

INDÍCIOS DE FINANCEIRIZAÇÃO DA EDUCAÇÃO SUPERIOR PRIVADA NO BRASIL (2007 – 2018)

Pietro R. Borsari¹

Alex W. A. Palludeto²

Introdução

Há um relativo consenso na literatura especializada de que a financeirização, em seus múltiplos sentidos, constitui um fenômeno que tem origem nos países centrais a partir de um amplo conjunto de transformações institucionais associadas aos processos de liberalização e desregulamentação financeiras com o fim do regime de Bretton Woods nas décadas 1970 e 1980 (VAN DER ZWAN, 2014; PALLUDETO e FELIPINI, 2019). Dentre as diversas interpretações acerca desse processo, é possível considerar como traço fundamental da financeirização a participação crescente de ativos financeiros no patrimônio das famílias, em particular das camadas mais ricas, e das empresas financeiras (EF) e não financeiras (ENF), apresentando-se como parte constitutiva de suas operações econômicas rotineiras e, assim, moldando as mesmas (LAPAVITSAS, 2013; BRAGA et al., 2017). Com efeito, uma vez que a riqueza sob forma financeira passa a representar uma parcela crescente do patrimônio dos principais atores econômicos, suas decisões acerca da composição de seus ativos e passivos passam a ser informadas pela dinâmica das finanças.

Contudo, a extensão desse processo e suas implicações socioeconômicas podem assumir diversas configurações específicas a depender da fração da realidade econômica examinada no tempo e no espaço. Por exemplo, no que se refere às ENF, a financeirização pode se manifestar diretamente por meio da ampliação da parcela de haveres financeiros dentre suas aplicações, cujo movimento passa a codeterminar a condução das suas demais atividades, mesmo aquelas consideradas originalmente parte de seu *core business*. Uma outra forma de manifestação da financeirização nesse segmento passa pela consideração do papel desempenhado pelos acionistas, em particular os investidores institucionais, que, por meio da gestão concentrada de títulos de propriedade de empresas negociáveis em mercados secundários organizados – as ações, que nada mais são do que uma forma

¹ Estudante de Doutorado do programa de Desenvolvimento Econômico do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), SP-Brasil. Contato: pietrorb@gmail.com.

² Professor do Instituto de Economia da UNICAMP.

específica de ativo financeiro – passam a informar as operações das mesmas com vistas à obtenção de um par risco-retorno que consideram razoáveis para seu portfólio como um todo. Esse movimento tem se materializado, de modo geral, por meio de transformações na governança corporativa das sociedades por ações com o intuito de “maximizar o valor do acionista”.

O modo pelo qual a periferia é inserida nesse amplo movimento de financeirização, no entanto, é objeto diversas contribuições (BONIZZI, 2013). De forma geral, considera-se que as economias periféricas podem ser moldadas pela financeirização a depender da sua estrutura produtiva e inserção na divisão internacional do trabalho e no sistema monetário e financeiro internacional. Em particular, quanto às ENF, com o aprofundamento do processo de liberalização financeira, o papel exercido pelos investidores institucionais nacionais e internacionais na periferia parece se apresentar como um dos canais pelos quais as finanças passaram a ditar as operações dessas empresas.

Nesse contexto, o presente artigo tem por objetivo avaliar em que medida o setor de educação superior privada no Brasil é marcado pela financeirização no período recente (2007-2018). Em particular, busca-se examinar o papel desempenhado pelos investidores institucionais no setor de educação superior privada no país, que tem apresentado uma expansão notável nos últimos anos. Sugere-se que a formação, consolidação e atuação de grandes grupos empresariais no segmento tem sido regida pelos investidores institucionais que buscam capturar, por meio de canais financeiros, os rendimentos correntes e prospectivos dessas atividades. O estudo se baseia fundamentalmente na análise da evolução histórica recente dos grupos empresariais do setor de educação Kroton Educacional (braço do grupo Cogna, dedicada ao ensino superior), Ser Educacional, YDUQS (mais conhecida como Estácio) e Ânima Educação, que ocupam, juntas, aproximadamente 20% do total de matrículas de estudantes no ensino superior³ (presencial e à distância). Assim, a hipótese deste trabalho é a de que as grandes transformações observadas no setor foram organizadas por determinados agentes, os fundos de investimento, que aportaram recursos, moldaram a gestão das IES,

³ Em 2019, o total de matrículas das quatro IES referidas correspondeu a 1,6 milhão de alunos, aproximadamente, sendo mais da metade dos estudantes da Kroton. Segundo o INEP, em 2018, o total de matrículas no ensino superior foi de 8,4 milhões em 2018. Destes, 75% estavam no setor privado. Ou seja, quatro IES de capital aberto representam 26% do setor privado, em termos de matrículas.

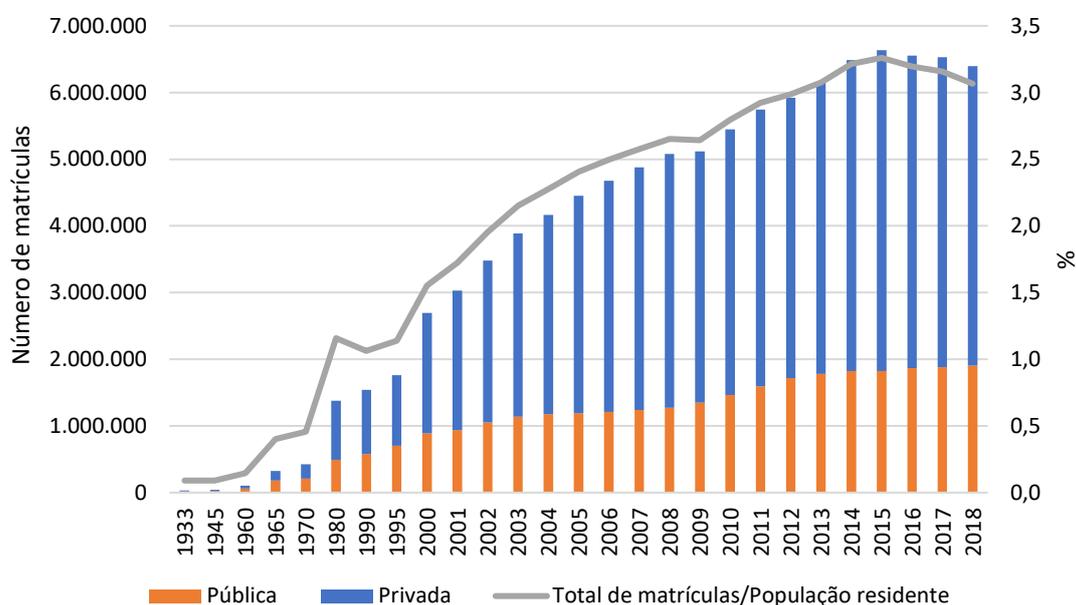
estabeleceram a dinâmica e coordenaram o processo de consolidação no setor de ensino superior privado via fusões e aquisições (F&A) no Brasil

Além desta breve introdução, o trabalho apresenta três seções. A próxima Seção (1) dedica-se a uma breve caracterização geral do setor de educação superior no Brasil, que servirá para contextualizar a análise dos grupos acima indicados no período recente. A Seção 2, por sua vez, tem por objetivo destacar a penetração dos fundos de investimento na propriedade das IES de capital aberto, que tem resultado na influência, por parte dos fundos, nas estratégias de concorrência dessas empresas de educação. Na Seção 3 dedica-se a explorar a principal estratégia de crescimento adotada pelas IES de capital aberto a partir da atuação junto aos fundos de investimento, qual seja a expansão por meio de fusões e aquisições de outras empresas do setor. Esta seção ainda busca apreender a dinâmica especulativa que se dá entre a atuação dos fundos, as F&A e os preços dos papéis das IES negociados na bolsa de valores. Por fim, breves considerações finais encerram o artigo.

1. A educação superior no Brasil: panorama e proposta de periodização

O ensino superior no Brasil é historicamente marcado pelo nível reduzido abrangência em relação à sua população. Até a década de 1960, a maior parte das matrículas em ensino superior ainda estava nas instituições públicas, concentrada em estratos sociais privilegiados. Em 1964, por exemplo, 66% das matrículas se dava em instituições públicas, ao passo que em 1980, a maior parte já se encontrava no setor privado (64%). O descolamento do número de matrículas de ensino superior entre os setores público e privado pode ser observado no Gráfico 1, em particular a partir da década de 1990. Pode-se considerar que até o final do século XX o ensino superior brasileiro ainda era marcado pela desigualdade de acesso (LIMA et al., 2019).

Gráfico 1. Evolução das matrículas em cursos de graduação presenciais no Brasil (1933-2018), segundo a natureza institucional



Fonte: Inep/MEC e IPEADATA. Elaboração dos autores.

Com efeito, na década de 1990 ocorrem mudanças substanciais que vão condicionar as transformações do setor a partir da década seguinte. Em 1996, a lei 9.394/1996, conhecida como Lei de Diretrizes Básicas da Educação Nacional⁴ (LDB), tornou possível que as instituições de ensino superior (IES) privadas tivessem fins lucrativos (Art. 20), bem como possibilitou a entrada de sociedades empresariais no ensino superior, inclusive as Sociedades Anônimas (SA). Assim, nos anos 2000, em conjunto com as alterações na regulamentação, as políticas de fomento à educação superior (crédito estudantil e bolsas de estudo), o crescimento econômico com elevação do salário mínimo e reduzido nível de desemprego e a demanda latente de parte expressiva da população por ingressar no sistema de ensino superior são elementos fundamentais para entender o crescimento substancial do setor. Ao mesmo tempo, esse crescimento foi marcado por expressiva “mercantilização” das atividades de ensino e oligopolização do setor privado. De fato, como se observa no Gráfico 1, a despeito do crescimento das matrículas nas instituições públicas terem se elevado no período recente, em particular pela acelerada expansão da rede de universidades federais, é notável que parte expressiva do aumento total do número de matrículas deva-se às instituições

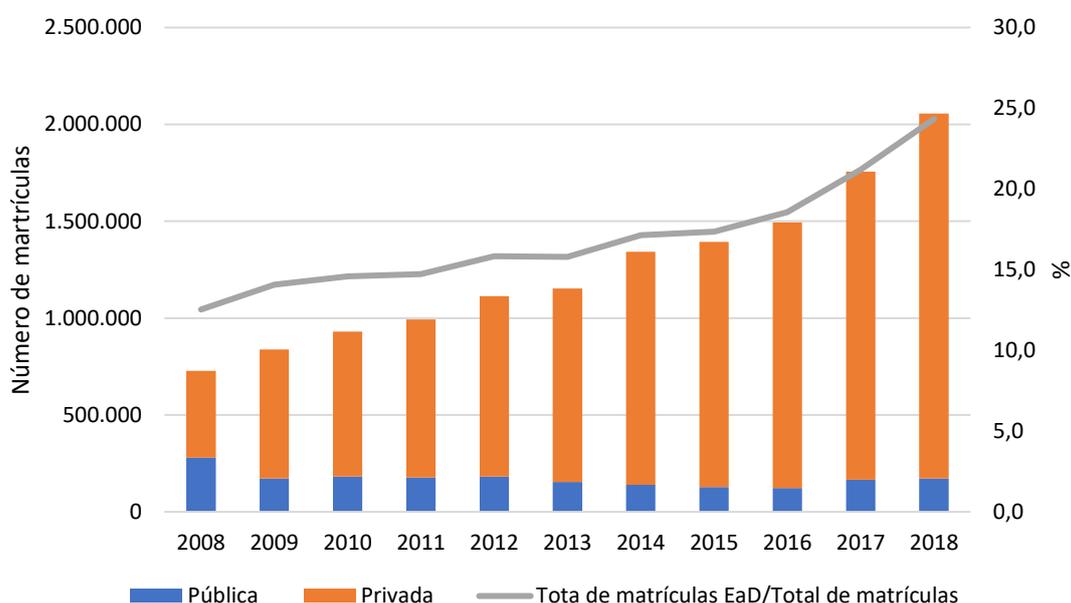
⁴ Escrever sobre os decretos 2.306 (1996) e 3.860 (2001); 2.207 e 2.306 (1997).

privadas. Por essa razão, encontra-se na literatura a sugestão de que, a partir dos anos 2000, o ensino superior brasileiro entrou em sua fase “massificada” (IBIDEM) ou de “massificação mercantil” (SGUISSARDI; 2015).

Essas mudanças convergiam sobremaneira com as diretrizes colocadas organismos multilaterais, tais como a Organização das Nações Unidas Para Educação, Ciência e Cultura (UNESCO), o Acordo Geral sobre o Comércio de Serviços (GATS) da Organização Mundial do Comércio (OMC) e, principalmente, o Banco Mundial⁵.

Além disso, convém observar o crescimento acelerado do segmento de ensino a distância (EaD) no período recente (Gráfico 2). Essa modalidade tem sido um dos principais canais de expansão do ensino superior, com destaque para a parcela privada do setor. Em 2010, pouco mais de 10% do total de matrículas nos cursos de graduação correspondiam ao EaD, passando para mais de 25% em 2018, sendo mais de 90% das vagas no segmento ocupadas em IES privadas.

Gráfico 2. Evolução das matrículas em cursos de graduação EaD no Brasil (2008-2018), segundo a natureza institucional



Fonte: Inep/MEC. Elaboração dos autores.

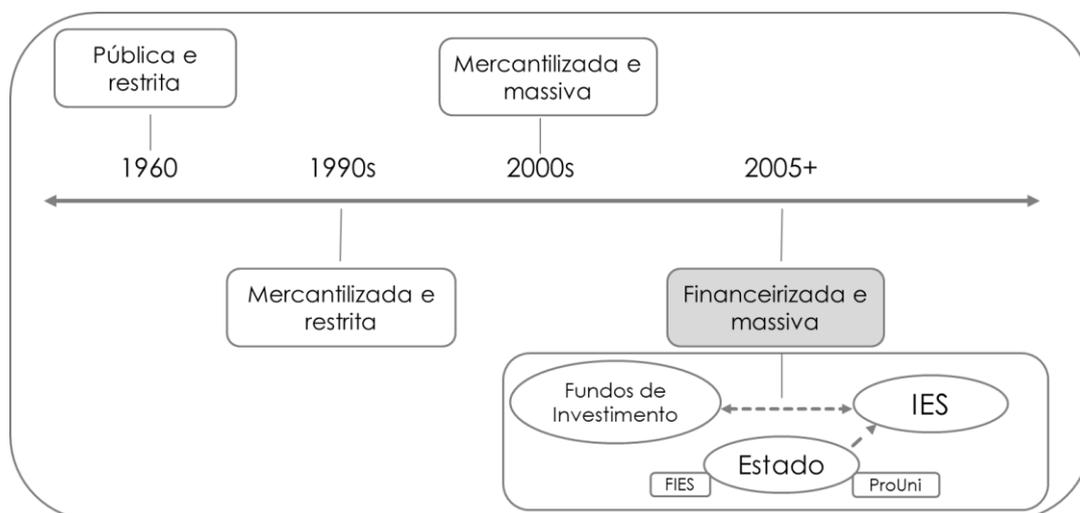
Nesse sentido, embora a “mercantilização” do ensino superior já apresente traços importantes no final dos anos 1990 e tenha se aprofundado sobretudo a partir de meados

⁵ Para mais informações sobre as diretrizes de organismos multilaterais, ver: Jee-Peng, Jimenez e Psacharopoulos (1986), World Bank (1994) e Johnstone, Arora e Experton, (1998).

dos anos 2000, a ainda recente consolidação do setor apresenta traços característicos da dinâmica de *financeirização* do capitalismo contemporâneo, na medida em que os atores chave que organizaram esse processo foram fundamentalmente os fundos de investimento – em sua miríade de institucionalidades.

Interpretar a consolidação do setor e a gestão de suas principais empresas a partir da chave analítica da *financeirização* se distingue do argumento de que a *financeirização* se resume à “mercantilização do ensino superior”. Como pretende-se mostrar, não se trata somente da possibilidade de tratar a educação como mercadoria, com instituições orientadas ao lucro, mas de analisar a forma pela qual essas instituições operam no contexto atual moldadas por parâmetros financeiros.

Figura 1. Periodização da Educação Superior no Brasil



Fonte: Elaboração própria dos autores a partir de LIMA et al. (2019) e SGUISSARDI (2015).

Convém destacar que os processos de mercantilização e, sobretudo, de *financeirização* do ensino superior, foram amplamente amparados pelas políticas públicas de fomento à educação via crédito e isenção fiscal, tais como o Programa de Financiamento Estudantil (FIES) e o programa Universidade para Todos (ProUni), respectivamente. Nesse sentido, nos parece adequada a perspectiva da *financeirização da política social* no Brasil (LAVINAS et al., 2017; ANDRADE, 2018), embora não seja a ênfase dada neste artigo.

O FIES, criado em 2001, passou a ter relevância no total de matrículas das IES fundamentalmente a partir de sua reformulação em 2010⁶, que reduziu a taxa de juros, ampliou o prazo para pagamento e instituiu o Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE) – e não mais somente a Caixa Econômica Federal – como outro coordenador do programa (ANDRADE, 2018). O ProUni, por sua vez, consiste em bolsas de estudo (totais ou parciais) estabelecidas a partir de isenção tributária para as IES privadas. Os programas apresentam certa complementariedade, na medida em que os estudantes bolsistas parciais do ProUni têm prioridade em acessar o FIES para financiar o restante das mensalidades. Em 2014, o total de alunos com FIES chega a 733 mil e foram concedidas 306 mil bolsas pelo ProUni. Nos anos seguintes, o FIES teve seu tamanho relativo consideravelmente – entre 40% e 25%, aproximadamente, do auge histórico do programa (2014) –, ao passo que o ProUni teve o patamar acima de 300 mil bolsas por ano sustentado, com expressivas 362 mil bolsas em 2017.

2. Participação dos fundos de investimento na estrutura financeira e na gestão das IES

As instituições de ensino superior privadas no Brasil caracterizavam-se, até meados da década de 2000, pela gestão familiar de seus negócios. Apesar da regulamentação da IES com fins lucrativos em 1996 ser um marco para a “mercantilização” do ensino superior, é fundamentalmente após a entrada de fundos de investimento no setor e a subsequente abertura de capital na bolsa de valores por parte de algumas IES pioneiras que a dinâmica de crescimento e concorrência do setor altera-se.

Na medida em que o setor começa a apresentar possibilidades de valorização do capital em escala mais ampla e determinados atores financeiros passam a investir em instituições de ensino superior, ocorre um duplo movimento que impacta o padrão de crescimento da educação superior. Por um lado, as IES recebem aportes financeiros consideráveis e conseguem captar volumosos recursos com a abertura do capital na bolsa de valores, o que lhes permite adotar estratégias agressivas de expansão – via ampliação própria da capacidade instalada e, principalmente, por meio de fusões e aquisições – e se

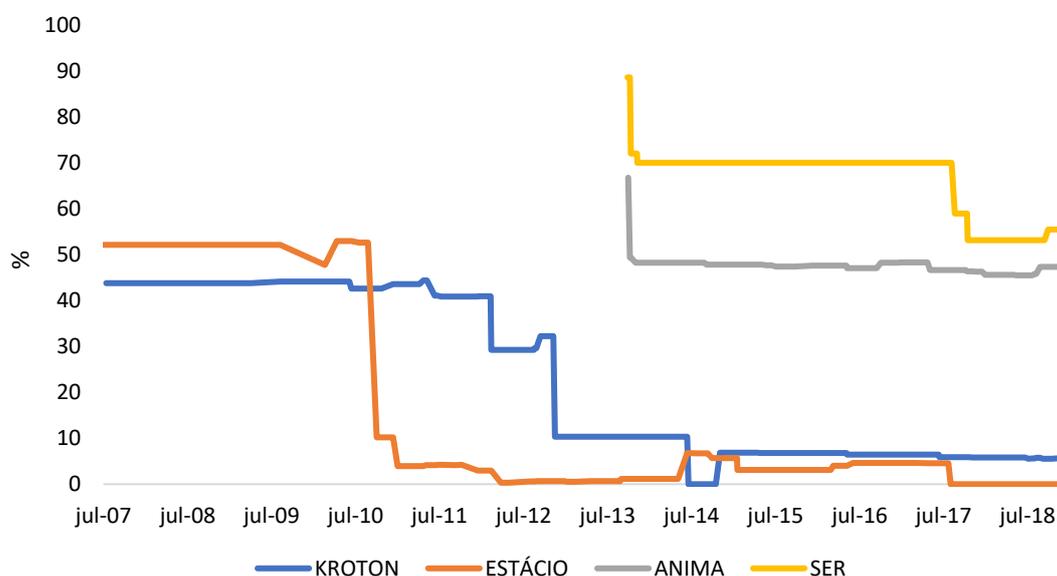
⁶ Dentre as mudanças mais impactantes: taxa de juros é diminuída de 9% para 3,4%; o período de carência aumentou para 18 meses; o teto máximo de renda familiar bruta passou a ser 20 salários mínimos; e a inscrição poderia ser realizada em qualquer período do ano.

posicionar diante da concorrência de maneira distinta. Por outro lado, a gestão familiar cede espaço parcial ou por completo para os novos participantes na estrutura proprietária.

Uma vez iniciado o movimento de associação direta aos atores financeiros de forma bem-sucedida por uma IES, o setor adquire traços incontornáveis no que diz respeito ao padrão de concorrência, “forçando” que os outros competidores se lancem nesse processo sob pena de perderem *market share* ou serem adquiridos. A capacidade financeira que os investidores institucionais oferecem às empresas supera substancialmente a disponibilidade de recursos de terceiros que elas poderiam obter de outras formas, sendo essa a razão última da associação entre as IES líderes e os atores financeiros. Contudo, não se trata, apenas, da obtenção de recursos de forma mais célere e em quantidades superiores às alternativas disponíveis, mas, sobretudo, de um processo, por meio da propriedade de ações, de transformação da própria gestão das IES, que passam a ser moldadas pelas estratégias de valorização da carteira de aplicações financeiras dos fundos de investimento.

Os investidores institucionais mais relevantes acabam por indicar membros para comporem o Conselho Administrativo, que é a expressão mais direta da influência que o acionista pode exercer sobre as estratégias de condução do negócio da companhia. No que se refere ao ensino superior, as quatro IES de capital aberto apresentaram perda de participação de investidores individuais em sua composição acionária, com destaque para as líderes Kroton e Estácio.

Figura 2. Participação de acionistas individuais nas IES brasileiras de capital aberto (2007 - 2018)



Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

O caso da Kroton é ilustrativo. Em 2007, a empresa realizou a abertura de capital na bolsa. Dois anos depois, o fundo Advent⁷ incorpora metade da holding Pitágoras Administração e Participações (PAP), que detinha cerca de 55% da Kroton, ou seja, o fundo a partir do momento detinha cerca de 28% das ações da IES. Com essa participação, o fundo passa a ter o mesmo direito de nomeação no Conselho Administrativo da Kroton que o grupo dos demais acionistas, um total de três membros para cada lado, sendo o conselho completado por mais três gestores independentes. Além disso, o Diretor Financeiro da companhia era indicação exclusiva do fundo.

A Estácio, por sua vez, dispunha, em 2007, 52,2% de suas ações nas mãos da família Cavalcanti, sua fundadora, ao passo que o grupo Moena Participações S.A, braço de investimento do Banco Garantia, possuía 20% e esteve presente desde a primeira oferta pública de ações da empresa. O fundo, mesmo com somente um quinto das ações da Estácio, detinha o mesmo direito que a família Cavalcanti na escolha dos gestores que comporiam o Conselho de Administração. Ao longo dos anos subsequentes ocorrem mudanças significativa nos conselheiros. Em 2010, o fundador João U. Cavalcanti Netto e sua filha Monique U. Cavalcanti Netto venderam suas ações, cerca de 41,7% do capital social da empresa, realizando assim a segunda oferta de ações, que arrecadou R\$ 623 mi. Com isso, a GP Investimentos⁸ tornou-se o principal acionista⁹, até 2013, quando ela vende sua participação do capital social, realizando um retorno sobre o capital investido de aproximadamente 2,3 vezes ao longo dos cinco anos de negócio.

Em decorrência da venda da participação da GP Investimentos, os cinco maiores acionistas da Estácio passaram a controlar 30,42% da companhia, chegando aos 50% em 2016, sendo a grande maioria dos players já conhecida pelo mercado financeiro, como os investidores institucionais Oppenheimer Funds Inc, Coronation Fund Managers, Clube de Investimento Tca¹⁰ e Capital Worls Investors. Após a saída da família Cavalcanti, somente a acionista individual Adriana B. C. Zaher estava entre os cinco

⁷ O fundo Advent vendeu sua participação na Kroton em 2012, recebendo uma quantia três vezes maior que o aporte inicial.

⁸ Empresa de investimento que atua fundamentalmente na formação de private equities.

⁹ Disponível em <<https://oglobo.globo.com/economia/com-lote-suplementar-oferta-da-estacio-capta-6855-milhoes-2941282>>. Acessado em 16 de dezembro 2019

¹⁰ Controlado pela família Zaher, dona do Sistema de Ensino Brasileiro (SEB), empresa que investe em educação básica.

maiores acionistas, com participação relevante entre julho de 2014 e agosto de 2017, momento este em que o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) reprovou a fusão entre a Estácio e Kroton. Após o acordo frustrado, entre em cena o fundo Rose Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia¹¹, que pressiona a saída da família e se tornando principal acionista.

3. Fundos de investimento, fusões e aquisições e bolsa de valores

A movimentação do capital a partir das fusões e aquisições (F&A) constitui uma expressão de sua tendência à concentração e centralização, em que a concorrência intercapitalista leva ao aumento considerável do porte das empresas e à redução do número de (grandes) participantes no mercado. Associar o processo de F&A à financeirização requer elementos particulares que diferenciem da pura e simples concentração e centralização do capital, ou seja, não é razoável associar *todo* movimento de fusão e aquisição com a financeirização. Uma aquisição pode representar, por exemplo, simplesmente a extensão das operações de determinada empresa para um novo mercado (regional, internacional, de produto, etc.) sem que isso se vincule a qualquer aspecto da financeirização tal como descrita pela literatura.

As fusões e aquisições são o método de crescimento predileto em detrimento do investimento em recursos adicionais e novos de maior produção. Agora, diante de um mercado subitamente muito mais ativo de controle corporativo, as corporações de baixo desempenho têm de se preocupar com revoltas de acionistas, tomadas agressivas do controle acionário por concorrentes, aquisições de controle acionário alavancadas por fundos de participações que planejam torná-las privadas e/ ou dividi-las e com a pressão de *corporate raiders* com muito capital (GUTTMANN, 2008, p. 13).

As fusões e aquisições fazem parte das estratégias de concorrência e crescimento de empresas – principalmente as grandes – dos mais variados setores e estão associadas ao crescimento *inorgânico*, ou seja, o crescimento que não deriva fundamentalmente da expansão da produção de bens e serviços da própria empresa. O que é relevante destacar são as características que as F&A assumem nas últimas décadas, com destaque para 1990 em diante, em que aspectos da financeirização se sobressaem.

¹¹ O Rose Fundo de Investimento é administrado pelo BRL Trust Investimento Ltda. e controlado pelo fundo Advent International, acionista majoritário da Kroton Educacional de 2009 até 2013. Até é o principal acionista da Estácio, com 10,8% das ações, seguido pelo Alliancebernstein Administradora de Carteiras, que detém 5,1% das ações da empresa.

Para Guttman (2008), o processo de investimento requer prazos maiores de retornos e aumento de custos (o próprio montante do investimento e o custo de oportunidade), o que pode não ser compatível com o objetivo de maximização do valor ao acionista e do lucro trimestral. Portanto, as fusões e aquisições surgem como um expediente mais apropriado de crescimento da capacidade de produção das empresas. No mesmo sentido, Cushen e Thompson (2016) destacam que a “meta financeira” trimestral ou anual frequentemente é alcançada por meio de fusões e aquisições. Assim, as F&A geralmente são “bem vistas” pelos investidores, pois podem representar um novo fluxo de renda e geração de caixa para ser distribuído entre os acionistas, na medida em que é bastante comum ocorrer reestruturações produtivas (enxugamento das operações, cortes de custos com o trabalho, etc.) e isso representa “ganho de eficiência” que pode ser convertido em distribuição de dividendos ou recompra de ações¹². A simples notícia de possibilidade de realização de uma reestruturação produtiva (que costuma acompanhar as F&A) já é suficiente para movimentar especulativamente o preço da ação da empresa (SENNETT, 1999).

Do ponto de vista dos agentes que promovem e viabilizam as operações de F&A, observa-se a crescente presença de bancos de investimento e investidores institucionais nas últimas décadas, mais acentuadamente nos países “epicentros” da financeirização, como EUA e Reino Unido. Evidentemente, uma parcela considerável dos ganhos das operações realizadas é capturada pelo setor financeiro na forma de taxas administrativas ou participação no lucro.

A explosão das fusões globais das décadas de 1990 e 2000 (ótimos negócios para mais uma outra instituição financeira no centro do processo de financeirização, os bancos de investimentos) surgiu como um aumento de ativos financeiros em vez de um investimento na produção (GUTTMANN, 2008, p. 13-14).

A implicação direta do envolvimento central desses agentes nos processos F&A é a preponderância dos critérios das *finanças* na tomada de decisão. Dentre os ganhos esperados de uma aquisição – crescimento no longo prazo, desenvolvimento de novas tecnologias, ganhos de sinergias nas operações, expansão dos mercados etc. – o determinante é, cada vez mais, aquele que mais importa para os investidores, ou seja, no limite, o ganho esperado por ação. A tradução ocorre no sentido de endereçar *o quanto*

¹² Esse procedimento é bem documentado por Gospel e Pendleton (2016).

os ganhos futuros em EBITDA, frutos da nova aquisição ou fusão, vão gerar em termos de valorização do papel e distribuição de dividendos aos acionistas.

No Brasil, o setor educacional está entre os setores com maior número e volume de fusões e aquisições, sendo o oitavo setor em que mais ocorreram operações dessa natureza, no período 2008-2018. Essa posição relevante pode ser explicada pela elevação da atratividade do setor, uma vez que havia uma demanda latente que foi sendo explorada na medida em que a economia e as políticas públicas de fomento à educação superior (especialmente privada) cresciam. Quando se trata do volume das operações, a participação é menor, com exceção do ano de 2013, em que a participação do setor no volume de F&A foi de 15,10%, quando da fusão entre as gigantes Kroton e Anhanguera, que originou a 17ª maior empresa listada no Bovespa¹³.

No contexto da financeirização da economia, é fundamental identificar se é relevante a participação de bancos de investimento, fundos de investimento e outros agentes financeiros. Como pode ser observado na Tabela 1, entre as 10 empresas que mais realizaram F&A no período de 1999 a 2018, há uma presença baixa desses agentes financeiros. Todavia, o cenário se altera quando se trata do volume em dinheiro (dólares) das operações. A Tabela 2¹⁴ mostra a importância inequívoca dos agentes financeiros ao lado das líderes do setor de educação no volume de F&A nas últimas duas décadas, destacando-se o banco Itaú Unibanco e a “gestora” de investimentos Tarpon Gestora de Recursos.

Tabela 1. Compradores/ Investidores mais ativos no setor de Educação no Brasil, por número de transações, 1999 – 2018

Empresa	Número de transações
Editora e Distribuidora Educacional S.A.*	14

¹³ < <http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2014/07/fusao-da-anhanguera-e-kroton-cria-17-maior-empresa-da-bovespa.html>>, acessado em 16 de dezembro 2019.

¹⁴ Observando os dados presentes na Tabela 3 pode-se constatar novamente a alta presença das IES de capital aberto no processo de F&A do setor. Kroton, Estácio, Anhanguera, Ser e Ânima aparecem entre as dez maiores compradoras do setor nos últimos dez anos. Ainda, aparecem na lista de maiores compradores por volume: Itaú Unibanco AS, Pearson Educational, Tarpon Gestora de Recursos S.A., Laureate Education e Naspers Limited.

A Tarpon é um fundo muito ativo no setor de educação no Brasil, vendendo em 2018 sua parcela da Somos Educação para a Kroton. O grupo Laureate é uma rede internacional de faculdades privadas presente em diversos países, sendo responsável por realizar a primeira compra de grande porte de uma universidade no Brasil, a Anhembí Morumbi, em 2005, por aproximadamente R\$ 158 mi. A Pearson Education é uma organização britânica especializada em serviços educacionais e que atua em mais de 70 países; Multi Brasil SA: empresa focada em escolas de cursos de línguas estrangeiras, comprada em 2013 por R\$ 1,7 bi pela Pearson Education; 500 Startups e Valor Capital Group: fundos de investimento.

Anhanguera Educacional Ltda.	13
Sociedade Educacional Atual da Amazônia**	13
Adtalem Educacional do Brasil S/A	8
Multi Brasil S/A	7
500 Startups	5
Pearson Sistemas do Brasil S.A.	5
Ser Educacional S.A.	5
Somos Educação S.A.	5
Valor Capital Group	5

Fonte: S&P Capital IQ. Elaboração dos autores. *Empresa subsidiária da Kroton Educacional. **Empresa subsidiária da Estácio Participações.

Tabela 2. Compradores/ Investidores mais ativos no setor de Educação no Brasil, por volume das transações, 1999 – 2018

Empresa	Transações em milhões de dólares
Kroton Educacional S.A.	6932
Itaú Unibanco S.A.	1997
Pearson plc	1486
Tarpon Gestora de Recursos S.A.	1472
Editora e Distribuidora Educacional S.A.*	1316
Anhanguera Educacional Ltda.	645
Laureate Education, Inc.	494
Somos Educação S.A.	486
Anima Holding S.A.	449
Naspers Limited	422

Fonte: S&P Capital IQ. Elaboração dos autores. *Empresa subsidiária da Kroton Educacional.

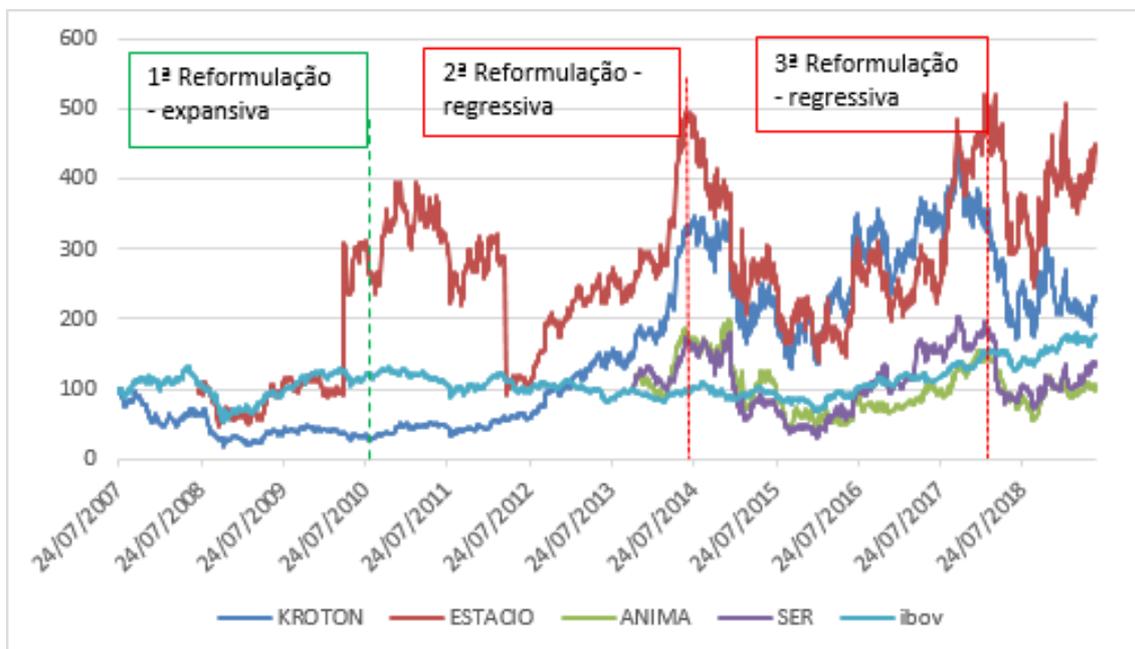
Pode-se dizer que as operações de fusão e aquisição do setor de educação são parte das estratégias de concorrência do setor, em especial das empresas líderes. Estas empresas iniciaram o processo de abertura de capital na bolsa de valores na segunda metade dos anos 2000 e adotaram um perfil agressivo de crescimento por aquisições, resultando na centralização, concentração e formação de grandes grupos no setor. O que chama atenção para as transações desse caráter é a presença significativa de atores do sistema financeiro, sendo esse o aspecto mais relevante para a análise proposta do artigo. Em suma, a centralização do capital e a interação com os atores financeiros no movimento de fusões e aquisições do setor são aspectos compatíveis com a financeirização, embora não sejam suficientes para descrever todo o fenômeno.

Parte da evolução do setor de educação superior privada pode ser inferida a partir da própria oscilação dos preços das ações das quatro empresas listadas na bolsa de valores. Nos casos individuais das IES que serão tratados a seguir, observa-se a

importância da dinâmica de F&A, da entrada e saída de investidores institucionais relevantes e as reformulações dos programas públicos de fomento ao ensino superior.

O Gráfico 3, por exemplo, mostra a evolução de preços das ações da Kroton, Estácio, Ânima e Ser, além do índice Ibovespa, permitindo duas observações imediatas: (1) as reformulações do FIES impactaram diretamente o preço das ações das quatro IES; (2) a evolução do preço das ações da Kroton e da Estácio supera, em quase todo o período, o índice Ibovespa, refletindo o crescimento do setor nos últimos dez anos.

Gráfico 3 – Trajetória das ações vs. Ibovespa, em índice (2007 = 100), 2007-2018



Fonte: Elaboração própria através de dados da plataforma Econômica. **Nota:** São assinaladas reformulações (expansivas ou regressivas) relativas aos FIES.

De fato, o movimento do FIES refletiu-se na valorização das ações das IES, exemplificado pelo resultado do ano de 2012, em que as ações da Kroton e Estácio foram os dois títulos que mais valorizaram no ano na BMFBOVESPA, com 151,5% e 134,2%, respectivamente; o número de alunos com FIES mais que dobrou no mesmo período (VALOR, 2013)¹⁵. As ações das IES respondiam, em grande medida, às expectativas que o mercado formulava sobre a manutenção do programa. No cenário político instável das eleições de 2014, por exemplo, as chegaram a cair expressivamente, porém quando consolidada a vitória de Dilma ações Rousseff, ocorre uma sobrevida ao FIES e os papeis

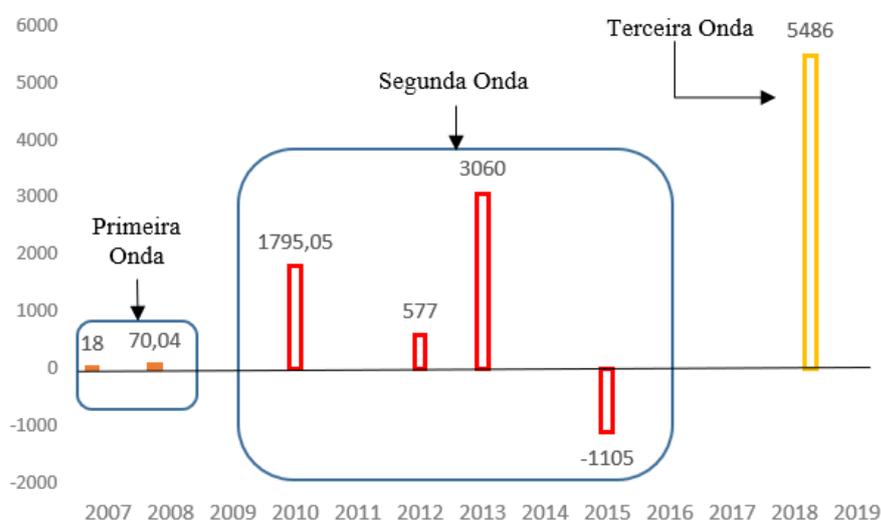
¹⁵ Disponível em < <https://www.valor.com.br/empresas/2959114/kroton-e-estacio-lideram-valorizacoes-do-ano-na-bolsa>>. Acessado em 16 de dezembro de 2019

voltam a subir. Entretanto, no final de 2014 o programa é reestruturado novamente e, desta vez, com regras mais restritivas, o que resultou em queda expressiva dos preços das ações das IES no período. Por fim, no início do ano de 2018, mediante uma nova mudança no FIES, consolida-se a limitação do programa, que passa a focalizar apenas na população mais carente, abalando novamente o preço das ações das IES.

3.1. Kroton Educacional

O processo de expansão das fusões e aquisições da Kroton pode ser entendido a partir de três “ondas” principais, a partir da abertura do capital na bolsa de valores em 2007. A primeira corresponde ao período 2007-2009, em que ocorreram sete incorporações de IES, entretanto nenhuma delas de grande expressão do ponto de vista dos montantes financeiros ou do tamanho das faculdades adquiridas, uma vez que estas eram, em sua maioria, de gestão familiar. A importância dessas primeiras operações reside no papel de expansão geográfica da Kroton pelo país. A segunda onda tem como evento fundante a entrada do fundo Advent e representa o período com o maior número de transações de F&A da empresa, nove no total. Destacam-se a expansão para o segmento de ensino à distância através da aquisição da UNOPAR e a compra da sua maior concorrente até então, a Anhanguera. Em decorrência da aquisição da Anhanguera, o CADE impõe à Kroton a venda da Uniasselvi, movimentou o valor de 1,1 bi de reais. A terceira onda corresponde ao movimento de expansão das operações da empresa para o ensino básico, com a compra da Somos Educação, por mais de R\$ 5,5 bi.

Figura 3. Ondas de F&A: Kroton (2007-2019)



Fonte: Elaboração própria através de dados da S&P CapitalIQ

O Gráfico 4 exibe o preço da ação, as F&A e as principais entradas dos fundos que ocorreram na trajetória da Kroton na bolsa de valores. Observa-se, primeiramente, que o fundo Advent International ingressou como acionista majoritário da empresa em 2009, quando a ação da Kroton estava em torno de R\$ 2,00 e, após a reestruturação da empresa e a aquisição de empresas relevantes no mercado, vende sua participação, em 2013, ao preço de aproximadamente R\$ 6,00 por ação, em 2013. Em segundo lugar, destaca-se a alta de preço das ações após o anúncio da intenção de fusão com a Estácio. No período, ambas as ações das empresas cresceram mais do que as ações de Ânima e Ser, evidenciando a expectativa, do mercado, de retornos positivos da possível fusão. A reprovação da fusão, por sua vez, eclode alguns meses antes das novas regras impostas ao FIES (início de 2018), podendo não ser tão relevante para a queda do preço da ação no período que a sucedeu.

Gráfico 4. Preço da ação e F&A, Kroton, 2007-2018



Fonte: Elaboração própria através de dados da plataforma Economática e S&P CapitalIQ

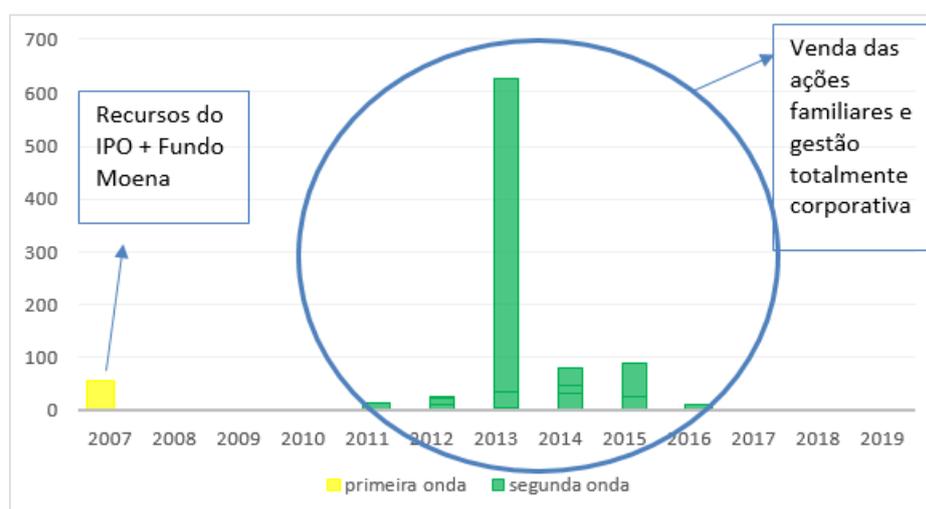
3.2. Estácio

A trajetória de expansão da Estácio Participações é marcada por uma grande quantidade de aquisições, especialmente após abertura de capital na bolsa de valores¹⁶,

¹⁶ O apoio de consultorias educacionais foi decisivo para o sucesso da abertura de capital, uma vez que auxiliou na profissionalização da gestão e redução de custos, aumentando a atratividade os investidores.

em 2007. Em um primeiro momento, em 2008, a partir da venda 20% das ações para o Moena Participações, braço de investimentos do Banco Garantia (R\$ 259 mi), a Estácio realiza a incorporação de 13 novas instituições localizadas nas regiões Norte/Nordeste (5), Sudeste (7) e no Paraguai (1)¹⁷, totalizando \$ 56,7 milhões em aquisições no ano. Em um segundo momento, com uma nova oferta pública de ações e a saída do fundador e maior acionista, João Uchôa, em 2010, ocorre uma pulverização dos acionistas e o controle majoritário das ações é exercido por fundos de investimento e, assim, intensifica-se o processo de aquisições da companhia. São incorporadas outras 17 instituições¹⁸, movimentando mais de um bilhão de reais, com destaque para a compra da União dos Cursos Superiores SEB Ltda. (UniSEB), por R\$ 628 mi, que ocorreu em 2013, em resposta direta à incorporação da Anhanguera por parte da Kroton.

Figura 4. Ondas de F&A: Estácio (2007-2019)



Fonte: Elaboração própria através de dados da S&P CapitalIQ

Em relação ao desempenho na bolsa de valores, o preço das ações da Estácio duplicou em decorrência da entrada do fundo Moena, em 2008. A saída da família

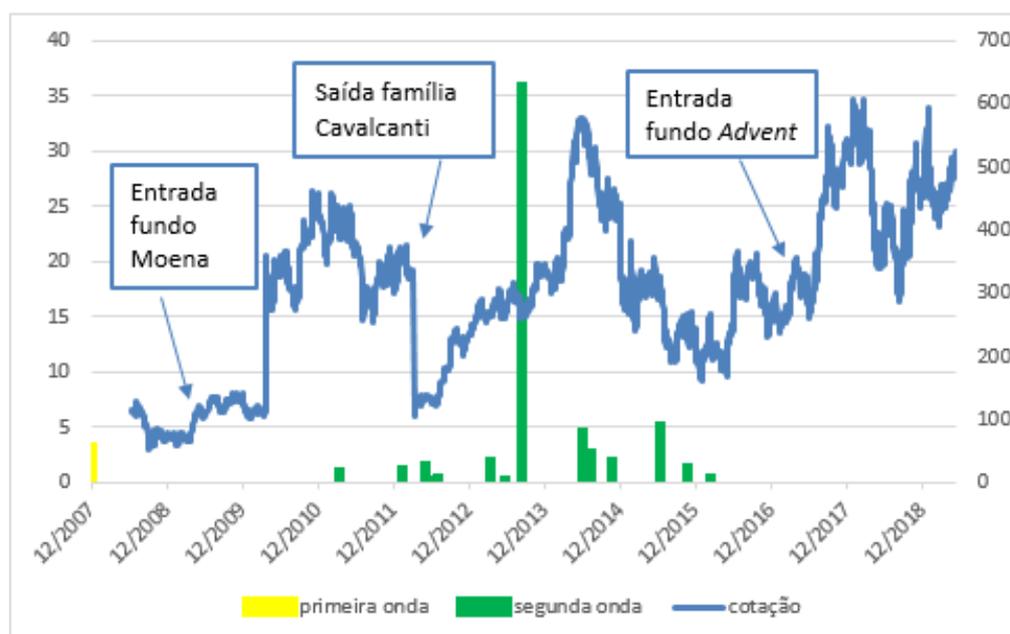
Com efeito, a empresa obteve uma receita bruta de 1,3 bi e receita líquida de R\$ 860 mi em 2007 (VALE, 2011).

¹⁷ São elas: IREP Sociedade de Ensino Superior, Faculdade Radial de Curitiba, Sociedade de Ensino Superior de Alagoas, Sociedade de Ensino Superior do Amapá, União Nacional de Educação e Cultura, Sociedade de Ensino Superior de Sergipe, Sociedade Interlagos de Educação e Cultura S/S Ltda., Sociedade Abaeté de Educação e Cultura Ltda., Faculdade Brasília de São Paulo Ltda., União Cultural e Educacional Magister Ltda. Sociedad de Enseñanza Superior S.A. e Maria Montessori de Educação e Cultura Ltda. Boa parte destas foi incorporada pelas chamadas SESES ou pela IREP.

¹⁸ FAA, FAL, FATERN, SEAMA, Faculdade São Luís, Faculdade iDez, FARGS, UNIUOL, FACITEC, ASSESC, UniSEB, LITERATUS, IESAM, CEUT, Faculdade Nossa Cidade, Faculdade de Castanhal e FUFUS

Cavalcanti abriu espaço para que a IES fosse controlada majoritariamente por fundos de investimento desde então, resultando no maior crescimento no período selecionado quando comparado, proporcionalmente, com as outras três empresas. A entrada do fundo Advent impacta forte e positivamente o preço da ação da Estácio, a partir do final de 2017. O fundo se torna acionista majoritário da empresa em meio a um momento turbulento de saída de outros acionistas e reestrutura a empresa com mudanças de nomes dentro do Conselho de Administração. Tais mudanças surtiram efeitos imediatos no mercado, que conhece a orientação de maximização de valor ao acionista da gestão do fundo, resultando na IES com o melhor retrospecto recente na bolsa de valores.

Gráfico 5. Preço da ação e F&A, Estácio, 2007-2018



Fonte: Elaboração própria através de dados da plataforma Economática e S&P CapitalIQ

Box 1. Movimentação de fundos de investimento frente a tentativa de fusão entre Kroton e Estácio

Em 2016, as duas maiores IES do setor, Kroton e Estácio, anunciaram o processo de fusão, cuja operação fora avaliada em R\$ 5,5 bi. No entanto, a transação foi rejeitada em 2017 pelo CADE por conta dos efeitos anticompetitivos que o aprofundamento do oligopólio resultaria. Diante da rejeição do órgão regulador, a Estácio vê muitos de seus acionistas – dentre eles, os fundos de investimento – liquidarem suas posições na empresa. Alguns deles, inclusive, estavam na situação de coparticipação acionária entre as duas empresas no período de julho de 2015 até agosto de 2017, quando o CADE rejeitou a fusão. Exemplos de investidores com participação acionária relevante em ambas as IES são o Fundo Oppenheimer, o Capital World Investors e o Coronation Fund Managers.

(1) O Fundo Oppenheimer foi o principal acionista da Estácio (sendo um grande acionista desde 2011) durante o período e, ao mesmo tempo, chegou a ser o segundo maior acionista da Kroton, com participação de 5,2% entre o início de 2015 até fevereiro de 2016. A partir da reprovação do CADE começa uma política de desinvestimento, liquidando sua posição quatro meses depois; (2) O Capital World Investors manteve investimento durante todo o período em ambas IES, na média de 5% de participação durante o período. Após a reprovação da fusão em agosto de 2017, liquida sua posição na Estácio de Sá; (3) O Coronation Fund Managers é outro acionista que esteve presente na estrutura social das duas empresas ao mesmo tempo. Saiu da Kroton em março de 2016 e, após a reprovação do CADE, imediatamente reduz pela metade sua participação na Estácio; (4) O Gic Private Limited¹⁹ e o Grupo Fil Limited²⁰ foram outros acionistas relevantes da Kroton e Estácio, respectivamente, que venderam suas participações após o fracasso da fusão. Ainda, em matéria de coparticipação, convém notar que os fundos Blackrock e Fmr Llc (Fidelity)²¹, apesar de não possuírem ações concomitantemente nas duas empresas, foram acionistas em ambas ao longo dos anos.

A Ser Educacional realizou uma proposta para a compra da Estácio no mesmo período, porém a oferta da Kroton venceu. Em matéria para o Valor, Bruno Giardino, analista do Santander, destacou que *“a transação com a Kroton traz mais valor à Estácio. Além disso, é interessante para o investidor institucional que está nas duas pontas”* em referência às posições acionárias dos fundos Oppenheimer, Capital, BlackRock e Coronation²²

Além da saída dos fundos, o fundador da (adquirida) UniSEB, Chaim Zaher, que integrava o conselho de administração da Estácio, reduziu substancialmente sua posição e passou a investir na educação básica. A maior parte de suas ações foi vendida para um antigo conhecido do ramo educacional, o fundo *Advent International*, ex-acionista majoritário da Kroton, através do Rose Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia. Nas palavras de Carlos Monteiro, da CM Consultoria: *“Todos os indicadores da Estácio podem ser muito melhores. É um ativo com forte potencial de expansão, com espaço para crescer. Daí o interesse do Advent”*²³. Essa afirmação expressa o olhar do fundo diante da IES: um ativo que pode se valorizar.

O fundo Advent voltou a investir no mercado de educação em 2015, dois anos após vender suas ações da Kroton, com a compra do Centro Universitário da Serra Gaúcha, em Caxias do Sul. Desde a compra de ações da Estácio no segundo semestre de 2017, o papel da empresa valorizou quase 100% até o começo de 2019, na contramão das demais concorrentes, que sofrem com a queda dos preços das duas ações, refletindo a crise econômica do período e novas mudanças impostas ao FIES.

O fundo Advent controla a Estácio com cerca de 11% do capital da empresa e, sob o controle do fundo, houve implicações diretas no Conselho Administrativo da empresa: a

¹⁹ GIC Private Limited é um fundo soberano de Singapura. Fundado em 24 de fevereiro de 1977, administra uma carteira de mais de 100 bilhões de dólares

²⁰ A Fidelity International Ltd é uma empresa que fornece serviços de gerenciamento de investimentos, incluindo fundos mútuos, gerenciamento de pensões e plataformas de fundos para investidores privados e institucionais.

²¹ Fidelity Investments é uma corporação que tem sua origem nos Estados Unidos que fornece uma grande variedade de fundos mútuos, distribuidores e conselheiros de investimento, bem como serviços de corretagem de desconto, serviços de reforma, a riqueza de gestão, execução e liquidação de valores mobiliários, seguros de vida e uma série de outros serviços.

²² Disponível em <<https://www.valor.com.br/empresas/4591281/comando-da-estacio-prefere-fusao-com-ser-educacional>>, acessado em 16 de dezembro de 2019.

²³ Disponível em <<https://revistapegn.globo.com/Negocios/noticia/2017/08/chaim-zaher-reduz-para-351-sua-participacao-no-grupo-estacio.html>>, acessado em 16 de dezembro de 2019.

destituição de João Cox, que ocupava a cadeira desde 2010, e elevação ao posto de presidente de Juan Pablo Zucchini, sócio da gestora; nomeação de Flávio Jansen e Igor Lima, executivos que já trabalharam com a Advent na Fleury e na Kroton, respectivamente; troca do até então CEO Pedro Thompson por Eduardo Parente, executivo que fez carreira no setor de infraestrutura.

Ao longo da última década, portanto, podemos observar movimentos de incorporação semelhantes ao da Kroton Educacional por parte da Estácio Participações. Uma primeira rodada de investimentos provinda de seu IPO, destinando os recursos para a aquisição de pequenas instituições familiares ao redor do país, seguida de um aporte de um fundo de investimento que dá robustez e capital para que a IES consiga se consolidar no mercado educacional. Após a desaprovação da fusão, a Estácio passa por uma reestruturação e apesar de ainda não realizar nenhum aporte significativo no ensino básico, goza de um aumento considerável do preço de suas ações, muito por conta da reestruturação que o fundo majoritário Advent International vem realizando na empresa.

3.3. Ânima Educação

O início do grupo Ânima Educação se deu em 2003 com a aquisição da Minas Gerais Educação Ltda., mantenedora do Centro Universitário UNA, em Belo Horizonte. Em 2006 foi adquirida a Unimonte e, em 2009, foi incorporada a UniBH. Segundo Ryon Braga, presidente da consultoria Hoper:

Desde a sua criação, o Ânima adotou como estratégia comprar universidades prestigiadas regionalmente, porém com sérias dificuldades financeiras, e implantar sua visão gerencial com foco nos resultados (Época Negócios²⁴).

Em 2012, o *private equity* BR Investimentos faz um aporte de R\$ 100 mi, injetando novo fôlego para aquisições. Em 2013, ano em que a Ânima Educação realiza a abertura de capital na bolsa, é adquirida por R\$ 50mi a HSM, empresa atua na área de educação executiva e gestão empresarial. Em 2014 é adquirida a Faculdade São Judas Tadeu (USJT), por R\$ 320 mi. Logo após a compra da USJT, o fundo BR Investimentos passou a vender as ações da empresa, resultando na estrada de outros players na composição acionária da IES, como os fundos Península, Dynamo, Velt Partners e Atmos. Nos últimos anos foram realizadas outras aquisições: R\$ 230 mi em 2016 (UNISOCIESC, ALIS Educacional e EBRADI) e R\$ 13 mi em 2018 (Faculdade Jangada e Faculdade Divinópolis).

O grupo Ânima se distingue das duas IES apresentadas anteriormente uma vez que, mesmo com a presença de fundos de investimento em sua composição acionária, os

²⁴ Disponível em < <https://epocanegocios.globo.com/Informacao/Visao/noticia/2013/01/nos-vamos-invadir-sua-escola.html> >. Acesso em 16 dezembro 2019

seus fundadores ainda detêm a parcela majoritária da empresa. Com o IPO sendo realizado mais tarde, em 2013, a Ânima leva um tempo para começar a captar recursos e realizar as aquisições necessárias para se consolidar no mercado de ensino superior brasileiro, porém, logo após a sua oferta pública de ações a companhia realiza no mesmo ano seu maior volume de F&A até então.

Em termos da evolução do preço das ações, a Ânima destaca-se, como a Kroton, pelo movimento de saída de seu principal acionista assim que as ações da empresa se valorizaram. A BR Investimentos, que chegou a ter cerca de 30% do capital da empresa antes da realização do IPO, vai paulatinamente vendendo suas ações no mercado conforme o preço das ações foi se valorizando após a aquisição da FSJT, liquidando a posição em 2015, com as mudanças do FIES. Além disso, é interessante notar a “validação” do mercado em relação às aquisições do período. Como pode ser observado no Gráfico 6, o preço das ações obedeceu a uma trajetória de crescimento a cada grande incorporação de outra companhia realizada pela Ânima.

Gráfico 6. Preço da ação e F&A, Ânima Educação, 2013-2018



Fonte: Elaboração própria através de dados da plataforma Economática e S&P CapitalIQ

3.4. Ser Educacional

A Ser Educacional, assim como a Ânima, realizou seu IPO tardiamente em relação às líderes Kroton e Estácio, em 2013. A estrutura da Ser é a mais engessada das quatro

IES brasileiras de capital aberto, ou seja, têm o controle mais centralizado em seu fundador e acionista principal, Jose Janguê Bezerra Diniz.

Devido à baixa participação de fundos de investimento no começo da trajetória da Ser, poucas vezes foram captados recursos via mercado de ações para se destinar à expansão inorgânica da empresa. A partir do aporte do *Cartesian Capital Group*, em 2008, há uma guinada na estratégia de expansão da empresa, desencadeando as compras de FABAC, ESAMC e Faculdade CDF. Em 2013, quando abre de fato seu capital na Bolsa de Valores, alcança o patamar nacional, adquirindo cinco instituições pelo Brasil²⁵, desembolsando cerca de R\$ 364,8 mi somente em 2014.

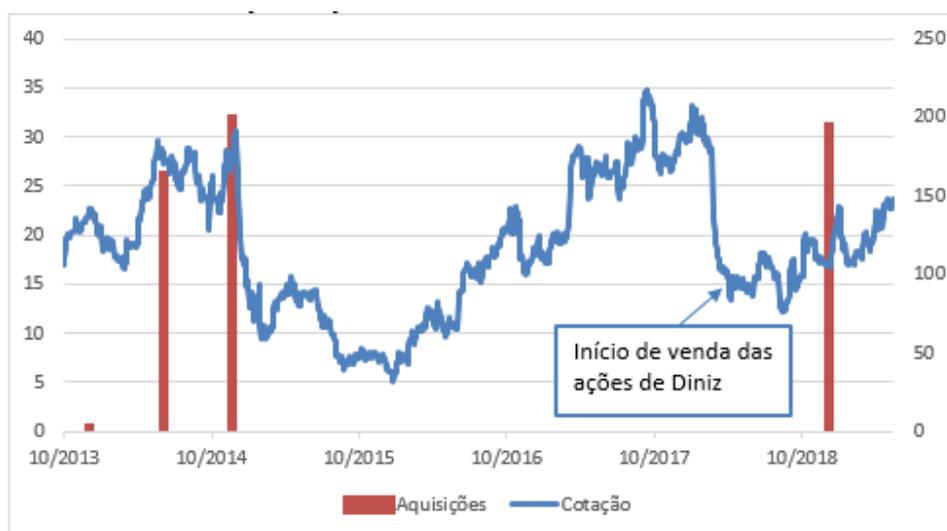
Em 2017 destaca-se a venda de até 11,3% do capital da empresa, arrecadando entre R\$ 236,5 mi e R\$ 400 mi, tendo como Investidor Financeiro o banco Credit Suisse. Assim, nota-se a entrada de fundos de investimento na IES – JGP Gestão de Recursos, Oceana Investimentos e Velt Partners Investimentos – que passam a controlar cerca de 10% de seu capital acionário. Esses aportes de capital possibilitaram, em 2018, uma das maiores aquisições da Ser até então: a Uninorte, maior universidade de Manaus, por R\$ 195 mi.

É possível observar, portanto, que a participação dos fundos de investimento, mesmo que em uma estrutura acionária mais concentrada como a da Ser Educacional, causa um impacto profundo em sua política de fusões e aquisições. A primeira rodada de investimento foi realizada como aporte do Cartesian Capital Group, sendo seguida por outra rodada, viabilizada pela captação de empréstimo junto ao Banco Mundial e o IPO da empresa. Por fim, os recursos oriundos da venda de parte das ações do fundador Jose Diniz, em 2017, tornaram possível a compra da Uninorte, em 2018.

O grupo Ser Educacional (Gráfico 7), novamente se assemelhando à Ânima, apresentou menor volatilidade de preços devido a elevada concentração das ações nos acionistas majoritários e fundadores das empresas. Entretanto, quando o acionista majoritário de José Diniz começa a vender suas ações, ocorre um aumento de volatilidade do capital da empresa, além da valorização de aproximadamente 50% no preço de sua ação. Tal fato sugere, portanto, que a maior presença de fundos de investimento nas estruturas acionárias representa uma sinalização positiva para o mercado.

²⁵ Faculdade Decisão, Associação de Ensino Superior Anglo Líder, UNAMA, UNG, Faculdade Santa Emília (FASE)

Gráfico 7. Preço da ação e F&A, Ser Educacional, 2013-2018



Fonte: Elaboração própria através de dados da plataforma Economática e S&P CapitalIQ

Considerações finais

Os fatos estilizados expostos sugerem que a consolidação do ensino superior no Brasil apresentou, a partir de meados dos anos 2000, traços característicos da *financeirização*, na medida em que se verificam o forte crescimento das instituições de ensino superior privadas de capital aberto na bolsa de valores – Kroton, Estácio, Ser e Ânima; os agentes organizadores da evolução recente do setor associados às IES analisadas – investidores institucionais, em particular os fundos de pensão; as normas e critérios norteadores desses agentes – cômputo financeiro geral; e, entre outros, as estratégias de crescimento privilegiadas – em especial, a realização de aquisições e fusões.

As transformações na gestão corporativa das IES ocasionadas pela entrada de investidores institucionais (fundos de participação, fundos de investimento) tem se refletido na captura financeira de rendimentos associadas ao setor (correntes e prospectivos), em especial via ganhos de capital.

O crescimento das IES de capital aberto encontrou amparo em mudanças regulatórias e, fundamentalmente, na ampliação e no alcance das políticas públicas de fomento ao ensino superior, como o FIES e o ProUni. Nesse sentido, o papel do Estado

foi decisivo para sustentar o processo expansão dessas empresas associadas aos investidores institucionais, o que dá força à ideia de financeirização da política social (LAVINAS et al., 2017).

Referências Bibliográficas

ANDRADE, L. B. DE. Financeirização na Educação Superior Brasileira: permanência por endividamento, expansão por benefício público. 2018.

BONIZZI, B. (2013). Financialization in developing and emerging countries: a survey. *International Journal of Political Economy*, 42 (4), 83-107.

BRAGA, J. C. D. S.; OLIVEIRA, G. C. de; WOLF, P. J. W.; PALLUDETO, A. W. A.; DEOS; S. S. de. For a political economy of financialization: theory and evidence. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, n. esp., p. 829-856, 2017.

CUSHEN, J.; THOMPSON, P. Financialization and value: why labour and the labour process still matter. *Work, Employment & Society*, v. 30, n. 2, p. 353-365, 2016.

GUTTMANN, R. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *Novos estudos-CEBRAP*, v. 82, p. 11-33, 2008.

JEE-PENG, T., JIMENEZ, E., & PSACHAROPOULOS, G. (1986). *Financing education in developing countries: an exploration of policy options*. The World Bank.

JOHNSTONE, D. B., ARORA, A., & EXPERTON, W. (1998). *The financing and management of higher education: A status report on worldwide reforms*. Washington, DC: World Bank.

LAVINAS, L.; ARAÚJO, E.; BRUNO, M. Brasil : vanguarda da financeirização entre os emergentes ? Uma análise exploratória Brasil. *Texto para Discussão*, n. 032, p. 1-40, 2017.

LIMA, J. P. C., DE ABREU, W. F., POÇA, H. N. F., SILVA, P. C. C., & FERREIRA, A. P. Financeirização e Oligopolização no Ensino Superior Privado-Mercantil Brasileiro: a sestra e a destra numulárias no âmago da educação. *FINEDUCA - Revista de Financiamento da Educação*, 9.

PALLUDETO, A. W. A., & FELIPINI, A. R. (2019). Panorama da literatura sobre a financeirização (1992-2017): uma abordagem bibliométrica. *Economia e Sociedade*, 28(2).

SENNETT, R. *A corrosão do caráter*. Editora Record, 1999.

SGUISSARDI, V. Educação superior no Brasil. Democratização ou massificação mercantil? *Educação & Sociedade*, v. 36, n. 133, p. 867-889, 2015.

WORLD BANK (1994). Washington, DC. *Higher Education: The Lessons of Experience. Development in Practice Series*. ERIC Clearinghouse.

VAN DER ZWAN, N. Making sense of financialization. *Socio-economic review*, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.