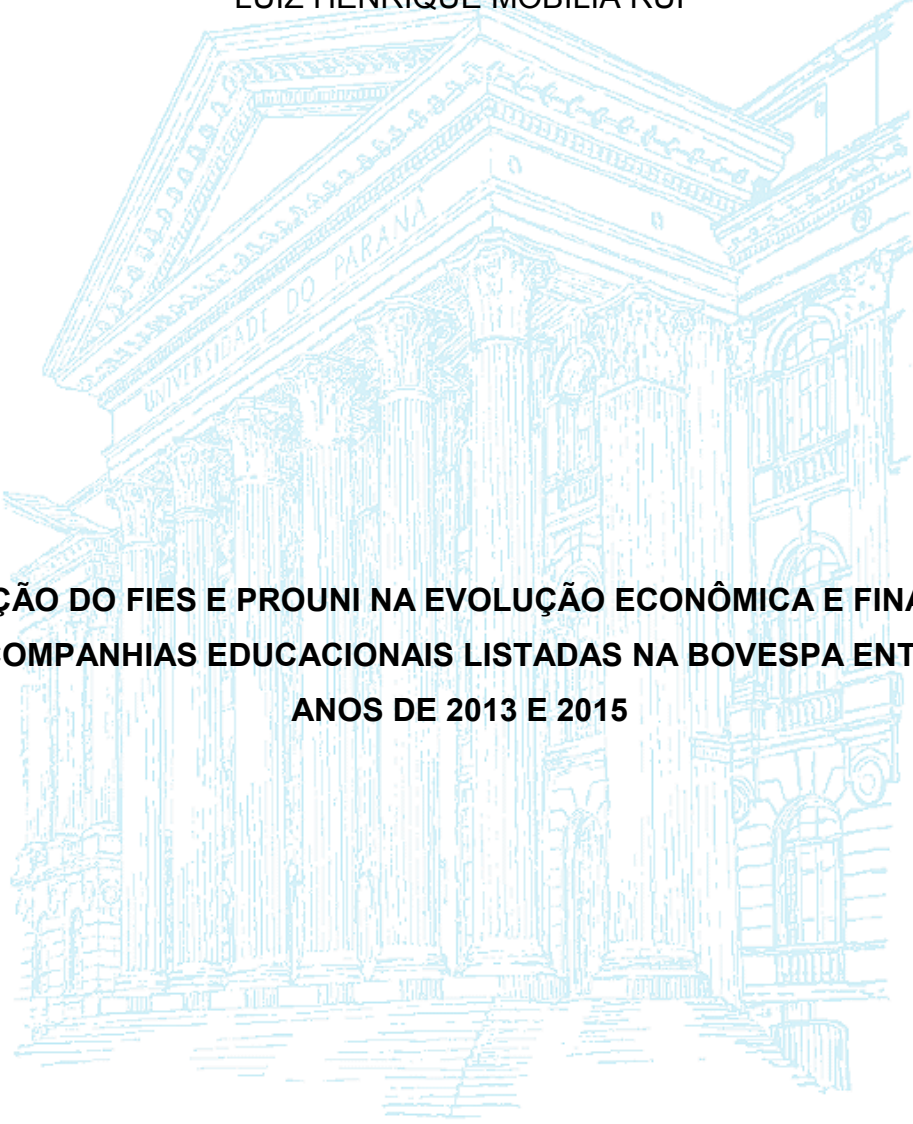


UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LUIZ HENRIQUE MOBILIA RUI



**A RELAÇÃO DO FIES E PROUNI NA EVOLUÇÃO ECONÔMICA E FINANCEIRA
DAS COMPANHIAS EDUCACIONAIS LISTADAS NA BOVESPA ENTRE OS
ANOS DE 2013 E 2015**

CURITIBA

2016

LUIZ HENRIQUE MOBILIA RUI

**A RELAÇÃO DO FIES E PROUNI NA EVOLUÇÃO ECONÔMICA E FINANCEIRA
DAS COMPANHIAS EDUCACIONAIS LISTADAS NA BOVESPA ENTRE OS
ANOS DE 2013 E 2015**

Monografia apresentada como requisito parcial para a conclusão do curso de especialização MBA em Finanças da Universidade Federal do Paraná.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Ana Paula Mussi Szabo Cherobim

Dedico este trabalho ao meu filho Vicente, que veio a este mundo nos primeiros meses de aulas deste curso e que desde o seu primeiro minuto de vida trouxe um estímulo excepcional para eu seguir em frente, para superar todas as dificuldades de conciliar as vidas de profissional, estudante e, agora, também de pai.

AGRADECIMENTOS

A Deus, que me permitiu traçar um caminho de paz, harmonia e criou em mim o desejo de melhorar sempre, abençoou-me com uma família maravilhosa e me rodeou de pessoas boas.

Agradeço ainda a BRMalls, uma empresa que me acolheu em seu sonho de ser grande em 2013 e que em 2015 me ofereceu uma bolsa de estudos para que eu pudesse cursar este MBA.

No Brasil até o passado é incerto
Pedro Malan - Ministro da Fazenda entre 1995 e 2003

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo investigar qual a relação entre o FIES e o PROUNI, e o desempenho das companhias educacionais listadas na Bovespa. Os objetivos secundários são: demonstrar como ela acontece e quais as suas influências diretas no valor de mercado e oscilações na cotação de seus ativos. Para alcançar tais objetivos foram consultados e analisados dados secundários em fontes tais como informações disponibilizadas por órgãos reguladores, imprensa e demonstrações contábeis divulgadas pela BOVESPA referentes aos períodos compreendidos entre 2013 e 2015. O tipo de análise utilizada foi a fundamentalista, pois proporciona uma visão holística dos dados, sendo que técnicas de análise de balanços foram empregadas para chegar às conclusões. As análises mostram que muitos estudantes foram beneficiados pelo programa do Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação, com o FIES, com crescimento constante a partir de 2010, observado quebra em 2015. O gasto com este programa aumentou 12 vezes em 10 anos, chegando a R\$ 13.769 bilhão em 2014. Já o PROUNI, criado em 2004, têm números menores que o FIES que se manteve estável nos anos entre 2010 e 2015, mantendo-se estável com ligeiras variações. Independente da modalidade de contabilização de valores é certo que ambos os programas transferem recursos financeiros da União para a iniciativa privada, com a contratação de serviços educacionais. Como conclusão, pode-se afirmar que o FIES e PROUNI foram fundamentais para o desenvolvimento das empresas de educação listadas na BOVESPA. As companhias souberam muito bem como se valer da dinâmica dos programas e da ampla demanda para alavancar os seus negócios. Também é possível afirmar que, em maior ou menor grau, essas companhias são dependentes destas fontes de recursos.

Palavras-chave: PROUNI, FIES, Análise de balanços.

ABSTRACT

The present study aims to investigate the relationship between FIES and PROUNI, and the performance of educational companies listed on the Bovespa. The secondary objectives are: to demonstrate how it happens and what its direct influences on the market value and oscillations in the quotation of its assets. In order to achieve these objectives, secondary data were consulted and analyzed in sources such as information provided by regulatory agencies, the press and accounting statements disclosed by the BOVESPA for periods between 2013 and 2015. The type of analysis used was fundamentalist, since it provides a holistic view of the data, and balance-sheet analysis techniques were undertaken to reach the conclusions. Analyzes show that many students have benefited from the National Education Development Fund's FIES program, with steady growth starting in 2010, observed a decline in 2015. The spending on this program has increased 12 times in 10 years, reaching R \$ 13.769 billion in 2014. The PROUNI, created in 2004, has smaller numbers than the FIES that remained stable in the years between 2010 and 2015, remaining stable with slight variations. Regardless of the method of accounting for amounts, it is true that both programs transfer funds from the Union to the private sector, with the contraction of educational services. As a conclusion, it can be said that FIES and PROUNI were fundamental for the development of education companies listed on the BOVESPA. The companies knew very well how to capitalize on the dynamics of the programs and the broad demand to leverage their business. It is also possible to state that, to a greater or lesser degree, these companies are dependent on these sources of resources.

Key-words: PROUNI, FIES, analysis of balance sheets.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 METODOLOGIA	14
3 METODOLOGIA DE ANÁLISE DAS EMPRESAS	15
3.1 MERCADO ACIONÁRIO - ANÁLISE FUNDAMENTALISTA.....	15
3.2 ANÁLISE DE DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS.....	17
4 PROGRAMAS GOVERNAMENTAIS DE FINANCIAMENTOS E BOLSAS ESTUDANTIS PARA O ENSINO SUPERIOR	18
4.1 FUNDO DE FINANCIAMENTO ESTUDANTIL (FIES).....	19
4.2 PROGRAMA UNIVERSIDADE PARA TODOS (PROUNI).....	22
4.3 CUSTO TOTAL DOS PROGRAMAS ENTRE 2004 E 2014.....	24
4.4 PARTICIPAÇÃO DE ALUNOS CONTRATANTES DO FIES NA COMPOSIÇÃO DA BASE TOTAL DE ALUNOS DAS COMPANHIAS ANALISADAS.....	25
5 MERCADO DE CAPITAIS E AS COMPANHIAS EDUCACIONAIS NA BOVESPA	26
5.1 COMPANHIAS EDUCACIONAIS LISTADAS NA BOVESPA.....	28
5.2 QUANTIDADE DE ALUNOS DAS COMPANHIAS.....	32
6 CRESCIMENTO DAS INSTITUIÇÕES DE ENSINO SUPERIOR NO BRASIL NOS ANOS 2000	32
7. DESEMPENHO DAS COMPANHIAS NO MERCADO DE AÇÕES E SEUS RESULTADOS ECONÔMICOS FINANCEIROS	35
7.1 ANÁLISE DA VOLATIVIDADE DAS AÇÕES.....	35
7.2 VALOR DE MERCADO.....	38
7.3 EVOLUÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO.....	40
7.4 LUCRATIVIDADE.....	42
7.5 LUCRO POR AÇÃO.....	43
8 CONCLUSÃO	45
REFERÊNCIAS	48

1 INTRODUÇÃO

Desde o início dos anos 2000, quando foi lançada a primeira versão do Fundo de Financiamento Estudantil (FIES), na forma da lei na forma da Lei 10.260/2001 se percebe uma sinalização do Governo Federal em ampliar o acesso ao ensino superior, especialmente entre as camadas sociais de menor poder aquisitivo. Aparentemente é algo que se transformou em uma política de Estado, visto que foi criado pelo presidente Fernando Henrique Cardoso, mantido pelos governos de Luís Inácio Lula da Silva e de Dilma Rousseff, que adicionalmente também criaram o Programa Universidade para Todos (PROUNI), com basicamente o mesmo objetivo do FIES, muito embora o primeiro seja composto por bolsas e o segundo por lastro de financiamento, através de políticas de renúncia fiscal.

Entre os críticos das políticas públicas brasileiras destinadas à educação superior, muito se discute o quão legítimas são essas iniciativas do governo em utilizar esses programas como uma espécie de terceirização de sua obrigação de promover amplo acesso ao ensino desde a educação básica até a graduação. Outro ponto também recorrente nestes debates é o controle que o governo tem, através do Ministério da Educação (MEC) acerca da qualidade dos cursos oferecidos pela rede privada de ensino, que além dos alunos são as grandes beneficiadas por esses programas de acesso ao ensino superior.

Muito embora haja esse contraponto, o qual não se presta este trabalho, resta claro que os programas federais de incentivo são importantes ferramentas de acesso à educação, bem como peça-chave no ciclo econômico que tem em uma ponta o governo federal, com seus recursos financeiros, no centro, os estudantes, interessados em formação superior e na ponta final as instituições educacionais da rede privada, que oferecem os cursos e recebem os recursos federais. De maneira muito resumida este é o ciclo proporcionado por FIES e PROUNI e seus atores.

Em 15 de Fevereiro de 2015, o Jornal O Estado de São Paulo, publicou uma notícia que dava conta de como algumas instituições se valiam do FIES para alavancar os seus negócios:

Com a estratégia de passar alunos já matriculados para o Financiamento Estudantil (FIES), há faculdades cuja maioria dos estudantes está registrada no programa federal. Segundo dados do Ministério da Educação (MEC) de 2013, mais de cem instituições têm mais de 60% dos estudantes com mensalidades financiadas. Várias

instituições ou não existiam em 2010 ou tinham apenas uma ou duas turmas de graduação – mas, hoje, já têm milhares de alunos ligados ao Fies. (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2015).

A matéria continua lançando luz sobre um peculiar caso de uma faculdade do ABC Paulista:

É o caso da Faculdade Tijucussu, em São Caetano do Sul, no ABC paulista. Em 2010, eram 27 alunos matriculados, nenhum com FIES. Hoje, são 1.272 estudantes e, de todos esses, só quatro pagam suas próprias mensalidades e todos os outros estão registrados no programa federal. Esse número faz com que ela seja a faculdade com mais de mil alunos com a maior porcentagem de estudantes no FIES: 99,7%. (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2015).

O conteúdo jornalístico também analisa dados de duas das companhias que educacionais que serão fruto de estudo neste trabalho:

Se for analisado o número total de alunos com FIES entre as mantenedoras, a campeã é a Anhanguera Educacional Ltda., pertencente ao Grupo Kroton-Anhanguera. São 80,7 mil, mais estudantes do que qualquer universidade federal do País. O crescimento de 2010 para cá foi de 2.000% - o que não significou um número maior de alunos. Eram 230 mil estudantes em 2010 e continua com 230 mil alunos em 2013. Ou seja: a diferença é que há menos gente pagando a mensalidade por conta própria e mais dependendo do governo federal para quitar os estudos.

A mesma lógica é registrada em mantenedoras de outros grandes grupos de educação superior. Duas faculdades de propriedade do Grupo Estácio, por exemplo, passaram de 6,9 mil estudantes recebedores do FIES para em 2010 para 39,9 mil em 2013, uma variação cinco vezes maior do que o número total de alunos no período. (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2015).

É sobre o cenário econômico das empresas que compõe a rede privada que este estudo debruça-se. Analisando o Brasil, um país como dimensões continentais, seria uma tarefa hercúlea ter acesso a todas as instituições privadas do país, portanto a opção aqui escolhida é analisar quatro companhias: Kroton Educacional, Anima Educacional, Estácio e Ser Educacional, que são as empresas brasileiras do segmento educacional que tem suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Essas empresas estão obrigadas, nos termos da Lei 6404 de 1976, que regulamenta a operação e obrigações das empresas de Sociedades Anônimas, a publicar periodicamente seus resultados financeiros, sendo, portanto uma fonte farta e confiável de informações, para entender seu desempenho.

Esta opção é particularmente interessante, pois todas as empresas educacionais listadas atualmente na Bovespa fizeram suas Initial Public Offering (IPO) após a implantação do FIES e do PROUNI. Há, portanto cenário potencial a ser analisado para entender com maior clareza o quanto esses programas interferiram no desempenho dessas companhias, seja no aumento de seus valores de mercado, patrimônio ou lucratividade.

Ponto importante da análise do segmento educacional na Bovespa é compreender como os incentivos governamentais estão respaldando o desempenho das empresas desta indústria. Como a redução de recursos para o FIES, anunciada pelo governo federal no final de 2015, por exemplo, impacta nas receitas das instituições privadas? De acordo com notícia publicada pelo Jornal Valor Econômico em 30 de setembro de 2015 o número de matrículas apresentou queda de 30% no segundo semestre daquele ano, segundo apontamento do Sindicato das Entidades Mantenedoras de Ensino Superior (SEMESP):

O número de novas matrículas, no processo seletivo da metade do ano, nas instituições privadas de ensino superior caiu em média 30% quando comparado ao mesmo período de 2014 devido à redução do FIES e ao cenário macroeconômico no país. (VALOR ECONÔMICO, 2015).

Neste complexo cenário político, econômico, social e educacional o estudo dos dados financeiros das companhias, do orçamento da União, de históricos de cotações de ações, do número de alunos atendidos pelos programas, bem como uma ampla pesquisa de conteúdos jornalísticos e de artigos técnicos são vitais para entender se as dinâmicas dos programas governamentais corroboram essa alegada dependência das empresas pelas políticas de Estado de financiamento estudantil.

Em 25 de Abril de 2016, o Jornal Valor Econômico, publicou o artigo: “O problema do gigantismo do Brasil”, escrito por John Lyons e David Luhnnow. Em um paralelo com o que propõe o filósofo inglês Thomas Robbes, em sua obra “O Leviatã” os autores mostram o quanto a sociedade brasileira depende do Estado para desenvolver seus negócios. Resumidamente, os autores expõem como parece natural e até mesmo uma regra a necessidade da intervenção do governo brasileiro para o desenvolvimento das empresas no país, “com o conceito de um Estado paternalista gigantesco, responsável pelos negócios de toda a sociedade”, os

autores trazem sua visão sobre o Estado Brasil, incluindo a opinião do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso:

O Brasil já experimentou quase todo tipo de governo, de imperadores e ditadores a democratas e ex-marxistas. Quase todos compartilharam o compromisso do Estado de Leviatã como o motor do progresso. “O problema é que, desde sempre, os líderes políticos do Brasil somente veem um caminho a seguir, o aumento do tamanho do Estado”, diz o ex-presidente Fernando Henrique Cardoso. “Mas você precisa de outro trampolim para o progresso que não exclua o Estado, mas que aceite os mercados. Isso não é compreendido no Brasil” (VALOR ECONÔMICO, 2016).

2 METODOLOGIA

O Estado brasileiro, classificado por John Lyons e David Luhnnow, como paternalista e gigante, influenciou na evolução econômica e financeira das companhias educacionais listadas na Bovespa. Este trabalho analisa essa influência com dados e informações de mercado.

Com dados obtidos em fontes como áreas de Relações com Investidores das empresas estudadas, de cotações de ativos negociados na Bovespa, dados oficiais do Governo Federal, em especial do Ministério da Educação, além de material jornalístico publicado pelos principais veículos do segmento de política e economia do Brasil, são feitas análises de informações financeiras das empresas, suas cotações e valores de mercado, bem como dos números de contratos e de alunos do FIES e Prouni para haver dados quantitativos, que indiquem a consistência das questões exploradas neste estudo.

Por outro lado faz também revisão bibliográfica a respeito das principais questões técnicas que envolvem o cerne das discussões aqui propostas, dando subsídios para a realização de uma análise qualitativa das empresas e do cenário na qual estão inseridas.

O objetivo principal é investigar qual a relação entre o FIES e o PROUNI, e o desempenho das companhias educacionais listadas na Bovespa. Os objetivos secundários são: demonstrar como ela acontece e quais as suas influências diretas no valor de mercado e oscilações na cotação de seus ativos.

A investigação analisa ainda o crescimento destas instituições a partir do ano 2000, período em que os referidos programas tornaram-se mais presente na vida de

estudantes e a rede de ensino privada, sobretudo a análise de dados econômicos e financeiros das companhias nos anos de 2013, 2014 e 2015. Considerando que há uma ampla análise do ambiente macro, o estudo também apresenta contrapontos com informações destas empresas, com uma visão a respeito de seu patrimônio e demonstrações contábeis.

O trabalho analisa a relação dinâmica do elo entre os dois principais agente: governo e rede privada de ensino. Por exemplo, a queda no valor das ações das empresas de educação registrado no início de 2015 teve relação direta com alguma ação governamental? Sem essa injeção direta de recursos, promovida pelo FIES e PROUNI, as companhias teriam crescido tanto e no mesmo ritmo? Ademais, o período de incertezas políticas interferiu de alguma forma nos valores dos papéis das empresas ou sua lucratividade?

A partir da coleta de informação, o estudo elabora análises descritivas, cálculos quantitativos e análises comparativas para compor os cenários que embasam esta investigação, para que haja com a conclusão das respostas as questões propostas como objetivos primários e secundários.

3 METODOLOGIA DE ANÁLISE DAS EMPRESAS

A metodologia utilizada é análise fundamentalista do desempenho das empresas mediante análise das cotações de suas ações na BOVESPA e de suas demonstrações contábeis nos períodos compreendidos entre 2013 e 2015.

3.1 MERCADO ACIONÁRIO - ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Qualquer um que se preste avaliar uma empresa sobre o prisma de seu desempenho na bolsa de valores, um ambiente com uma infinidade de variáveis, pode lançar mão de uma série de métodos para chegar as suas conclusões, as mais comuns são as análises técnica e fundamentalista. Para fins deste estudo, por ser bastante alicerçado em como decisões governamentais impactam no desempenho das empresas na Bovespa, se optou em fazer uso da análise fundamentalista, pois com esta é possível ter uma maior clareza a respeito do contexto macro econômico no qual a empresa está inserida. Em suma, este tipo de análise traz uma visão holística do mercado.

Esta técnica torna-se plenamente aplicável no objeto de análise ora proposta, pois supondo, por exemplo, que haja uma nova forma de financiamento estudantil de terceiro grau por parte da esfera pública, espera-se que as ações das empresas de educação superior subam, pois estas companhias deverão receber mais recursos financeiros desta nova fonte.

Há ainda mais uma série de aspectos estudados, que levam em conta, por exemplo, cenários econômicos, do segmento da empresa e comparação com outras empresas.

A análise fundamentalista estuda as causas que fazem com que os preços apresentem movimentos ascendentes ou descendentes, uma vez que por pressuposto teórico a existência de uma correlação lógica entre o valor intrínseco de uma ação e seu preço de mercado. Assim, a avaliação do patrimônio da empresa, seu desempenho e sua posição no respectivo setor de atuação, a intensidade da concorrência e a existência de produtos ou serviços alternativos, a política de distribuição de lucros e o cálculo do valor presente dos lucros futuros estimados são fatores determinantes na definição do valor da ação. (LEMES, J; RIGO, M; CHEROBIM, A. 2016, p.286)

Outra estratégia deste tipo de análise é a criação de cenários, para se construir uma visão mais ampla de possibilidades de movimentação de um determinado ativo, estabelecendo-se cenários mais amplos, que podem ser classificados, por exemplo, como otimista, neutro ou pessimista.

Selecionam-se variáveis macroeconômicas e micro- econômicas, como taxa de inflação, valor do câmbio, taxa de juros, compra de tecnologia (que promoverá, por exemplo, alteração na produtividade da linha produtiva) e outras, e definem-se os valores impactos dessas variáveis para distintos contextos (LEMES, J; RIGO, M; CHEROBIM, A. 2016, p.286)

No mercado de capitais é importantíssima a relação risco-retorno para tomada de decisão de investimento. A análise fundamentalista verifica o risco operacional de determinada empresa:

O risco operacional é derivado do ativo da empresa, da natureza da sua atividade Reflete a estabilidade dos negócios da empresa diante do comportamento da conjuntura econômica. Setores que se movem de maneira bastante próxima ao desempenho do mercado apresentam riscos maiores que aqueles mais estáveis. Por exemplo, indústrias de construção civil, são mais sensíveis à política econômica que o setor de fumo revelando maior risco aos investidores. ASSAF NETO, ALEXANDRE. 2003, p.43)

3.2 ANÁLISE DE DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

A mais importante ferramenta para verificar a saúde financeira de uma empresa é a análise dos seus balanços patrimoniais e demonstrações financeiras. De maneira análoga ao universo médico, ela seria um hemograma, que apresenta dados importante da situação da a saúde de uma pessoa, indicando pontos que eventualmente precisem de mais investigação médica, para um diagnóstico mais preciso, assim também é são as demonstrações contábeis de uma empresa.

O balanço apresenta a posição patrimonial e financeira de uma empresa em um dado momento. Sendo composto por três partes essenciais: ativo, passivo e patrimônio líquido. Enquanto o ativo representa todos os recursos da empresa, o passivo relaciona as exigibilidades da empresa, cujos valores estão investidos nos ativos. (ASSAF NETO, ALEXANDRE.2000, p.50)

Alexandre Assaf Neto (2000) diz que a análise de balanços visa relatar, com base nas informações contábeis fornecidas pelas empresas, a posição econômico-financeira atual, as causas que determinaram a evolução apresentada e as tendências futuras.

De posse do balanço patrimonial aplica-se um conjunto de técnicas sobre as demonstrações financeiras é possível extrair informações sobre a situação econômica e financeira das empresas, auxiliando, portanto a tomada de decisões.

Para as Sociedades Anônimas a publicação dos balanços é algo tão importante, que a legislação que as rege, alicerçada na Lei 6404 de 1976, popularmente chamada de “Lei das S.A’s” tem destinada uma Seção, a III, exclusivamente a este tópico. Sendo que em seu Capítulo XIII, em que trata da composição e competências do Conselho Fiscal das sociedades anônimas determina em seu artigo 163, item VI: (compete ao conselho fiscal) analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia. (CVM, 1976).

Neste estudo as informações dos balanços são de extrema importância para entender a evolução do patrimônio líquido, ou seja, o saldo entre os direitos e obrigações das companhias, que representam, portanto as suas disponibilidades financeiras.

Além do balanço patrimonial as empresas listadas na Bovespa também tem obrigação, de acordo com as regras da CVM em apresentar suas demonstrações de resultado do exercício, a popularmente conhecida DRE:

A demonstração do resultado do exercício visa fornecer, de maneira esquematizada, os resultados (lucro ou prejuízo) auferidos pela empresa em determinado exercício social, os quais são transferidos para as contas do patrimônio líquido. O lucro (ou prejuízo) é resultante de receitas, custos e despesas incorridos pela empresa no período e apropriados segundo o regime de competência, ou seja, independentemente de que tenham sido esses valores pagos ou recebidos. (ASSAF NETO, ALEXANDRE.2000, p.75)

Nestas demonstrações de resultados, o analista tem acesso ao mais importante indicador de qualquer companhia: saber se esta teve ou não lucro no exercício.

O lucro líquido do exercício é obtido após as deduções de participações e contribuições do lucro remanescente depois de deduzida a provisão para imposto de renda. Essas deduções previstas referem-se às participações de debenturistas, de empregados, de administradores e partes beneficiárias, assim como à contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados. (ASSAF NETO, ALEXANDRE .2000, p.83)

4 PROGRAMAS GOVERNAMENTAIS DE FINANCIAMENTOS E BOLSAS ESTUDANTIS PARA O ENSINO SUPERIOR

Não há progresso social e econômico sem educação. Um povo bem instruído forma uma mão de obra qualificada, garante mais produtividade e inovação levando um país para o caminho do pleno desenvolvimento. O Brasil, um país com forte vocação agrícola, sendo a agropecuária responsável por 23% de todo o Produto Interno Bruto, PIB, em 2015, conforme apontamento feito pela Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil (CNA) tem sua volatilidade econômica constantemente atrelada a quedas dos mercados externos de produtos de baixo valor agregado, as commodities.

É sabido, portanto que a qualificação profissional é um caminho para a construção de uma nova plataforma de desenvolvimento nacional, deixando a economia menos dependente de commodities. Logo, dado a lenta expansão da rede pública de ensino superior, o Governo Federal vem mantendo política de inclusão no ensino superior, principalmente para aqueles pertencentes aos estratos

socioeconômicos mais baixos da população, com as iniciativas do Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) e o Programa Universidade para Todos (PROUNI).

O aprofundamento acerca de dados destes dois programas federal permite uma análise rica e completa a respeito de sua evolução em investimentos e novos alunos beneficiados com contratos firmados com as instituições da rede privada.

4.1 FUNDO DE FINANCIAMENTO ESTUDANTIL (FIES)

Criado pelo Governo Federal em 2001, por força da Lei 10.260 do mesmo ano, o FIES é o sucessor do Programa de Crédito Estudantil (PCE), criado em 1975, enquanto o Brasil ainda era administrado pelo governo militar, sendo à época o presidente da república o general Ernesto Geisel. Em 1976, em sua primeira fase, o PCE beneficiou mais de 87.000 estudantes.

O FIES é, em última análise, um empréstimo bancário, gerido pelo Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, com taxas menores que aquelas aplicadas normalmente pelos demais bancos de varejo, cujo objetivo é auxiliar alunos matriculados na rede privada de ensino a pagar valores menores de mensalidade durante o curso e continuarem pagando o saldo após a formatura, adicionalmente ainda com uma eventual carência para iniciar o pagamento. São elegíveis ao financiamento;

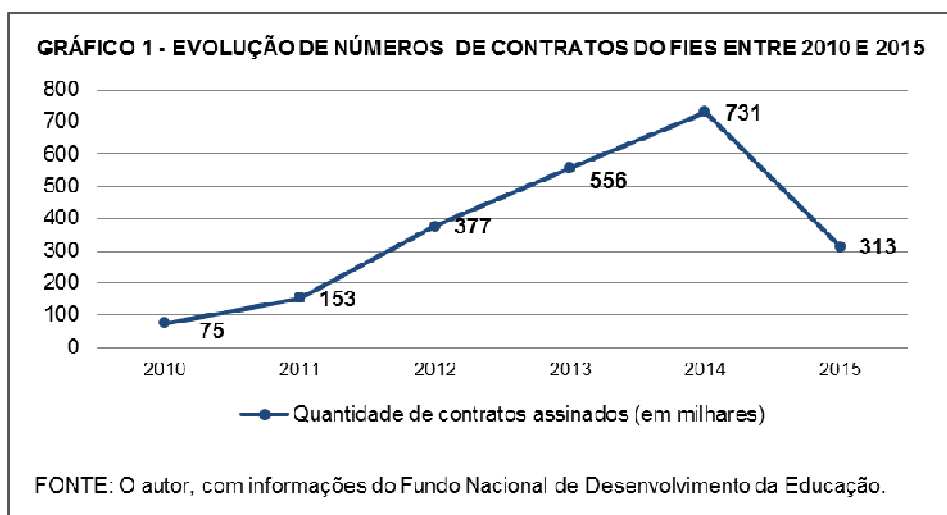
Podem solicitar o financiamento os estudantes pré-selecionados no processo seletivo do FIES em cursos presenciais de graduação não gratuitos com avaliação positiva no Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior (SINAES), oferecidos por instituições de ensino superior participantes do Programa, e que atendam as demais exigências estabelecidas nas normas do FIES para essa finalidade. (MEC, 2016).

Entre o início de 2010 e o final do primeiro semestre de 2015, o programa oferecia financiamento com taxa de 3,4% ao ano, com carência de até 18 meses e amortização do saldo devedor para um período de três vezes o período regular do curso, adicionado ainda a um período de 12 meses na prática uma graduação de quatro anos poderia ser paga em 13 anos.

A partir do segundo semestre de 2015, a taxa de juros anual praticada foi aumentada em 3,1%, passando, portanto, a ser de 6,5%. Atualmente, o valor financiável da parcela leva em consideração a renda familiar e o comprometimento

da renda da família, com uma série de variáveis estudadas nesta para a decisão pela concessão do crédito.

De acordo com dados publicados pelo Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE), entre 2010 e 2015, 2.205 milhões de alunos foram beneficiados pelo programa, com a evolução do número de participantes conforme gráfico abaixo:



Observa-se na evolução acima demonstrada um crescimento constante na comparação ano-1, quase que duplicado no número de contratos anualmente, exceto em 2015, quando há uma queda abrupta no número de contratos. A tabela abaixo auxilia no entendimento deste movimento:

TABELA 1 - QUANTIDADE DE CONTRATOS ASSINADOS DO FIES			
Ano	Total de Contratos (mil)	Participação no período	Varição (Ano-1)
2010	75	3%	-
2011	153	7%	▲ 104%
2012	377	17%	▲ 146%
2013	556	25%	▲ 47%
2014	731	33%	▲ 31%
2015	313	14%	▼ -57%
Total	2205	100%	

FONTE: O autor, com informações do Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação.

Nota-se que em 2015 houve uma queda de expressivos 57% com relação ao ano de 2014, com números de contratos equiparáveis apenas aqueles firmados antes de 2013. De acordo com material publicado pela Revista Exame (2015), em

uma decisão orçamentária do governo federal para conter os gastos com o programa, na segunda edição do programa naquele ano (2º semestre) houve um corte de quase 76% nas vagas disponível, com um incremento na taxa de juros praticada. A tabela acima permite ainda verificar que nos anos de 2013 e 2014, foram assinados 58% do total de contratos no período apresentado.

Se por um lado quantidade de contratos assinado com o FIES com o passar dos anos foi extremamente importante para milhares de estudantes ingressarem e se manterem matriculados na educação superior, por outro este movimento trouxe impacto nas contas da União, trazendo um incremento significativo no desembolso feito pelo governo federal para o programa.

Um trabalho publicado pelo Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa do Senado Federal no Boletim Legislativo nº 26, de 2015, aponta dados que são classificados como uma “impressionante escalada de dos desembolsos com o FIES”. Trazendo informações sobre a destinação dos valores dispendidos em educação pelo Estado, em 2004, por exemplo, a educação básica recebia 45% de toda a verba disponível, enquanto a educação superior e profissional ficava com os demais 55%, já em 2014, com o FIES e PROUNI, o ensino superior ficou com uma fatia de 63% do orçamento e apenas 37% foram direcionados à educação básica.

A tabela abaixo, compilada deste estudo do Senado, mostra a evolução ano a ano, no período de 2004 a 2014, do gasto do governo federal com o FIES:

TABELA 2 - DESPESA DO GOVERNO FEDERAL COM O FIES			
Ano	Desembolso¹	% do PIB	% Receita Líquida
2004	R\$ 1.138	0,03	0,19
2005	R\$ 1.050	0,03	0,16
2006	R\$ 1.224	0,03	0,18
2007	R\$ 1.149	0,03	0,15
2008	R\$ 1.241	0,03	0,15
2009	R\$ 1.302	0,03	0,16
2010	R\$ 1.211	0,02	0,12
2011	R\$ 2.247	0,04	0,23
2012	R\$ 5.342	0,10	0,53
2013	R\$ 8.189	0,15	0,78
2014	R\$ 13.769	0,25	1,36
FONTE: O autor, com informações do estudo A Despesa Federal em Educação: 2004-2014.			
¹ Valores expressos em milhões			

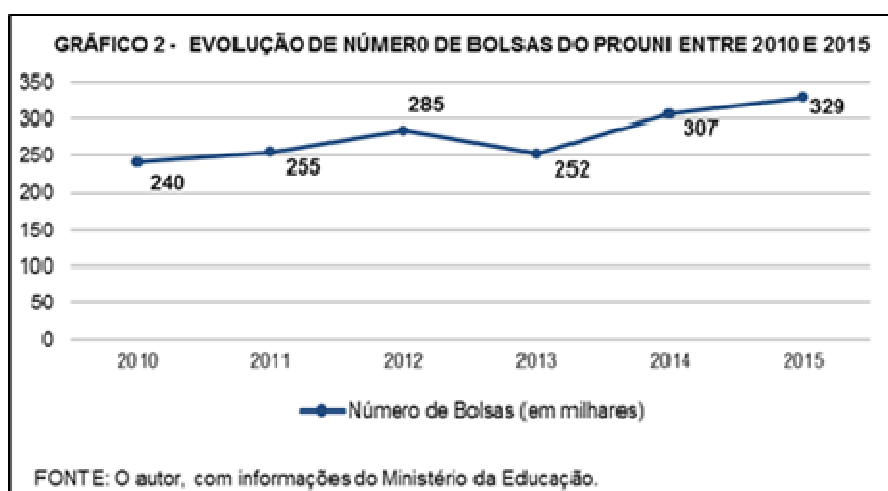
Observa-se que em 2004 teve gasto de R\$ 1.138 bilhão, representando 0,03% do Produto Interno Bruto (PIB), e chegou em 2014 com R\$ 13.769 bilhão, ou seja, aumentou mais que 12 vezes. Se em 2004, o dispêndio com o FIES representava 0,03% do PIB ou 0,19% da receita líquida da União, dez anos depois estes números saltaram para 0,25% e 1,36% respectivamente.

4.2 PROGRAMA UNIVERSIDADE PARA TODOS (PROUNI)

Ao contrário do FIES, que se baseia em um financiamento, o PROUNI é um programa de Bolsas de Estudos concedidas pelo Governo Federal, que beneficia, principalmente, a estudantes brasileiros sem diploma de nível superior que cursaram o ensino médio em rede pública (integral ou parcialmente) ou que foram bolsistas da rede particular, em uma clara intenção de beneficiar estudantes de menor renda. Criado em 2004, por medida provisória e consolidado por meio da Lei 11.096, de janeiro do ano seguinte, o programa oferece bolsas que podem ser parciais (50%) ou integrais, utilizáveis em instituições particulares de educação superior, em cursos de graduação e sequenciais de formação específica. (PROUNI, 2015).

Há ainda como condição o desempenho do estudante no Exame Nacional do Ensino Médio, conforme o site do programa descreve:

Candidatos sem diploma de curso superior, que tenham participado do Exame Nacional do Ensino Médio (Enem) de 2015, com no mínimo 450 pontos na média das notas e nota na redação que não seja zero, podem fazer a inscrição no processo seletivo do Prouni do primeiro semestre de 2016 e concorrer a bolsas de estudos. (PROUNI, 2015).



Muito embora este programa também distribua um número significativo de bolsas, os números são menores que àqueles apresentados pelo FIES. O gráfico acima mostra que ao contrário do FIES, o Prouni manteve um número estável de alunos atendidos entre 2010 e 2015, com ligeiras variações, como a tabela abaixo auxilia na identificação:

TABELA 3 - QUANTIDADE DE BOLSAS CONCEDIDAS PELO PROUNI			
Ano	Total de Contratos (mil)	Participação no período	Varição (Ano-1)
2010	240	14%	-
2011	255	15%	▲ 6%
2012	285	17%	▲ 12%
2013	252	15%	▼ -12%
2014	307	18%	▲ 22%
2015	329	20%	▲ 7%
Total	1.668	100%	-

FONTE: O autor, com informações do Ministério da Educação.

Algo que pode explicar esse movimento mais linear do programa é o modo de contratação das bolsas por parte do governo federal, que se dá por meio de renúncias fiscais das instituições educacionais, ou seja, troca o recebimento de impostos por vagas para os bolsistas do programa. Assim, o Prouni parece não sofrer das mesmas restrições orçamentárias do FIES.

As isenções de tributos são feitas pela União, através da Receita Federal, em imposto de renda de pessoa jurídica, PIS-PASEP, Contribuição Social sobre o Lucro Líquido e Contribuição para Financiamento da Seguridade Social.

O total desta renúncia fiscal é apresentado pela Receita Federal através do Demonstrativo dos Gastos Tributários (DGT), que tem por função, de acordo com o órgão de controle:

Os Demonstrativos dos Gastos Tributários que acompanham os Projetos de Lei Orçamentária Anual apresentam as previsões de renúncia realizadas para subsidiar a elaboração do orçamento para o exercício subsequente. Contém o impacto previsto das medidas de desoneração vigentes que se enquadram no conceito de gasto tributário (RECEITA FEDERAL, 2016).

Os dados apresentados nestes relatórios mostram a evolução do custo tributário do programa ao governo federal, conforme compilação contida na tabela abaixo:

TABELA 4 - CUSTO TRIBUTÁRIO DA UNIÃO COM O PROUNI		
Ano	Custo	
2006	R\$	216
2007	R\$	353
2008	R\$	434
2009	R\$	531
2010	R\$	578
2011	R\$	564
2012	R\$	758
2013	R\$	1.057
2014	R\$	1.125
FONTE: O autor, com informações da Receita Federal		
¹ Valores expressos em milhões		

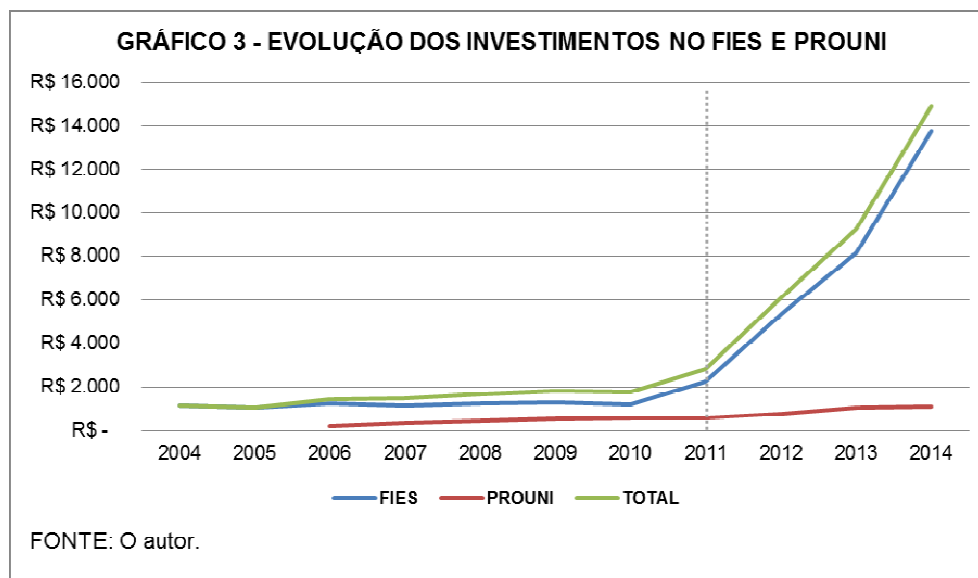
No período de oito anos o custo tributário do PROUNI cresceu mais que cinco vezes, atingindo cifras na casa dos R\$ 5,5 bilhões em impostos que a União deixou de arrecadar das empresas de educação superior.

4.3 CUSTO TOTAL DOS PROGRAMAS ENTRE 2004 E 2014

Independente da modalidade de contabilização de valores é certo que ambos os programas transferem recursos financeiros da União para a iniciativa privada, com a contratação de serviços educacionais. A tabela abaixo mostra o volume de recursos transferidos no período de 10 anos, entre 2004 e 2014:

TABELA 5 - TOTAL DE VALORES EMPREGADOS NO FIES E PROUNI DE 2004 A 2014				
Ano	FIES		PROUNI	TOTAL
2004	R\$	1.138		R\$ 1.138
2005	R\$	1.050		R\$ 1.050
2006	R\$	1.224	R\$ 216	R\$ 1.440
2007	R\$	1.149	R\$ 353	R\$ 1.502
2008	R\$	1.241	R\$ 434	R\$ 1.675
2009	R\$	1.302	R\$ 531	R\$ 1.833
2010	R\$	1.211	R\$ 578	R\$ 1.789
2011	R\$	2.247	R\$ 564	R\$ 2.811
2012	R\$	5.342	R\$ 758	R\$ 6.100
2013	R\$	8.189	R\$ 1.057	R\$ 9.246
2014	R\$	13.769	R\$ 1.125	R\$ 14.894
Total	R\$	37.862	R\$ 5.617	R\$ 43.479
FONTE: O autor, com informações do estudo A Despesa Federal em Educação: 2004-2014 e dados da Receita Federal.				
¹ Valores expressos em milhões				

Para uma melhor visão da evolução do dispêndio ao longo dos anos, abaixo os dados da tabela são apresentados graficamente:



A linha tracejada, que surge em 2011 aponta o salto de dispêndio do governo com os programas, que experimentaram crescimento, na comparação ano-1 da ordem de 57% em 2011, 116% em 2012, 51% em 2013 e 61% em 2014.

4.4 PARTICIPAÇÃO DE ALUNOS CONTRATANTES DO FIES NA COMPOSIÇÃO DA BASE TOTAL DE ALUNOS DAS COMPANHIAS ANALISADAS

Por ser um mecanismo de captação de novas matrículas o percentual de alunos que utilizam o FIES na composição de estudantes de cada instituição é um importante aspecto para análise sobre a dependência de recursos governamentais, este percentual é apresentado pelas companhias nas demonstrações trimestrais de resultados ao mercado, costumando controlar os humores dos analistas de mercado, que registram suas avaliações sobre compras e vendas de ações, influenciando diretamente na valorização ou desvalorização dos papéis.

TABELA 6 - PERCENTUAL DE ALUNOS DE GRADUAÇÃO CONTRATANTES DO FIES				
ANO	SER EDUCACIONAL	KROTON EDUCACIONAL	ANIMA EDUCAÇÃO	ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES
2010	4%	11%	ND ¹	ND ¹
2011	9%	21%	21%	ND ¹
2012	33%	45%	34%	20%
2013	45%	56%	46%	32%
2014	48%	61%	48%	42%
2015	45%	54%	43%	41%
FONTE: O autor, com dados dos relatórios de resultados trimestrais, divulgados pelas áreas de Relações com Investidores (RI) das companhias elencadas.				
¹ Informação não disponível				

No compilado acima é possível verificar a grande – e crescente – adesão dos alunos destas instituições. Considerando a capilaridade destes grupos, com uma massa muito grande de alunos, fica claro que estes quatro recebem uma boa parcela dos recursos do programa todo. Este dado foi identificado pela Hoper Consultoria, em matéria divulgada pela Agência Reuters, em 15 de Abril deste ano, informando que Kroton, Estácio, Ser e Anima detinham até aquele momento 47,6% das vagas de todo o FIES para o 1º semestre de 2016.

A Kroton Educacional foi o grupo com mais vagas, com um total de 29.467, enquanto Estácio teve 16.628. Ser Educacional e Anima ficaram, respectivamente, com 14.986 e 3.227 novas vagas do programa do governo federal (AGÊNCIA REUTERS, 2016).

Uma análise semelhante a estas para o caso do Prouni é bastante prejudicada, visto que este programa não traz uma linha de receita às companhias, mas sim uma redução de custo, que não é um dado não apresentado com tanta ênfase - e principalmente clareza - na consolidação de informações enviadas ao mercado.

5 MERCADO DE CAPITAIS E AS COMPANHIAS EDUCACIONAIS NA BOVESPA

Algumas das maiores e mais importantes empresas brasileiras tem suas ações negociadas na Bovespa, sendo este um mecanismo de captação de valores no mercado, diretamente de investidores:

Quando pretendem reforçar o capital de sua companhia, os acionistas majoritários podem decidir pela abertura do capital, em que novos acionistas subscreverão um aumento de capital ou

adquirirão parcela do capital desses acionistas majoritários. (CAVALCANTE, F.; MISUMI, J.; RUDGE, L. 2009, p. 80)

Compradores de ações destas empresas, que são segundo Alexandre Assaf Neto (2003) a menor parcela do capital social da sociedade anônima, transformam-se em acionistas, ou sócios, destas com ações preferenciais ou ordinárias, que tem cada uma suas características de direito:

As Ações ordinárias apresentam como principal característica o direto de voto, podendo, assim, essa espécie de acionistas influir nas diversas decisões de uma empresa. Já as preferenciais, como o próprio nome predica, apresentam preferências, ou vantagens, como por exemplo, a prioridade no recebimento de dividendos, frente aos acionistas ordinários. (ASSAF NETO, ALEXANDRE, 2003, p.30)

Para entrar na bolsa e ter seus ativos ali negociados nos pregões diários, as empresas realizam suas initial public offering (IPO) ou primeira oferta pública de ações, que significa o início de participação de novos sócios investidores, que são quaisquer pessoas que operem valores na bolsa, para Gitman (2004) essa estratégia é uma importante ferramenta para empresas que pretendem expandir os seus negócios.

As IPO's costumam ser realizadas por empresas pequenas e em crescimento rápido que desejam capital adicional para continuar se expandido ou têm um marco de abertura de capital estabelecido em um contrato assinado anteriormente para obter capital de risco. (GITMAN, 2004, p. 270).

Trazendo para o contexto nacional, Alexandre Assaf Neto (2003) lista outras razões pelas quais os empreendedores brasileiros optam por abrir o capital de suas empresas. Segundo o autor a principal vantagem da abertura de capital é o prazo indeterminado dos recursos levantados, não apresentando esses valores prazos fixos para resgate, considerando ainda o cenário econômico brasileiro, composto de historicamente por altas taxas de juros e restrições de créditos de longo prazo. Ou seja, a captação de recursos via IPO é mais simples e menos onerosa, que a contratação de empréstimos no mercado financeiro, como conclui o próprio autor:

Taxas de juros livremente praticadas no mercado são historicamente mais elevadas que o retorno médio dos ativos das empresas nacionais, inviabilizando seu crescimento e aumento de

competitividade mediante uma estrutura de capital mais alavancada. (ASSAF NETO, ALEXANDRE, 2003, p.245)

Analisando os dados até aqui apresentados e adicionalmente à luz do acima exposto é possível assumir que as empresas que serão abaixo apresentadas buscaram na bolsa fomento para suas expansões, através da aquisição de novos ativos, ou seja, instituições educacionais de instrução superior, aumentando, portanto a sua capilaridade territorial e, por conseguinte a quantidade de alunos e incremento de receitas operacionais.

5.1 COMPANHIAS EDUCACIONAIS LISTADAS NA BOVESPA

Até o final de 2015 havia quatro companhias brasileiras do segmento educacional atuantes no ensino superior, quais sejam, faculdades, centros universitários e universidades, operando na Bovespa. Abaixo se apresenta um breve histórico de cada uma delas, com informações contidas em seus perfis na Bovespa e apresentações das suas áreas de relacionamento com investidores (RI).

5.1.1 GAEC EDUCAÇÃO S.A - ANIMA EDUCAÇÃO

Criada em 2003, com a aquisição da Minas Gerais Ltda., mantenedora do Centro Universitário UMA, em Belo Horizonte, o grupo iniciou às compras já em 2006, com a aquisição da Unimonte, de Santos, no Estado de São Paulo e oito anos depois, em 2014, comprou a tradicional Universidade São Judas, na capital Paulista. Em dezembro de 2015, a empresa anunciou a compra da Sociesc, mantenedora da tradicional Escola Técnica Tupy, em Joinville, em Santa Catarina, que possui ainda unidades em mais cinco cidades daquele Estado.

Fora do segmento de educação formal, a companhia também detém 50% das ações da HSM, que além de realizar eventos corporativos e editar a renomada revista HSM Management, conta com uma divisão de educação corporativa continuada, com cursos in company.

A empresa entrou na BOVESPA, em Outubro de 2013, com a IPO de ações primárias e secundárias, quando arrecadou, segundo o seu anúncio de encerramento de oferta, um total de R\$504.056.920,00, com a venda de 27.246.320 ações ao preço de R\$ 18,50 cada unidade (ANEXO I). À época de sua IPO, a

companhia apresentava os objetivos desta operação, conforme noticiou o jornal O Estado de São Paulo, em sua versão online de 25 de outubro de 2013:

A Anima pretende usar o dinheiro (proveniente da IPO), para fazer aquisições. O grupo avalia instituições em 42 cidades, distribuídas em 20 Estados do Brasil. (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2013).

Com os seus ativos negociações sob o código ANIM3, a companhia opera no chamado Novo Mercado, uma classificação da Bovespa que chancela empresas que com altos padrões de governança corporativa, principalmente ao tocante aos direitos de seus acionistas, como a própria instituição apresenta em seu website:

O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de Governança Corporativa. As companhias listadas no Novo Mercado só podem emitir ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias. (BOVESPA, 2007).

5.1.2 ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.- ESTÁCIO

Nascida como Faculdade de Direito Estácio de Sá em 1970 a companhia privilegiou o seu crescimento de forma orgânica, com atuação em diversos Estados brasileiros, antes de finalmente dar início a uma série de aquisições em 2011, cerca um ano após a sua abertura de capital na Bovespa, que segundo o publicado no anúncio de encerramento de oferta, angariou um valor de R\$685.587.716,00 com a venda de 36.083.564 ações ao preço de R\$ 19,00 cada (ANEXO II).

Segundo informações da companhia (2016, não paginado), o grupo tem presença em 23 unidades federativas, estando ausente apenas no Tocantins, Mato Grosso, Rondônia e Acre. Observa-se ainda maior concentração de seus centros de ensino no Estado Rio de Janeiro, terra natal da companhia e em São Paulo, onde adquiriu a Faculdade Nossa Cidade, com 8.700 alunos matriculados, um número bastante expressivo de estudantes agregados à sua base. Para efeitos comparativos, as demais cinco aquisições feitas pelas companhias em 2012 somavam aproximadamente o mesmo número de alunos, ou seja, em uma tacada só, se captou o mesmo número de alunos, e, portanto mensalidades, que em outras movimentações exigiram a compra de cinco ativos.

Também listada no Novo Mercado, a empresa que tem suas ações negociadas na Bovespa sob o código STC3, apresenta explicitamente em sua área

de Relações com Investidores o risco de ter o seu modelo de negócios afetado por mudanças nos programas de federais, em especial o PROUNI.

Riscos com relação à regulação do setor de atuação da Companhia: Se as instituições de ensino superior perderem os benefícios das isenções fiscais federais oferecidas pelo PROUNI, seus negócios, situação financeira e resultados operacionais poderão ser negativamente afetados. (ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES, 2013)

5.1.3 KROTON EDUCACIONAL S.A – KROTON

Conterrânea da Anima Educação, a Kroton foi criada a partir do curso pré-vestibular Pitágoras, fundado em Belo Horizonte, Minas Gerais, em 1966, operando com este tipo de curso e ensino básico até o início dos anos 2000, quando surge a Faculdade Pitágoras. Nesta mesma década a empresa faz sua IPO na Bovespa, em 2007 levantando R\$ 478.773.750,00, através da venda de 12.276.250 ações ao preço unitário de R\$ 39,00 (ANEXO III);

Em 2010, segundo site de relações de investidores da companhia, realizou a maior transação do setor de educação superior no Brasil, ao adquirir INUI Educacional, proprietária da UNIC, Universidade de Cuiabá, UNIME, União Metropolitana de Educação e Cultura e da FAMA (KROTON RI, 2014). Esta mesma aquisição trouxe para a empresa o atual CEO da Companhia, Rodrigo Galindo, cujo pai, Altamiro, e a mãe, Célia, foram os fundadores da INUI.

O ímpeto por compras foi destaque na mídia especializada quando houve a IPO, refletindo o que informava aos investidores o prospecto da companhia a respeito da IPO, o jornal O Globo destacou:

Com os recursos obtidos na operação (IPO), a Kroton informa que pretende abrir novas unidades de ensino superior, quitar dívidas de curto e longo prazo, além de adquirir outras empresas do setor. (O GLOBO, 2014).

A companhia continuou com uma série de aquisições, até que em 2013 anunciou a associação com o Grupo Anhanguera, que, aliás, foi a primeira empresa do segmento educacional com seu capital aberto na Bovespa, formando assim, segundo a Kroton, o maior grupo de educação do mundo. (KROTON RI, 2014).

5.1.4 SER EDUCACIONAL S.A. – SER EDUCACIONAL

É possível afirmar que a SER compartilha o DNA da sua concorrente Kroton, afinal enquanto esta brotou de um curso pré-vestibular a SER veio de um curso preparatório para concursos chamado Complexo Educacional Bureau Jurídico, no ano de 1993, em Recife, Pernambuco.

Uma década depois, exatamente em 2003, o Bureau transformou-se na Faculdade Mauricio de Nassau, instalada também na capital pernambucana. Já em 2007, o grupo criou a Faculdade Joaquim Nabuco, no mesmo Estado dando início ao seu projeto de expansão.

No ano seguinte seguiu em curso um arrojado plano de aquisições com movimentações na Bahia, Alagoas e Rio Grande no Norte. Nos anos seguintes o grupo fez expansões de seus ativos, privilegiando crescimento orgânico, mas também realizado aquisições menores, como a Faculdade Aliança, no Piauí, solidificando o seu domínio na região nordeste do país.

Em 2013, a empresa lançou seu IPO na Bovespa, adquirindo o código SEER3 do Novo Mercado e angariando a soma de R\$ 619.428.180,00, com a venda de 35.395.896 ações ao preço de R\$ 17,50. (Anexo IV). Um fato controverso chama a atenção desta IPO foi o fato da Comissão de Valores Mobiliário (CVM) ter suspenso o seu lançamento devido à falta de uma instrução a respeito dos riscos operacionais atrelados às políticas federais de incentivo à educação de nível superior. A companhia reverteu a decisão incluindo em seu prospecto uma definição mais clara de seus fatores de risco:

Caso o Governo Federal decida extinguir ou reduzir os benefícios do PROUNI e do FIES, ou caso não consigamos cumprir os requisitos para utilização do PROUNI e, no caso do FIES, os alunos não consigam cumprir os requisitos para sua utilização ou o Governo alongue os prazos dos reembolsos ou mude a regra de maneira adversa, nossos resultados operacionais poderão ser afetados e poderemos ser compelidos a pagar os tributos a que somos isentos atualmente e ter redução de receita em função da redução de captação de alunos oriundos do FIES. (SER EDUCACIONAL RI, 2013)

Capitalizado, em 2015, o grupo mirou na região Sudeste, adquirindo 100% do controle da Universidade de Guarulhos – UnG, agregando um grupo com 45 anos de história e cinco campi.

5.2 QUANTIDADE DE ALUNOS DAS COMPANHIAS

Um recente estudo, divulgado pela Ser Educacional, por meio de sua área de Relações de Investidores, apresenta a quantidade de alunos quem compõe a base dos alunos de graduação das instituições listadas na Bovespa. A base total, em março de 2016, era de mais de 1.030 milhões de alunos (SER EDUCACIONAL RI, 2016), com um contingente dividido assim:

TABELA 7 - ALUNOS DE GRADUAÇÃO MATRICULADOS NAS COMPANHIAS EDUCACIONAL LISTADAS NA BOVESPA		
COMPANHIA	QUANTIDADE DE ALUNOS	PARTICIPAÇÃO (%)
KROTON EDUCACIONAL	437	42%
ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES	376,4	36%
SER EDUCACIONAL	135,4	13%
ANIMA EDUCAÇÃO	83	8%
TOTAL	1031,8	100%
FONTE: O autor, com dados da área de Relações com Investidores da Ser		

Percebe-se a liderança da Kroton, seguida da Estácio, no número de alunos matriculados, aglutinando quase 80% de toda a base de alunos das companhias.

6 CRESCIMENTO DAS INSTITUIÇÕES DE ENSINO SUPERIOR NO BRASIL NOS ANOS 2000

Observando o diagnóstico apresentando no gráfico 3 acima, em que principalmente após o ano de 2011 verifica-se crescimento de investimento público em financiamento estudantil, em especial através do FIES. É possível assumir que este movimento foi encarado como uma oportunidade aos empreendedores de educação para aumentarem os seus negócios, fazendo com que fosse expandido o número de instituições privadas em todo o Brasil.

A maior parte das instituições de ensino superior do país pertence a empreendedores privados. De acordo com dados do Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP) órgão ligado ao Ministério da Educação (MEC), em seu estudo mais recente publicado, O Censo do Ensino Superior do ano de 2013, o Brasil possuía 2.391 instituições de ensino superior, sendo destas 301 públicas, incluindo as federais, estaduais e municipais, e o restante, 2.090 pertencentes à iniciativa privada, ou seja, quase 88% do total. Para uma ideia de dimensão desta proporcionalidade, para cada pública, existem sete

privadas. Observa-se ainda uma grande presença de instituições fora das capitais estaduais, com a concentração de 64,83% no interior do Brasil. Outro aspecto apresentado pelo Censo é o franco crescimento da quantidade de instituições de ensino superior, que cresceu em 71% no período de 2001 a 2010. (INEP, 2015).

O MEC classifica as Instituições de ensino, conforme previsto no decreto Decreto nº 5.773/06, em faculdades, centros universitários e universidades. Sendo os critérios de classificação baseados em: abrangência das formações oferecidas, títulos dos docentes e carga horária destes. Os centros universitários e universidades são as instituições mais sofisticadas em suas operações e gestão do conhecimento.

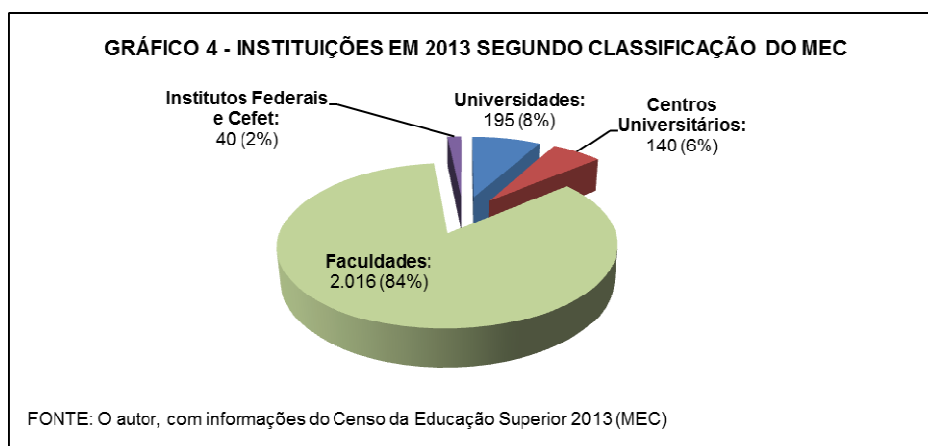
As instituições são credenciadas originalmente como faculdades. O credenciamento como universidade ou centro universitário, com as consequentes prerrogativas de autonomia, depende do credenciamento específico de instituição já credenciada, em funcionamento regular e com padrão satisfatório de qualidade.

As universidades se caracterizam pela indissociabilidade das atividades de ensino, pesquisa e extensão. São instituições pluridisciplinares de formação dos quadros profissionais de nível superior, de pesquisa, de extensão e de domínio e cultivo do saber humano, que se caracterizam por:

- I - produção intelectual institucionalizada mediante o estudo sistemático dos temas e problemas mais relevantes, tanto do ponto de vista científico e cultural quanto regional e nacional;
- II - um terço do corpo docente, pelo menos, com titulação acadêmica de mestrado ou doutorado; e
- III - um terço do corpo docente em regime de tempo integral.

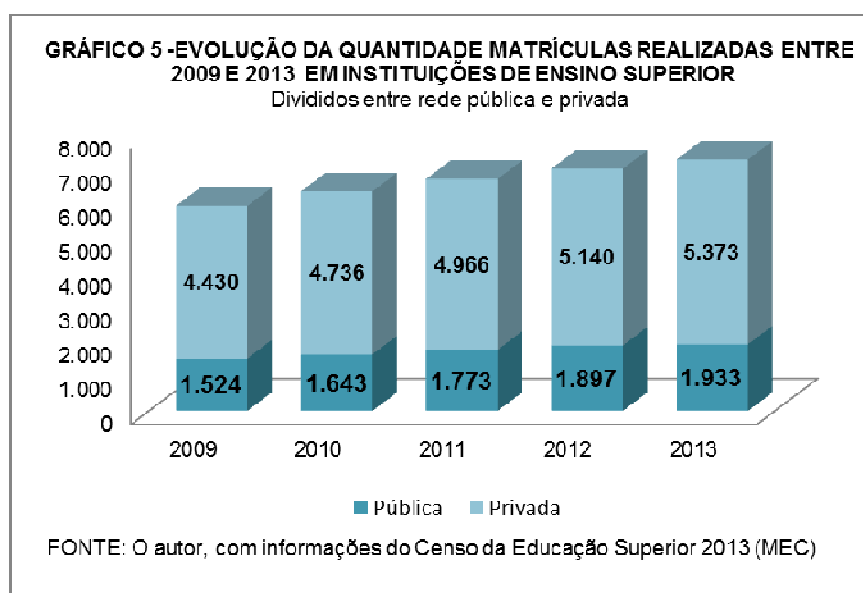
São centros universitários as instituições de ensino superior pluricurriculares, abrangendo uma ou mais áreas do conhecimento, que se caracterizam pela excelência do ensino oferecido, comprovada pela qualificação do seu corpo docente e pelas condições de trabalho acadêmico oferecidas à comunidade escolar. Os centros universitários credenciados têm autonomia para criar, organizar e extinguir, em sua sede, cursos e programas de educação superior. (MEC, 2016).

Ainda de acordo com os critérios de classificação utilizados pelo MEC, à época da publicação do estudo, as instituições superiores no Brasil, eram assim divididas:



Fica claro que a maior parte das instituições faz parte daquelas que tem sua formação e operação mais simples, as faculdades. Que por sua vez também compõem a maioria das instituições pertencentes aos grupos ora estudados, Kroton, por exemplo, das oito marcas de seu portfólio, apenas duas a UNIDERP e a UNIC, são universidades.

O mesmo estudo do MEC também apresenta a evolução no número de matrículas nos últimos anos. Nota-se no período de 2009 a 2013 que enquanto os governos disponibilizaram mais de 408 mil novas vagas, a iniciativa privada realizou mais de 940 mil matrículas, mais que o dobro da primeira.



Os dados captados e a evolução do número de matrículas mostram sinergia com os momentos econômicos apresentados nas páginas anteriores, que mostraram

o FIES e o PROUNI e as IPO's das companhias educacionais. É possível afirmar, portanto, que as políticas de incentivo governamental estimularam de maneira excepcional a criação de novas vagas e, por consequente, o número de matrículas na rede privada.

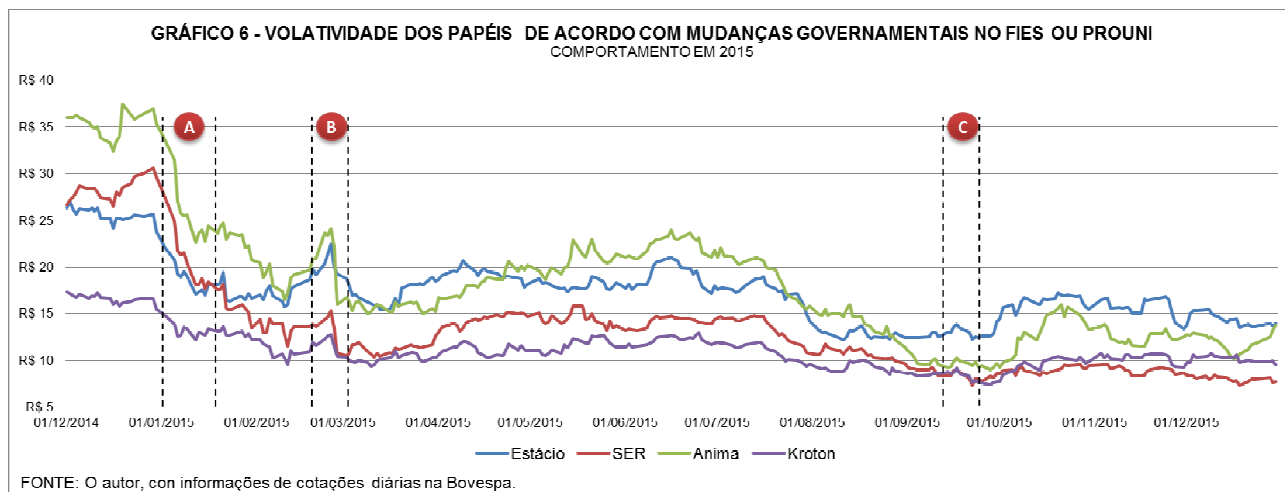
7. DESEMPENHO DAS COMPANHAIAS NO MERCADO DE AÇÕES E SEUS RESULTADOS ECONÔMICOS FINANCEIROS

Uma vez apresentado o cenário em que as empresas ora analisadas estão inseridas, este estudo passa para uma nova etapa de investigação, para buscar subsídios para entender o quão voláteis são os valores das ações das empresas frente movimentações externas, quais sejam decisões de governo, e como esta flutuação de valores influencia em seu valor de mercado, patrimônio líquido, lucratividade e lucro por ação, bem como traçar um paralelo destas variações e o número de contratos do FIES.

7.1 ANÁLISE DA VOLATIVIDADE DAS AÇÕES

Iniciando a aplicação prática dos conceitos metodológicos deste estudo, a mais importante verificação para ter uma visão preliminar se de fato há variação no comportamento na cotação das ações e as decisões do governo sobre o FIES e PROUNI, bem como situações da conjuntura políticas.

A tomar o comportamento das ações das empresas analisadas no mercado de capital, lançando mão de uma análise gráfica, durante o ano de 2015, percebe-se o quão suas cotações estão ligadas as decisões de governo, já observando um aspecto fundamentalista. Observando o gráfico a seguir, em seus trechos destacados (A, B e C) nota-se uma oscilação semelhante de todos os ativos, conforme decisões foram sendo tomadas pela esfera governamental ou acontecimentos que atingiram a esfera da União.



O primeiro mês do ano de 2015, conforme ilustra o trecho “A” do gráfico acima, foi particularmente duro para as empresas de educação listadas na BOVESPA. O MEC publicou a portaria normativa 21, em 26 de Dezembro de 2014, instruindo em seu artigo 19, condições mínimas de desempenho no ENEM para que o estudante tivesse acesso ao FIES:

Art. 19. Para fins de solicitação de financiamento ao Fies serão exigidas do estudante concluinte do ensino médio a partir do ano letivo de 2010:

- I - média aritmética das notas obtidas nas provas do Enem igual ou superior a quatrocentos e cinquenta pontos; e
- II - nota na redação do Enem diferente de zero (MEC, 2014).

Analistas do mercado apontaram riscos ao desempenho dos papéis de empresas do segmento educacional, por conta destas novas condições determinadas pelo MEC, afinal, seria exigida uma contrapartida maior dos alunos para ter acesso ao benefício. A revista EXAME em seu site resumiu em um título de matéria publicada em 06 de Janeiro, o que aconteceu após este normativo: Empresas de educação já derreteram R\$ 4,5 bilhões na Bolsa.

O texto seguiu informando as quedas acumuladas dos papéis naquele início de ano: Kroton (-20%), Estácio (-18%), Ser Educacional (-23%) e Anima Educação (-21%). Ouvido pela publicação, um consultor da Ativa Corretora, Lucas Martins, alertava para os riscos desta alteração:

A introdução de uma nota mínima no Enem, no caso a mesma já utilizada para o Prouni, irá dificultar o acesso de uma gama de estudantes anteriormente contemplada sem restrições pelo programa, reduzindo assim as expectativas de captação das

companhias com exposição ao FIES ao longo dos próximos anos (REVISTA EXAME, 2015).

Já o trecho “b”, mostra que em fins de fevereiro de 2015 o setor melhorou por um período, após uma queda na quinzena anterior. O motivo da queda foi uma mudança no processo no sistema online de inscrições de novos alunos ao FIES, quando houve problema com novas inscrições seguido de rumores de novas restrições ao crédito, já o aumento aconteceu quando o sistema on line foi reestabelecido em 23 de Fevereiro, disponibilizando o acesso à para novas inscrições. Ou seja, o mesmo fator, um sistema de informática, ajudou e prejudicou as cotações dos papéis.

Em um país com uma situação política em ebulição, como esteve em 2015 e 2016 é impossível que este vetor não influenciasse os papéis negociados na Bovespa. No mês de Setembro, no dia 22, apresentado pelo trecho “C” do gráfico, foi motivado por uma nota publicada pela revista Veja em seu site, dentro do Blog Radar Online, do colunista Lauro Jardim, no dia anterior, em que se lia:

O Fundo de Financiamento Estudantil, o FIES, que deixou dezenas de milhares de estudantes universitários sem novos financiamentos, deve ser alvo, em breve, de uma CPI. As investigações sobre as tramoias com o FIES são um tiro de canhão sobre a Kroton, empresa do mineiro Walfrido Mares Guia, que ultimamente empresta jatos executivos para o transporte do ex-presidente Lula. É coisa de bilhão. Quando Dilma Rousseff soube de mais esse legado com potencial criminal que herdou de Lula, soltou um sonoro palavrão. (REVISTA VEJA, 2016)

O receio do mercado que se fosse instaurada a tal CPI fez o papéis da Kroton despencarem mais de 10%, carregando consigo os das demais empresas do segmento, que eventualmente também seriam alvo de investigações parlamentares.

Complementarmente ao gráfico acima apresentado, em especial ao trecho “A” há um outro exemplo bastante emblemático, A Anima Educação, explicando ao mercado o seu resultado em 2015, que inclui queda no valor dos papéis e redução de 61% do seu lucro na comparação com 2014, explicitou a sua dependência do FIES e como a sua atividade é influenciada pelas decisões governamentais.

As mudanças no programa de financiamento estudantil (FIES), anunciadas nos últimos dias de 2014 foram uma das grandes barreiras do ano. Sentimos os reais impactos da falta de planejamento e articulação do governo com o setor privado. Alguns destes efeitos foram bastante tangíveis. Tivemos um grande

consumo de capital de giro, cerca de R\$136.9 milhões, num ano onde o custo do dinheiro sofreu um grande salto para todos. Vimos também uma redução significativa no número de novos contratos de FIES, o que contribuiu para uma desaceleração importante na demanda. Mas talvez mais relevante do que as mudanças em si, foi a forma como estas foram comunicadas e executadas que causaram uma deterioração ainda mais acentuada nos índices de confiança das famílias. Desta forma, vimos muitos de nossos potenciais novos alunos simplesmente postergando o sonho de ingressar no ensino superior, com receio de assumir novos compromissos num ambiente macroeconômico tão desafiador. Este último fator ficou ainda mais evidente a partir do vestibular de meio de ano, quando sentimos pela primeira vez em nossa história uma queda importante no número de novos ingressantes. (ANIMA EDUCAÇÃO RI, 2016).

7.2 VALOR DE MERCADO

Assim como o gráfico seis, apresentou anteriormente o quanto os papéis das empresas estudadas oscilam frente a decisões governamentais em relação aos programas de incentivo a educação superior e momentos da conjuntura política são de se esperar que o mesmo aconteça com o valor de mercado das empresas.

A determinação do valor de mercado de uma empresa é mais que uma simples tarefa. É uma intrincada ciência matemática, econômica e financeira analisada com métodos de valuation, como ensinam os vários livros e cases do professor Aswath Damodaran, considerado o principal mestre mundial da área.

Todavia, como o viés deste estudo é muito mais simples nesta determinação de valor de mercado, será adotada uma simples multiplicação, tendo de um lado a cotação da ação no último pregão de cada ano e do outro a quantidade de ações ordinárias que compunham o capital das empresas naquela data.

O valor de mercado é representado pelo seu capital, ou seja, como o valor pelo qual ela poderia ser vendida. Reservando-se claro, a conjuntura econômica, ritmos dos negócios e das expectativas (SOUZA, A.; CLEMENTE, ADEMIR. 2009, p.3)

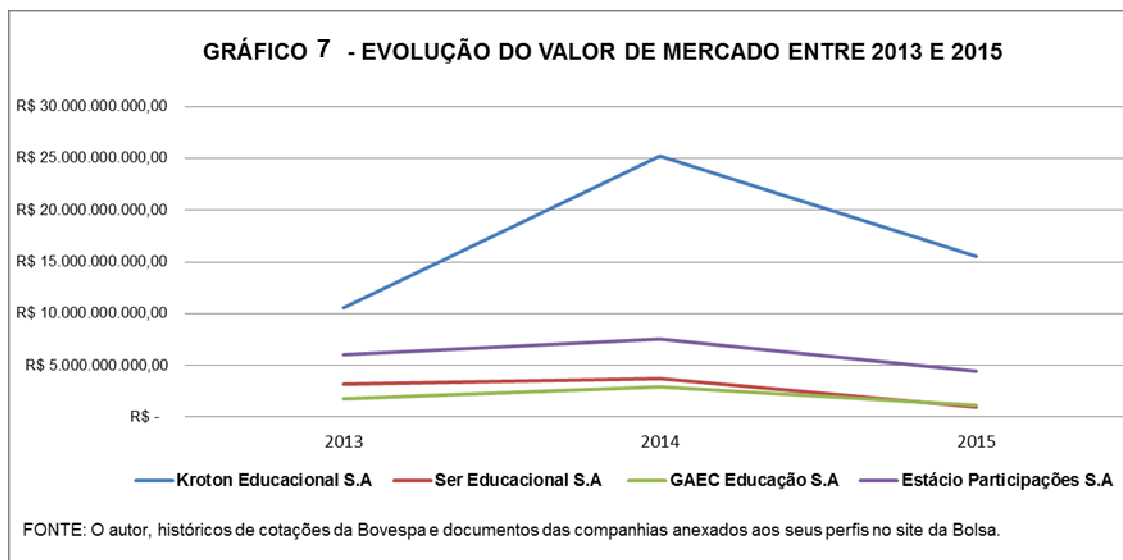
Utilizando esta metodologia, a tabela abaixo apresenta o valor de mercado de cada uma das empresas, no último dia útil dos anos de 2013, 2014 e 2015, observando, portanto a posição de cotação do último pregão do ano e a quantidade de ações em circulação nesta data.

TABELA 8 - VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS NO ÚLTIMO DIA ÚTIL DE 2013, 2014 E 2015				
Kroton Educacional S.A		Papel:		KROT3
Ano	Ações em Mercado	Cotação		Valor de Mercado
2013	269.027.000	R\$	39,26	R\$ 10.562.000.020,00
2014	1.626.069.778	R\$	15,50	R\$ 25.204.081.559,00
2015	1.626.069.778	R\$	9,53	R\$ 15.496.444.984,34
Ser Educacional S.A		Papel:		SEER3
Ano	Ações em Mercado	Cotação		Valor de Mercado
2013	125.213.244	R\$	25,23	R\$ 3.159.130.146,12
2014	125.213.244	R\$	29,59	R\$ 3.705.059.889,96
2015	125.213.244	R\$	7,70	R\$ 964.141.978,80
GAEC Educação S.A		Papel:		ANIM3
Ano	Ações em Mercado	Cotação		Valor de Mercado
2013	82.866.371	R\$	21,20	R\$ 1.756.767.065,20
2014	82.866.371	R\$	35,35	R\$ 2.929.326.214,85
2015	82.866.371	R\$	13,80	R\$ 1.143.555.919,80
Estácio Participações S.A		Papel:		ESTC3
Ano	Ações em Mercado	Cotação		Valor de Mercado
2013	295.415.000	R\$	20,41	R\$ 6.029.420.150,00
2014	317.178.517	R\$	23,83	R\$ 7.558.364.060,11
2015	317.178.517	R\$	13,95	R\$ 4.424.640.312,15
FONTE: O autor, históricos de cotações da Bovespa e documentos das companhias anexados aos seus perfis no site da Bolsa. ¹ Cotação do último pregão de cada ano				

De posse dos dados acima, é possível estabelecer da variação de valor de mercado nas comparações de ano-1, conforme demonstra a tabela a seguir.

TABELA 9 - VARIAÇÃO ANUAL VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS						
	Variação Nominal ¹ (Ano-1)				Variação Percentual (Ano-1)	
	2014 / 2013		2015 / 2014		2014 / 2013	2015 / 2014
	• Kroton Educacional S.A	▲ R\$	14.642.081.539,00	▼ R\$	9.707.636.574,66	▲ 139%
• Ser Educacional S.A	▲ R\$	545.929.743,84	▼ R\$	2.740.917.911,16	▲ 17%	▼ -74%
• GAEC Educação S.A	▲ R\$	1.172.559.149,65	▼ R\$	1.785.770.295,05	▲ 67%	▼ -61%
• Estácio Participações S.A	▲ R\$	1.528.943.910,11	▼ R\$	3.133.723.747,96	▲ 25%	▼ -41%
FONTE: O autor, com informações dos balanços patrimoniais divulgados pelas companhias acima apresentadas (R\$).						

Fica bastante evidente a acumulação de valor de mercado entre 2013 e 2014 e a queda substancial deste em 2014, inclusive com Ser Educacional e Estácio, apresentando em 2015 quedas maiores, que o crescimento experimentado em 2014, se a Estácio cresceu 25% em 2014, encolheu 41% no ano seguinte. Já a Ser incrementou seu valor em 17% em 2014 e diminuiu 74% no próximo exercício. O gráfico abaixo também demonstra esta oscilação:

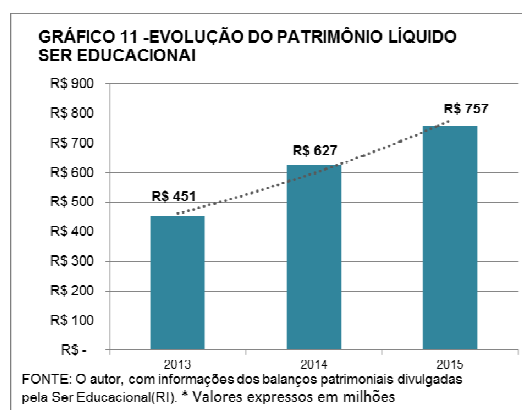
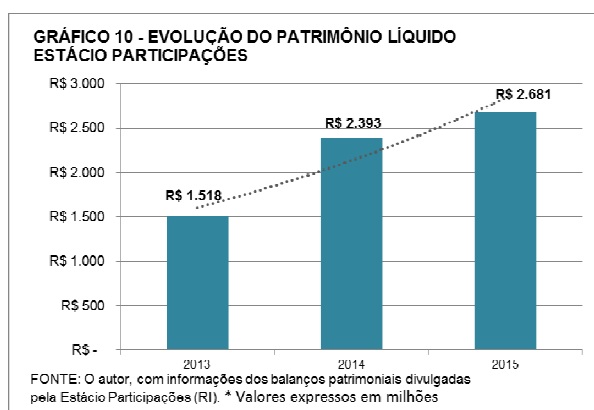
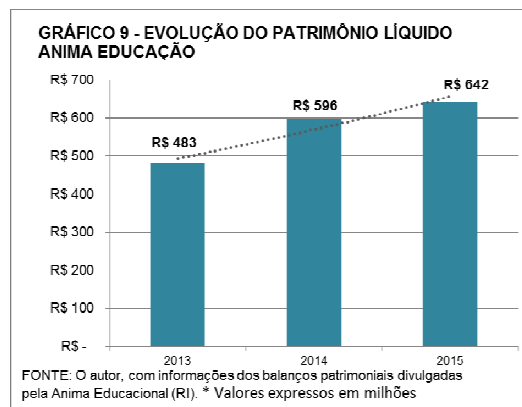
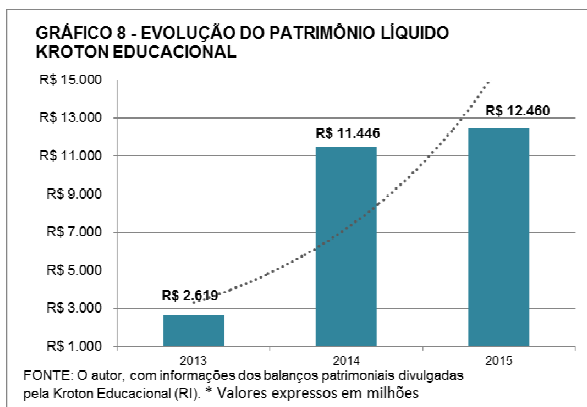


7.3 EVOLUÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Neste estudo analisa-se a evolução do Patrimônio Líquido das empresas, que representa a diferença entre o Passivo, ou seja, as obrigações da empresa, tais como duplicatas a vencer e empréstimo a pagar, e o Ativo, que apresentam os direitos da empresa, como por exemplo, edificações e investimentos, ou seja, o delta entre o que a empresa possui e o que deve, seja no curto ou no longo prazo.

Representa a identidade contábil medida pela diferença entre o total do ativo e os grupos do passível exigível e resultados de exercícios futuros. Indica, em outras palavras, o volume dos recursos próprios da empresa, pertencentes a seus acionistas e sócios. (ASSAF NETO, ALEXANDRE.2000, p.70)

Sob este prisma, de todas as empresas aqui estudadas a Kroton foi a empresa que mais teve seu patrimônio líquido mais incrementado entre 2013 e 2015, saltando de R\$ 2.619 bi em 2013 para R\$ 12.460 bi em 2014, um incremento de impressionantes 337%. E muito embora menos expressivos, a Estácio e a SER Educacional e Anima mantiveram crescimento contínuo no período:



O gráfico 8 mostra como o patrimônio líquido da Kroton apresenta uma linha de tendência curva, evidenciando um crescimento maior, enquanto as demais tem linhas com menor inclinação, mostrando um comportamento mais estável. Para uma melhor análise, a tabela 10 abaixo demonstra a variação do patrimônio líquido das empresas entre 2013 e 2014 e deste com 2015.

TABELA 10 - VARIÇÃO ANUAL DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DAS COMPANHIAS					
	Variação Nominal ¹ (Ano-1)			Variação Percentual (Ano-1)	
		2014 / 2013	2015 / 2014	2014 / 2013	2015 / 2014
• KROTON EDUCACIONAL	▲ R\$	14.642.081.539	▼ R\$ 9.707.636.575	▲ 139%	▼ -39%
• ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES	▲ R\$	545.929.744	▼ R\$ 2.740.917.911	▲ 17%	▼ -74%
• ANIMA EDUCAÇÃO	▲ R\$	1.172.559.150	▼ R\$ 1.785.770.295	▲ 67%	▼ -61%
• SER EDUCACIONAL	▲ R\$	1.528.943.910	▼ R\$ 3.133.723.748	▲ 25%	▼ -41%

FONTE: O autor, com informações dos balanços patrimoniais divulgados pelas companhias acima apresentadas (RI).

¹ Valores expressos em milhões

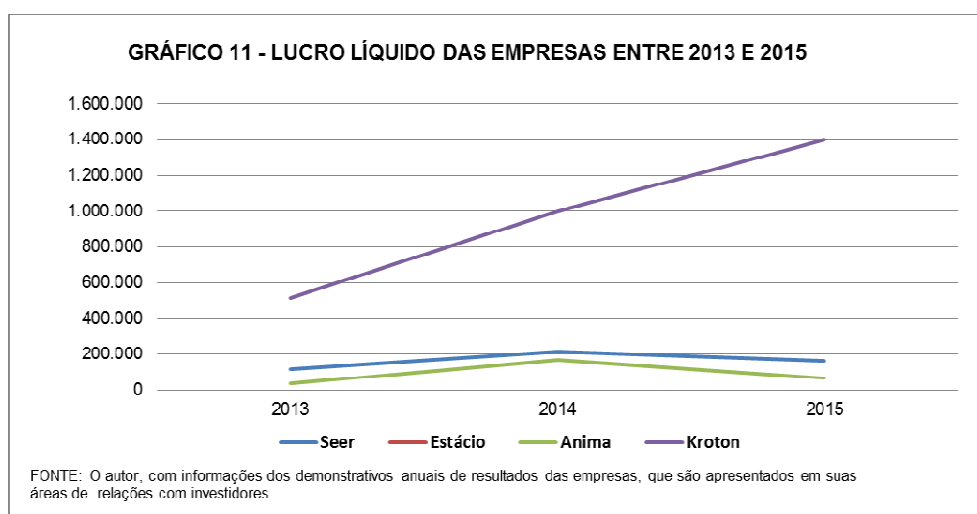
Apenas entre 2013 e 2014, o Patrimônio Líquido da Kroton, cresceu R\$ 8.828 bilhões, oito vezes mais que a soma de todas as demais, que é praticamente a mesma proporção que a Estácio manteve sobre a Anima. É possível afirmar que o período analisado foi extremamente saudável para as empresas estudadas, com

altas taxas de crescimento de seus patrimônios. Estabelecendo um ranking por patrimônio líquido teríamos a seguinte ordem: Kroton, Estácio, Anima e Ser.

7.4 LUCRATIVIDADE

Os demonstrativos de resultados apresentados anualmente aos investidores pelas empresas listadas na Bovespa trazem importantes informações sobre a saúde do negócio desenvolvido pela companhia, representando em sua última linha o que mais interessa à empresa e seus investidores: o lucro.

Todas as empresas estudadas para este trabalho tiveram lucros nos exercícios de 2013, 2014 e 2015. Algumas com grandes variações positivas na comparação ano-1, outras com resultados, mais modestos, todavia positivos dentro do ano de exercício analisado.



Complementarmente, a tabela abaixo apresenta os valores nominais dos lucros aferidos pelas companhias nos exercícios acima apresentados:

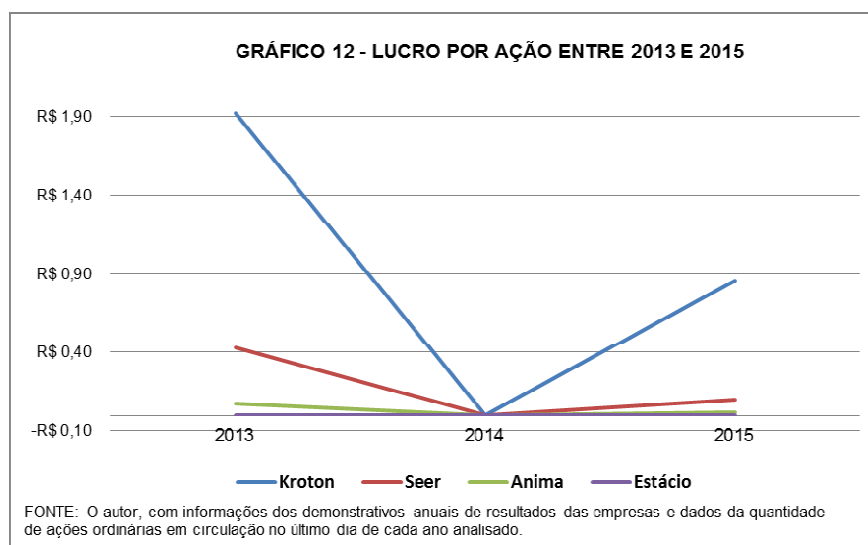
TABELA 11 - LUCRO LÍQUIDO DOS EXERCÍCIOS DE 2013, 2014 E 2015				
	2013	2014	2015	
• KROTON EDUCACIONAL	R\$ 516.571,00	R\$ 1.001.000,00	R\$ 1.396.000,00	
• ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES	R\$ 244.707,00	R\$ 425.645,00	R\$ 484.674,00	
• ANIMA EDUCAÇÃO	R\$ 38.360,00	R\$ 164.897,00	R\$ 64.203,00	
• SER EDUCACIONAL	R\$ 116.320,00	R\$ 213.864,00	R\$ 161.065,00	
FONTE: O autor, com informações dos DREs divulgados pelas companhias acima apresentadas (RI).				

Fica bastante evidente o crescimento entre 2013 e 2014, com as empresas dobrando os seus lucros líquidos, por outro lado, nota-se que em 2015, apenas Kroton e Estácio aumentaram os seus lucros em comparação ao ano anterior, em percentuais muito mais modestos que na comparação de 2013 para 2014, ao passo que Anima e Ser tiveram lucros menores em 2015, que em 2014, percentualmente este comportamento fica evidenciado na tabela 12 abaixo:

TABELA 12 - VARIAÇÃO DO LUCRO LÍQUIDO NA COMPARAÇÃO ANO-1		
	Var. (%) 2013/ 2014	Var. (%) 2014/ 2015
• KROTON EDUCACIONAL	▲ 94%	▲ 39%
• ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES	▲ 74%	▲ 14%
• ANIMA EDUCAÇÃO	▲ 330%	▼ -61%
• SER EDUCACIONAL	▲ 84%	▼ -25%
FONTE: O autor, com informações dos DREs divulgados pelas companhias acima apresentadas (RI).		

7.5 LUCRO POR AÇÃO

Conforme apresentado anteriormente a ação é a menor fração da empresa e a soma de todas elas, com os seus respectivos valores, trazer o capital social da empresa, logo é possível utilizar a métrica do Lucro por Ação (LPA), que é a relação entre o lucro, ou prejuízo, pela quantidade de ações ordinárias da empresa, para entender qual foi o retorno da empresa na aplicação do seu capital. Essa técnica mais equalizada a comparação entre os lucros das empresas, afinal, é algo bastante lógico estabelecer que uma empresa com mais capital, ou seja mais ações, mais disponível para investir obtenha lucros maiores. Olhando isoladamente ação por ação, fica mais claro a participação de cada papel na composição total do lucro.



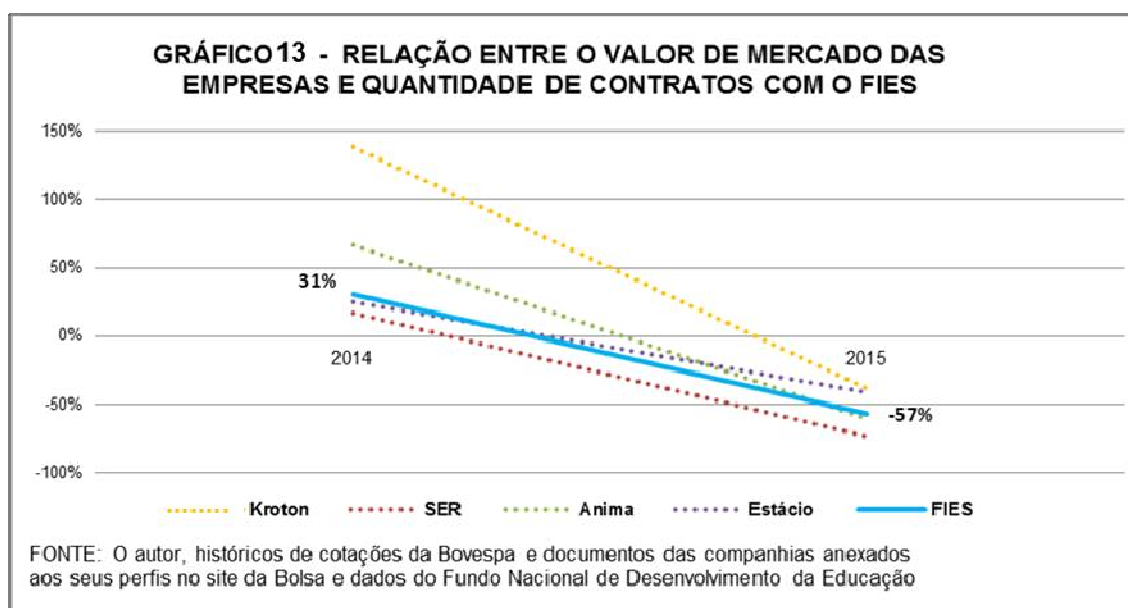
O gráfico apresenta que as ações saíram de uma condição de elevados resultados de LPA em 2013, com acentuada queda, salvo a estabilidade apontada pela Anima em todo o período, para uma nova tendência de estabilidade em 2014 e 2015, com apenas a Kroton apresentando crescimento mais agressivo em 2015, mas detalhadamente apresentado na tabela a seguir:

TABELA 11 - LUCRO POR AÇÃO E VARIAÇÕES ANO-1 NOS EXERCÍCIOS DE 2013, 2014 E 2015									
EXERCÍCIO	• KROTON EDUCACIONAL		• SER EDUCACIONAL		• ANIMA EDUCAÇÃO		• ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES		
	LPA	Var(%) Ano-1	LPA	Var(%) Ano-1	LPA	Var(%) Ano-1	LPA	Var(%) Ano-1	
2013	R\$ 1,92	-	R\$ 0,43	-	R\$ 0,07	-	R\$ 0,30	-	
2014	R\$ 0,62	▼ -68%	R\$ 0,13	▼ -69%	R\$ 0,05	▼ -29%	R\$ 0,09	▼ -71%	
2015	R\$ 0,86	▲ 39%	R\$ 0,10	▼ -25%	R\$ 0,02	▼ -61%	R\$ 0,10	▲ 14%	

Fonte: O autor, com informações dos DREs divulgados pelas companhias acima apresentadas (RI) e informações de quantidades de ações ordinárias, constantes no perfil das empresas no site da Bovespa.

É possível afirmar que as empresas passaram por um período em que experimentaram grandes lucros anuais, passando para números menores e uma possível consolidação deste cenário para os próximos anos a partir do exercício de 2014.

O gráfico acima demonstra a variação do valor de mercado das empresas, conforme suas cotações no último pregão de cada um dos anos analisados. Adotando critérios fundamentalistas, para entender a situação de mercado o que pode ter influenciado nesta variação, é possível traçar um paralelo entre o percentual de crescimento ou queda do valor das empresas e a variação de investimento do governo no FIES. Tomando-se como exemplos, apenas os anos de 2014 e 2015, têm a composição do gráfico abaixo:



Conforme apresentado na tabela 1 deste trabalho, o número de contratos do FIES em 2014, comparado com 2013, cresceu 31%, ao passo que em 2015, na comparação com 2014 caiu 57%, como mostra a linha sólida azul do gráfico acima. Fica claramente estabelecida a relação entre a quantidade de contratos e, logo, o dispêndio anual do governo com o programa no valor de mercado das companhias, que saíram de uma série de crescimento e tiveram queda de seus valores de mercado, como mostra o gráfico com as linhas das quatro empresas apontando resultados negativos, cruzando o eixo 0% da representação gráfica.

8 CONCLUSÃO

Os dados apresentados neste estudo não deixam dúvidas de como o FIES e PROUNI foram fundamentais para o desenvolvimento das empresas de educação listadas na BOVESPA. As companhias souberam muito bem como se valer da dinâmica dos programas e da ampla demanda para alavancar os seus negócios. Afinal, se há pessoas (alunos) interessadas em um produto (educação), existe uma empresa para fornecer este produto (instituições) e alguém (governo federal) financiando o interesse de ambos estabelece-se um ciclo bastante confortável para crescimento dos negócios.

Porém, também não seria justo atribuir exclusivamente ao FIES e ao Prouni o sucesso das empresas aqui estudadas, pois é claro que também há uma grande habilidade e competência para gestão destas companhias sendo estes fatores fundamentais para o seu desenvolvimento e crescimento, contudo, sem os recursos que estas receberam dos programas por certo que as suas trajetórias seriam mais difíceis e mais lentas. Os percentuais observados de crescimento de lucro em 2014, na comparação com 2013, por exemplo, deixa bastante evidente o quanto o fortalecimento destas empresas foi acelerado.

Também é possível afirmar que, em maior ou menor grau, essas companhias são dependentes destas fontes de recursos. Em 2015, por exemplo, a empresa com menos alunos contratantes do FIES era a Estácio com 41% da sua base total de alunos de graduação presencial.

Além do exposto anteriormente sobre a Anima explicando ao mercado o seu desempenho em 2015, outro caso que traz a luz da análise foi o ocorrido com a Ser Educacional, quando de sua IPO, que foi suspensa por determinação da CVM por não dar, em seu prospecto de lançamento, visibilidade de uma instrução normativa da Receita Federal que poderia diminuir o acesso à captação de novos alunos pelo PROUNI, representando um grande risco operacional à empresa e, por conseguinte aos seus investidores.

Muito embora o modelo do financiamento estudantil provido pelo governo federal foi engrenagem central do mecanismo do negócio da educação privada no Brasil, o cenário que se traça no horizonte são as empresas estão adaptando a um novo modelo para poderem sobreviver no longo prazo. Prova disso é como as companhias, com destaque para a Kroton Educacional e a Estácio Participações, estão se estruturando para serem também financiadoras dos seus alunos. Além dos populares seguros mensalidades, divulgados por diversas empresas de ensino superior, em uma modalidade em que a instituição diz garantir parte dos pagamentos por um período em casos de, por exemplo, desemprego, na Estácio este seguro é chamado de “Estácio segura suas pontas”, que garante o pagamento de seis mensalidades em caso de demissão do aluno, em uma clara sinalização da preocupação da companhia com a conjuntura econômica atual.

A Kroton Educacional, que ao longo deste estudo apresentou ser a companhia melhor operada entre as selecionadas, deixa clara a importância desta movimentação. Em entrevista à Bloomberg e publicada pelo site da Revista Exame,

em Junho deste ano, o CEO da Kroton, Rogério Galindo, mostrou o tom do futuro afirmando que “Entre as empresas educacionais, o sucesso nos próximos 10 ou 20 anos estará baseado em quem conseguirá oferecer um melhor financiamento”, ciente este cenário o executivo disse ainda que a companhia está buscando realizar parcerias com um banco para oferecer financiamento privado aos alunos, nos mesmos moldes dos programas federais, em especial o FIES. (EXAME, 2016). Se nota como o produto educação é caro e caberá também aos empreendedores da educação, atuar em seu financiamento.

Ações como essa são artifícios muito importantes para reduzir cada vez mais a dependência das empresas de ações governamentais de incentivo, deixando seus ativos cada vez mais robustos também para que não tenham suas operações prejudicadas por mudanças em políticas de Estado, como aconteceu com as alterações acontecidas no FIES no final de 2014.

Há dois atores beneficiados na implantação e gestão do FIES e PROUNI, os alunos que se beneficiam destes programas para sua formação acadêmica e, principalmente, os empreendedores do setor da educação superior, que viram os seus negócios sendo multiplicados pela ação do Estado, cabendo a estes – agora robustas empresas – fazerem a gestão adequadas de seus negócios para perpetuação de seus empreendimentos.

REFERÊNCIAS

O ESTADO DE SÃO PAULO. **Faculdade tem 99% dos alunos com Fies**. São Paulo, 2013. Disponível em <<http://sao-paulo.estadao.com.br/noticias/geral,faculdade-tem-99-dos-alunos-com-fies-imp-,1634716/>> . Acesso em: 30 jan. 2016.

VALOR ECONÔMICO. **Fies e crise cortam novas matrículas em 30%**. São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/4248632/fies-e-crise-cortam-novas-matriculas-em-30/>> . Acesso em: 30 jan. 2016.

LYONS, J.; LUHNOW, D. **O Problema de Gigantismo do Brasil**. VALOR ECONÔMICO. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/impreso/wall-street-journal-americas/o-problema-de-gigantismo-do-brasil/>> . Acesso em: 31 abr. 2016.

LEMES JUNIOR, A.B ; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. **Administração Financeira: Princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 4. ed. São Paulo: Elsevier.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e Análise de Balanços**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

EMPRESA BRASILEIRA DE COMUNICAÇÃO. **Participação da agropecuária no PIB sobe para 23% em 2015**. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2015-12/participacao-da-agropecuaria-no-pib-sobe-para-23-em-2015/>> Acesso em 15 out. 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Lei das sociedades por ações**. Brasília, 1976. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/Lei6404-76.pdf/>> Acesso em 31 mai. 2016.

PALÁCIO DO PLANALTO – PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei nº 10.260, de 12 de Julho de 2001**. BRASÍLIA, 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10260.htm> Acesso em 29/05/2016

MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO. **Quem pode solicitar o FIES?** Brasília, 2016. Disponível em: <<http://sisfiesportal.mec.gov.br/faq.html/>> . Acesso em 31 jan. 2016

FUNDO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO DA EDUCAÇÃO. **Fies supera marca de 556 mil contratos em 2013**. Brasília, 2014. Disponível em: <<http://www.fnede.gov.br/fnde/sala-de-imprensa/noticias/item/5154-fies-supera-marca-de-556-mil-contratos-em-2013/>> . Acesso em: 30 jan. 2016.

REVISTA EXAME. **Novos contratos do Fies caem 75% no 2º sem e juros dobram**. São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/brasil/noticias/novos-contratos-do-fies-caem-75-no-2o-sem-e-juros-dobram/>> . Acesso em: 30 jan. 2016.

PROUNI. **Conhecendo o PROUNI**. Brasília, 2016. Disponível em: <http://siteprouni.mec.gov.br/tire_suas_duvidas.php#conhecendo/> Acesso em 31 jan. 2016

MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO. **Quadros Informativos**. Brasília, 2015. Disponível em: <http://prouniportal.mec.gov.br/images/pdf/Quadros_informativos/> . Acesso em: 30 jan. 2016.

RECEITA FEDERAL. **Demonstrativos dos Gastos Tributários - DGT** . Brasília, 2016. Disponível em: <<http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/renuncia->

fiscal/previsoes-ploa/arquivos-e-imagens/demonstrativos-dos-gastos-tributarios-dgt/>. Acesso em: 20 jan. 2016

AGÊNCIA REUTERS. **Kroton, Estácio, Ser e Anima detêm 47,6% das vagas do Fies do 1º semestre ocupadas até o momento, diz Hoper.** Ipojuca, 2016. Disponível em: <<http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRKCN0XC2JS?sp=true>>. Acesso em: 05 jul. 2016

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J.; RUDGE, L. F. **Mercado de Capitais – O que é, como funciona.** 7. ed. São Paulo: Elsevier, 2008.

GITMAN, L. **Princípios de Administração Financeira.** 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

O ESTADO DE SÃO PAULO. **Anima Educacional levanta R\$468 milhões em IPO.** São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,anima-educacional-levanta-r-468-milhoes-em-ipo,168452e/>> . Acesso em: 31 jan. 2016.

BMF&BOVESPA. **Novo Mercado.** São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>> . Acesso em: 31 jan. 2016.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES. **Histórico e Perfil Corporativo.** Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <http://www.estacioparticipacoes.com.br/estacio2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=30092> . Acesso em 20 jan. 2016.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES. **Fatores de Risco.** Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <http://www.estacioparticipacoes.com.br/estacio2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=30108> . Acesso em: 31 jan. 2016.

O GLOBO. **Kroton Educacional poderá levantar R\$ 416 milhões com abertura de capital.** Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/kroton-educacional-podera-levantar-416-milhoes-com-abertura-de-capital-4178148/>> . Acesso em: 31 jan. 2016.

KROTON RI. **Histórico – Ano 2010.** São Paulo, 2014. Disponível em: <http://ri.kroton.com.br/kroton2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=32813> . Acesso em: 31 jan. 2016.

SER EDUCACIONAL RI. **Principais Fatores de Risco da Companhia.** Recife, 2013. Disponível em: <http://ri.sereducacional.com/sereducacional/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=47951> . Acesso em: 31 jan. 2016.

SER EDUCACIONAL RI. **O Setor de Educação no Brasil.** Recife, 2016. Disponível em: <http://ri.sereducacional.com/sereducacional/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=47925> . Acesso em 05 jun. 2016.

KROTON RI. **Histórico – Ano 2013.** São Paulo, 2014. Disponível em: <http://ri.kroton.com.br/kroton2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=32813> . Acesso em: 31 jan. 2016.

INEP - INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Censo da educação superior 2013: resumo técnico.** Brasília, 2015. *E-book*. Disponível em:

<http://download.inep.gov.br/download/superior/censo/2013/resumo_tecnico_censo_educac_ao_superior_2013.pdf/> Acesso em 30 jan. 2016.

MEC. **Qual é a diferença entre faculdades, centros universitários e universidades?** Brasília, 2015. Disponível em: <<http://portal.mec.gov.br/component/content/article?id=116:qual-e-a-diferenca-entre-faculdades-centros-universitarios-e-universidades/>>. Acesso em 31 jan. 2016.

MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO. **Portaria Normativa nº 21, de 26 de Dezembro de 2014.** Brasília, 2015. Disponível em: <http://portal.mec.gov.br/index.php?option=com_docman&view=download&alias=16855-port-normativa-n21-26122014-fies&category_slug=janeiro-2015-pdf&Itemid=30192/> Acesso em 31 jan.2016.

REVISTA EXAME. **Empresas de educação já derreteram R\$ 4,5 bilhões na Bolsa.** São Paulo, 2015. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/quedadas-educacionais/>> Acesso em 31 mai. 2016.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Sistema do FIES será liberado para novos contratos em 23 de fevereiro.** São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/educacao/2015/02/1589102-sistema-do-fies-sera-liberado-para-novos-contratos-em-23-de-fevereiro.shtml/>>. Acesso em 15 fev.2016.

REVISTA VEJA. **Nas asas do FIES.** São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://veja.abril.com.br/blog/radar-on-line/sem-categoria/nas-asas-do-fies/>> Acesso em 15 fev. 2016.

SOUZA, A.; CLEMENTE, A. **Decisões Financeiras e Análise de Investimentos:** fundamentos técnicas e aplicações. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009

SENADO FEDERAL. **A Despesa Federal em Educação: 2004 – 2014.** Brasília, 2015. Disponível em: < <https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/boletins-legislativos/bol26>>. Acesso em 01 jun. 2016

ANIMA RI . **Demonstrações Financeiras. Disponível em**<http://ri.animaeducacao.com.br/anima/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=49067&id=0&submenu=0&img=0&ano=2015/> Acesso em 10 jul. 2016

REVISTA EXAME. **Kroton vai propor financiamentos privados para o Fies.** São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/kroton-vai-propor-financiamentos-privados-para-o-fies/>>. Acesso em 30 jun. 2016

PORTAL G1. **Estácio aceita oferta da Kroton, e fusão deve criar gigante universitária.** São Paulo, 2016. Disponível em: < <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2016/07/kroton-melhora-oferta-e-conselho-da-estacio-diz-que-aceita-uniao-20160701092505271435.html/>>. Acesso em 01 jul. 2016