

# A escola capitalista





**Renato Souza Neto** ([renato.souza@prismapar.com.br](mailto:renato.souza@prismapar.com.br)) é formado em economia pela George Washington University, e tem MBA pela Insead. É sócio-fundador da Prismapar, empresa de assessoria financeira e estratégica para o setor de educação no Brasil. Trabalhou seis anos no banco JP Morgan nas áreas de fusões e aquisições e mercado de capitais em Nova York e São Paulo.

## Como buscar recursos no mercado — e quando vale a pena aceitar sócios e ser transparente.

*Renato Souza Neto*

PARA ESCOLAS E UNIVERSIDADES, aderir abertamente ao capitalismo é algo relativamente novo — não apenas no Brasil. Apesar de ser um setor da economia que movimenta até 15% do PIB, dependendo do país (entre gastos do governo, organizações sem fins lucrativos e empresas privadas), a educação sempre foi vista como um bem público — ofertado por governos, por grupos religiosos ou por empresas familiares.

No passado, qualificar educação como um "produto" ou serviço com fins lucrativos era impensável. Mas hoje a ideia de que empresas de educação não podem se preocupar com lucro está praticamente superada, inclusive institucionalmente. No Brasil, a publicação da Lei de Diretrizes de Bases (LDB), em 1996, permitiu que empresas do setor de ensino superior adquirissem o status jurídico de instituições com fins lucrativos. Esta e outras mudanças multiplicaram por três a quantidade de escolas de ensino superior privado no Brasil na década seguinte, o que as tornou mais acessíveis para alunos de classes de renda mais baixa, antes fora do sistema. E, também, as transformou em alvo de movimentos de consolidação (o que requer capital), do interesse de estrangeiros, de investidores em bolsas de valores e de fundos de private equity, locais e internacionais.

No Brasil, esse movimento começou por volta de 2005, quando o fundo de investimento Pátria adquiriu uma participação relevante na então incipiente Faculdade Anhanguera, na época um grupo de faculdades no interior de São Paulo com menos de 10 mil alunos (atualmente, o grupo tem algo próximo de 400 mil alunos).

Em seguida veio a aquisição da Anhembí Morumbi pelo grupo internacional Laureate. No ano seguin-

te, foi a vez da Faculdade Jorge Amado, de Salvador, vender seu controle ao grupo Whitney International, baseado em Dallas, nos Estados Unidos. Daí em diante o processo não parou mais.

Em 2007 o cenário favorável incentivou os primeiros IPOs (sigla em inglês para Initial Public Offering, ou oferta inicial de ações) no setor de ensino. A debutante foi a Anhanguera, seguida pela Kroton (grupo Pitágoras), Estácio e SEB (COC). Todas aproveitaram a bonança de liquidez das bolsas nos anos pré-crise global.

### As alternativas

Assim como para empresas de qualquer outro setor, existem basicamente três alternativas para uma instituição de ensino buscar um sócio capitalista.

Para escolas interessadas em melhorar sua gestão e se capitalizar para crescer, a escolha vai depender do estágio da empresa, seu tamanho, qualidade da governança corporativa, entre outros fatores. Cada opção oferece prós e contras que devem ser considerados pelos atuais donos da instituição.

O que há em comum entre as três alternativas? De forma geral, trazer um novo sócio significa prestar contas. Se, antes, o dono da escola geria seu negócio de forma independente, quando entra um sócio investidor, a vida da empresa muda. O novo sócio vai exigir balanços financeiros, transparência nos resultados, governança compartilhada, poder de veto no conselho, entre outras coisas. O primeiro grupo de possíveis sócios-investidores são os private equity. Esses fundos administram capital de terceiros e precisam gerar um retorno sobre aquele capital. Podem comprar uma participação minoritária ou o controle

## Empresas de educação

Desempenho em bolsa — Valorização em %

	Tipo*	Adesão	2007	2008	2009	2010
ANHANGUERA	NM	12.03.07	111,10	-68,13	105,37	50,18
ESTÁCIO	NM	11.07.08	-31,73	-16,72	98,40	8,87
KROTON EDUCACIONAL	N2	23.07.07	-36,62	-55,54	44,58	31,34
SEB – SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO	N2	18.10.07	-17,08	-62,00	144,53	21,39

\*NM = NOVO MERCADO; N2 = NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

FONTE BOVESPA

acionário. Portanto, o dono da escola deve decidir se está disposto a abrir mão do controle da empresa ou não, antes de se aproximar de um desses fundos. Além disso, é bom lembrar que os fundos não são especialistas em um setor em particular. Eles são agentes financeiros, não têm condições ou interesse em dar uma contribuição gerencial ao seu negócio principal, e sim às áreas periféricas e de suporte da empresa, como finanças corporativas, fusões e aquisições, centro de serviços compartilhados.

Geralmente, os fundos buscam uma rentabilidade de, no mínimo, 25% a 30% ao ano nos investimentos que fazem. Por essa razão, tendem a pagar um preço menor pelo ativo do que investidores estratégicos ou de bolsa de valores.

Por último, o dono deve lembrar que o fundo de private equity não fica na empresa para sempre. Em algum momento vai querer sair do negócio e devolver o capital aos investidores. Por isso, os fundos estabelecem cláusulas de saída muitas vezes desfavoráveis e pouco atrativas para os antigos donos.

Outra alternativa é buscar um sócio estratégico. Um investidor estratégico é aquele que atua no mesmo ramo ou setor da empresa comprada — em muitos casos, é um concorrente. Por essa razão, não fará o investimento se não ficar com o comando (controle). Cada investidor estratégico tem seu modo de administrar uma empresa e, ao assumir uma instituição, o dono anterior provavelmente terá um papel de coadjuvante ou, no máximo, de cocontrolador (caso continue dentro do negócio). As vantagens de trazer um sócio estratégico é que, normalmente, recebe-se um valor maior do que na venda a um fundo, pois, além do prêmio de controle, o investidor geralmente obtém sinergias que podem ser divididas. Além disso, como o nome diz, esse investidor tem um interesse estratégico na compra, por isso está disposto a pagar mais.

Foi o que aconteceu na compra do curso pré-vestibular e sistema de ensino Anglo pela Editora Abril

e do SEB pela Pearson. Ambos os compradores pagaram preços equivalentes a 10,20 vezes o lucro operacional das empresas compradas, algo considerado bastante alto no setor de educação.

### Um grande passo

A abertura de capital é, em tese, o último e mais valorizado degrau na escala de quem busca recursos no mercado. Mas fazer IPO não é para qualquer um. Primeiro, porque os investidores de bolsa exigem um tamanho mínimo para a operação, que pode variar dependendo do momento do mercado, de condições macroeconômicas e de ciclos da economia. Quando o mercado está favorável, como em 2007 no Brasil, o investidor aceita empresas um pouco menores. Atualmente, o mercado de capitais no Brasil (e no mundo em geral) está mais criterioso. Não existe um número mágico, mas para aspirar a um IPO uma empresa da área de educação deve ter uma receita mínima por volta de R\$ 500 milhões/ano e ser avaliada no IPO a algo próximo ou acima de R\$ 1 bilhão.

A maioria das empresas que abrem o capital por meio de oferta inicial opta por esse caminho por uma série de razões. A primeira é liquidez. Ter a empresa listada em bolsa permite aos sócios comprar e vender suas ações a qualquer momento. O papel (ação) da empresa vira praticamente uma moeda. Isso facilita novas aquisições, financiamentos e novos aportes de capital.

A segunda vantagem é o valuation (avaliação da empresa). Geralmente, o valor pago pelo investidor de bolsa é maior que aquele pago por private equity e investidores estratégicos. A principal razão é que as empresas que conseguiram listar suas ações passaram teoricamente pelo crivo de auditorias e bancos, adotaram os melhores padrões de governança.

Mas, apesar das vantagens — e do status —, há também desvantagens em abrir o capital. Tanto que sempre há empresas fazendo o caminho inverso. Para não dar um largo passo e ter de voltar atrás, o que



pode comprometer a sobrevivência do negócio, é importante avaliar se não há alternativas menos ambiciosas e trilhar o caminho aos poucos.

Em educação, especificamente, existem dois casos recentes, um no Brasil e outro no exterior, de escolas que voltaram atrás. No Brasil, o SEB acabou fechando seu capital depois de vender parte da operação (o Sistema de Ensino) ao grupo Pearson, em julho do ano passado. A principal razão é que, com a venda, o valor restante da companhia reduziu o free float, aquela parcela das ações da empresa vendida no mercado para livre negociação. Ficou mais vantajoso fechar o capital e recomprar as ações dos investidores.

No âmbito internacional, a Laureate, rede com 55 instituições de ensino superior em 27 países, inclusive no Brasil, é um dos casos mais marcantes. A empresa, de capital aberto desde 1993, foi adquirida por um consórcio liderado pelo fundo de private equity Kohlberg Kravis Roberts (KKR) em 2007, que

das de cobrar muito e agregar pouco conhecimento, tornando-se, na visão dos críticos, verdadeiros "vendedores de diplomas". A situação vem gerando forte insegurança aos donos de universidades e investidores, derrubando os preços das ações das empresas de ensino listadas nos Estados Unidos a patamares nunca vistos.

### O melhor caminho

Para empresas que não têm condições ainda de abrir capital, o fundo de private equity pode ser uma transição gradual interessante. Ao atrair um fundo, a empresa necessariamente terá que adotar padrões mais altos de governança, vai profissionalizar sua gestão, racionalizar os custos.

Foi o que fez a Anhanguera. A instituição recebeu o aporte do Pátria em 2005. O fundo cuidava da parte financeira e administrativa e das fusões e aquisições, enquanto os sócios fundadores tocavam a parte acadêmica e operacional. Com isso a instituição cresceu

## É preciso buscar um parceiro estratégico que esteja alinhado com a visão de futuro e os valores da empresa.

decidiu fechar seu capital. O fundo considerava que o preço da empresa estava significativamente abaixo de seu potencial e resolveu fechar o capital para implementar reestruturações e reformular seu plano de crescimento.

Além disso, ser uma empresa de capital aberto exige prestação de contas e comunicação frequente com os investidores. Essas tarefas consomem muito tempo e recursos financeiros, além de expor a empresa e toda sua estratégia ao mercado, o que pode favorecer a concorrência.

Outro problema é que o valor da empresa é refletido diariamente, minuto a minuto, nas bolsas de valores — portanto, de forma pública. Uma notícia negativa que afeta o setor ou até mesmo outro concorrente pode ter impacto negativo na ação da empresa. Isso é algo que não se controla — fica-se, simplesmente, sujeito a tais oscilações.

É o que está acontecendo nos Estados Unidos neste exato momento. O setor de ensino superior privado americano tem passado por um bombardeio de críticas por parte dos órgãos reguladores e algumas entidades, que acusam as faculdades priva-

de forma ordenada e com uma clara visão de futuro. Não foi por acaso a primeira empresa do setor a abrir o capital, e hoje apresenta uma valorização superior aos seus concorrentes.

Já a SEB, Estácio e Kroton também conseguiram fazer o IPO, mas ainda não tinham a casa arrumada, seja na parte financeira, governança e /ou estratégica. Pularam uma etapa, e sofreram com isso. Mas a Estácio já vem há mais de dois anos num processo de reestruturação e racionalização dos custos que finalmente começa a gerar resultados.

Já para empresas que estão com problemas sucessórios, a venda a investidores estratégicos pode fazer mais sentido, pois eles normalmente ajudam a melhorar a gestão e a dar continuidade ao negócio. Foi o caso da Uniderp, de Campo Grande (MS), vendida para a Anhanguera; e da Anhembí Morumbi, adquirida pela Laureate. O importante neste caso é o dono da instituição buscar um parceiro estratégico que esteja alinhado com a visão de futuro e os valores da empresa. Caso contrário, a chance de frustração com a nova gestão é muito alta.