividamento, observamos uma inversão da composição da dívida: no segundo trimestre de 2007, principalmente de longo prazo (78,1%); no segundo trimestre de 2008, principalmente de curto prazo (82,5%). Essa inversão está associada, fundamentalmente, a notas promissórias emitidas em fevereiro de 2008, que perfazem o valor de R\$ 130 milhões. No mesmo ano, em abril, Anhanguera promoveu a sua segunda Oferta Pública, realizando uma captação de R\$ 508,5 milhões.

**Gráfico 2.13 – Evolução da cotação da ação – (mar07 – nov08)**



Fonte: Anhanguera Educacional RI

As ações das empresas listadas no setor de educação acumularam desvalorizações, sendo a Anhanguera, a exceção. Quando observamos o gráfico, verificamos que em quase todo o período, a cotação de seus papéis esteve acima do índice da Bovespa. E mesmo com crise financeira, e o declínio do preço, manteve-se acima do IBOVESPA.

## **2.5. Conclusão**

O capítulo foi dividido em duas partes: primeiro, um panorama do mercado de Ensino Superior e, na sequência, uma descrição individualizada de cada uma das empresas tratadas.

No primeiro item, é colocada a posição do Brasil no mercado de educação mundial para, em seguida, apresentarmos as mudanças recentes no mercado brasileiro.

Sendo traçado esse panorama (interno e externo), tratamos de cada uma das empresas, de forma separada. O objeto de cada item era contrapor as intenções divulgadas(prospectos) às realizações (resultados apresentados).

Um breve histórico da instituição, seguido de sua estratégia, e objetivos de destinação dos recursos captados apontado no prospecto. Com essas informações, foram avaliados os resultados do segundo trimestre de 2008 de cada empresa. Além de, claro, observarmos o movimento nas cotações das ações em relação ao IBOVESPA.

Embora os resultados apresentados estejam pouco amadurecidos, verificamos algumas tendências, como o aumento progressivo da concentração do setor (dado o movimento intenso de aquisições pelas empresas listadas na Bolsa). E, isso tudo, graças à captação de recursos permitida pela Oferta Pública.

Outro aspecto interessante está na gestão e nível de governança corporativa das instituições de ensino. A partir do momento em que a companhia realiza a abertura do seu capital, sua gestão e governança devem ser compatibilizadas aos normativos do mercado, sendo o mais transparente possível. Nesse ponto, podemos até prever que, além da concentração desse mercado, com uma maior transparência e gestão mais eficiente, o interesse de investimento direto estrangeiro no setor seja ampliado. Afinal, o papel do capital externo é fundamental, mas de forma indireta (através do mercado de capitais). A participação de forma direta, como vimos, ainda é muito pequena. Esse ponto leva a

questões polêmicas que vão além da eficiência de mercado, e se relacionam com o que se convencionou chamar de “mercantilização do ensino superior” . Como já tratado, existe projeto encaminhado ao Congresso com intenção não só de limitar, mas de proibir a participação de capital estrangeiro no setor.

Além disso, questiona-se a possibilidade de compatibilizar os mecanismos de mercado ao setor de educação. Se essa relação (mercado x educação) prejudicaria a qualidade de ensino das instituições. Com o mercado, a educação se tornaria mais uma mercadoria.

De qualquer forma, não é possível afirmar com certeza a direção de todas essas transformações, ainda muito recentes. No entanto, podemos verificar que as mudanças no setor, com o mercado em evidência, tornam-se mais rápidas. Se os impactos positivos vão compensar os aspectos negativos, é outra questão.

## Considerações Finais

Em um curto espaço de tempo, foram experimentados dois momentos distintos: o otimismo predominante até poucos meses e, hoje, um ambiente de fortes incertezas, sendo grandes as chances de um período de restrição de liquidez.

Os últimos quatro anos representaram um momento otimista para a economia mundial. E, como consequência, um período de crescimento expressivo do mercado de capitais brasileiro. A ampliação da capitalização relativa (capitalização do mercado/ PIB, que nos dá a idéia do tamanho do mercado de capitais e possibilita comparações entre diversos países), a crescente modernização de mecanismos do mercado de capitais, a ampliação do número de empresas relacionadas a setores diversos listadas na bolsa, mudança da composição da carteira de investidores, ampliação gigantesca do número de IPO's anunciadas e realizadas.

Num clima de euforia, muitos analistas chegaram a denominar a “boa fase” do mercado de capitais brasileiro como uma revolução. E nessa revolução, estariam às respostas para os problemas de financiamento de longo prazo da economia e a retomado do crescimento robusto. O mercado de capitais brasileiro teria alcançado o patamar dos países desenvolvidos? Ficava a pergunta.

Em abril de 2008, foi anunciada a classificação de risco brasileira com o selo de *investment grade*. A crise da economia norte americana, que vem crescendo desde meados de 2007, não havia atingido o mercado de capitais brasileiro de forma devastadora. Pelo menos, em uma conclusão precipitada, essa seria a percepção. Se os mercados são globais, afinal, imunes não podem ficar. Dadas as devidas proporções, e o seu devido tempo, o mercado de capitais brasileiro também sentiu as consequências da crise financeira internacional.

Verificamos no primeiro capítulo, a ampliação da participação de investidores estrangeiros (fundamentalmente no mercado de ações, que foi o nosso foco). Nesse sentido, sendo o capital externo um componente fundamental no movimento da “revolução do mercado de capitais”, cabe-nos questionar se a inversão do sentido do ciclo de liquidez vai provocar efeitos permanentes sobre o mercado de capitais brasileiro. Se o grau de incerteza é alto, a tendência à fuga desses capitais para ativos de menor risco é intuitiva. O *boom* de

IPO's ficou esquecido., isso os números mostram. E, muitas das empresas que abriram seu capital, ou se preparavam para realizar essa abertura, foram obrigadas a mudar sua posição repentinamente. No entanto, a decisão de se listar na bolsa não é simples. Existem custos inerentes a essa transação. Custos elevados e irrecuperáveis (ou que demandam tempo para sua recuperação).

O ano de 2007 representou um marco histórico no setor de Educação brasileiro: quatro empresas realizaram a abertura de capital (Anhanguera Educacional, Kroton Educacional, SEB Educacional (COC) e Estácio Participações S.A.). De todas as companhias, apenas a Anhanguera voltou a realizar Oferta Pública (em janeiro de 2008). Complementou sua captação, ainda, em fevereiro, com emissão de notas promissórias. Retomando o ponto do parágrafo anterior, como exemplo, basta citarmos a KROTON: foram divulgados anúncios de recompra de ações. Não existe predisposição das empresas, não em curto prazo, de realizarem nova captação na Bolsa.

Isso não significa que o setor tenha apresentado piora em seus indicadores financeiros. Longe disso. As oscilações observadas têm pouco embasamento real, e estão extremamente vinculadas ao atual período de crise internacional. Nesse sentido, o otimismo mencionado anteriormente peca em seus argumentos. Como é possível pensar que um mercado de capitais com uma carteira dinamizada, especialmente, pelos ânimos do capital externo, possam representar solução para os problemas de financiamento de longo prazo da economia brasileira?

Não se trata de ignorar as melhoras, desconsiderar o crescimento do mercado. Na verdade, os desenvolvimentos apontados no mercado de capitais ao longo desse trabalho são positivos. Porém, não podemos retratá-los maiores do que realmente são.

No setor escolhido para a análise, verificamos que a captação das empresas permitiu um aumento no tamanho dessas instituições (três, das quatro consideradas, não estavam nem entre as vinte maiores companhias em 2005, por exemplo). Essa ampliação, principalmente através de aquisições de instituições de porte menor, tem uma implicação, principalmente, em variação patrimonial para essas companhias. Isso significa que um pequeno percentual do valor captado representou, de fato, formação brutal de capital. Sendo assim, é questionável afirmar que a capitalização proporcionada pela abertura dinamize a economia, gerando investimento e, conseqüentemente, emprego e renda.

Uma tendência que podemos apontar, considerando a estratégia das instituições de ensino na Bolsa, é a concentração gradativa do mercado de Ensino Superior (como já mencionado na conclusão do segundo capítulo). A intenção da Anhanguera Educacional, realizando inúmeras aquisições, é justamente de ficar grande, e obter ganhos de escala. A elasticidade-preço da demanda é rígida nesse mercado. Existem três formas básicas de obter fatias de mercado: diferenciação (em menor grau, nesse caso), ganhos de escala e redução de custos (principalmente administrativos). Com as aquisições, a idéia é centralizar a administração, otimizando sua gestão administrativa.

Sobre a postura estratégica da empresa, podemos exemplificar através da Estácio Participações, que tem em seu controle, como co-participante, uma empresa controlada por um fundo de investimentos (transação realizada em maio de 2008). As decisões estão assentadas em “cabeças de mercado” (existem profissionais de formação apenas financeira no Conselho, (formado para a tomada de todas as decisões, inclusive as não relacionadas com o mercado em si). Nesse ponto, verificamos que a estratégia está vinculada às transformações de mercado da empresa. Se é assim, como pensar em uma instituição de ensino, em que a estratégia deve ser de longo prazo, respondendo a objetivos de curto prazo, representado pelo mercado? É possível conciliar as duas coisas?

O debate em torno da chamada “mercantilização do ensino superior” faria restrições a essa possibilidade de conciliação. Em 1994, a própria OMC (Organização Mundial do Comércio) estabeleceu que a Educação não deveria mais ser vista apenas como um direito, mas também como um serviço. Um serviço que pode ser transacionado no mercado como outro qualquer: uma mercadoria. É em torno desse ponto que gira o debate. Apresentar a Educação como mercadoria pode (e como podemos notar, vem tendo) implicações sobre a qualidade de ensino ofertada. O número de faculdades criadas a partir de meados da década de noventa, quando é transferida a “responsabilidade” de atendimento à demanda do Ensino Superior para o setor privado, é gigantesco. Nesse sentido, pouco se verifica a respeito de um controle efetivo da qualidade de ensino ofertado.

Existem várias ressalvas quanto ao movimento apresentado no setor de Educação. E a intenção do trabalho não é responder às perguntas levantadas devido às conseqüências observadas. As transformações no mercado de Ensino Superior, iniciadas no início do ano

de 2007, ainda não apresentam efeitos claros, mesmo porque, tudo ainda é muito recente. Algumas respostas demandam tempo e amadurecimento do processo ainda em curso.

## Referências Bibliográficas

Barreyro, G.B. (2008). *Mapa do Ensino Superior Privado*. Brasília - DF: INEP.

Biancareli, A.M. (2007). *Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira*. Campinas, IE-Unicamp, tese de doutorado.

BOVESPA. (2008a). *Dados & Notas*. São Paulo. <http://www.bovespa.com.br>

----- (2008). *Panorama da economia brasileira e do mercado de capitais*. São Paulo.

Carneiro, R. (2002). *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Ed. Unesp.

Carvalho, F.J.C. (2000). *Economia Monetária e Financeira. Teoria e política*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Cintra, M. A. M. & Prates, D. M. (2005). *Os fluxos de capitais para o Brasil nos anos 90*. In: Antonio Correa de Lacerda. (Org.). *A inserção externa da economia brasileira, 2005*.

Eichengreen, B. (1996). *A globalização do capital: história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Editora 34.

INEP (2007). *Censo da educação superior: sinopse estatística de 2005*. Brasília – DF

Lopes, C.L.F.R & Antunes, L.P. (2007). *Financiamento de Longo Prazo: mercado de debêntures e programa de emissão da BNDESPAR*. REVISTA DO BNDES, RIO DE JANEIRO, V. 14, N. 27, P. 43-70, JUN. 2007

Pinheiro, A.C. (2004). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: em direção a uma agenda de reformas*

<http://www.unianhanguera.com.br/ri> (Relação com Investidores Anhanguera Educacional)

<http://www.estacioparticipacoes.com/> (Relação com Investidores Estácio Participações)

<http://www.kroton.com.br/ri/> (Relação com Investidores Kroton Educacional)

<http://www.sebsa.com.br/ir/> (Relação com Investidores SEB)