

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUNDOS DE INVESTIMENTO FOCADOS EM EDUCAÇÃO

Antonio Wehrs Fleichman

Nº de Matrícula: 0813435

Orientador: Antônio Marcos Hoelz Pinto Ambrózio.

Dezembro de 2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUNDOS DE INVESTIMENTO FOCADOS EM EDUCAÇÃO

Antonio Wehrs Fleichman

Nº de Matrícula: 0813435

Orientador: Antônio Marcos Hoelz Pinto Ambrózio.

Dezembro de 2012

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Antonio Wehrs Fleichman

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

AGRADECIMENTOS

A meu orientador, Antônio Marcos Hoelz Pinto Ambrózio, que me acompanhou e me indicou textos para leitura sobre o tema. Muito obrigado.

A meu pai, Gustavo Fleischman, que releu meu trabalho com muita paciência e cautela e fez comentários pertinentes quanto à clareza das ideias .

A minha família e namorada que me apoiaram durante o período que tive que me distanciar para a conclusão da monografia.

Sumário

Índice de Tabelas.....	5
Índice de Gráficos	5
1. Introdução.....	6
2. Características básicas de fundos de <i>Private Equity</i>	8
3. Mercados Brasileiro de Educação	10
4. Atual conjuntura brasileira de fundos de investimentos em educação.....	16
5. Processo e análise de investimento	18
a) Mapeamento de Oportunidade.....	18
b) Teses de Investimento (Growth Equity e Venture Capital em educação) vs Riscos de Investimento (Internos e Externos).....	20
c) Formas de minimização de riscos	24
6. Impacto social	31
a. Teorias de geração de impacto social	31
b. Métodos de medição e resultados	35
7. Conclusão.....	39
8. Referências Bibliográficas:	40

Índice de Tabelas

Tabela nº 1 - Principais características dos fundos de <i>Private Equity</i>	9
Tabela nº 2 - Número de aquisições de instituições de ensino superior (2007 à 2012)..	16
Tabela nº 3 - Capital investido no setor de educação por fundos nos últimos 5 anos.....	17
Tabela nº 4 - Teses e riscos de investimento.....	20
Tabela nº 5: Indicadores de medidas de impacto social com educação.....	37

Índice de Gráficos

Gráfico nº. 1 – Número de Matrículas no Ensino Básico por esfera pública e privada. Brasil, 2001 – 2010.....	11
Gráfico nº 2: Number of investors aligned with third-party impact measurement standards.....	36

1. Introdução

Dentre os fatores mais importantes para o sucesso de uma empresa, destaca-se a adequada estrutura de capital que contemple a melhor fonte dos recursos que financiarão seus investimentos. Este fator gera o custo de capital da empresa, que nada mais é do que a média do custo dos diversos meios de financiamento, incluindo dívida e o próprio caixa da companhia.

A escolha do financiamento adequado é determinante para a viabilidade do sucesso do negócio. Em teoria, os empreendimentos serão implementados somente se o retorno esperado for superior ao custo de médio de capital associado. De um modo geral, grandes corporações têm capital próprio suficiente e/ou possuem maior facilidade de acesso ao mercado financeiro e de capitais (emissão de dívida e ações) para captação de recursos, devido a maior quantidade de ativos que podem ser oferecidos como garantia. Por outro lado, as pequenas e médias empresas encontram na indisponibilidade de recursos uma das principais dificuldades para seu desenvolvimento e/ou expansão.

As pequenas ou inexistentes garantias oferecidas pelas pequenas e médias empresas geram altos riscos para aqueles que ofertam os empréstimos, que, em contrapartida, acabam exigindo elevadas taxas de juros e curtos prazos para pagamentos. Na maioria dos casos, também, o capital próprio por parte dos empreendedores é muito restrito, o que dificulta a aquisição de recursos para investimentos.

Os fundos, neste caso, emergem como alternativas para o financiamento destas pequenas e médias empresas. Esses fundos aplicam seu capital, na maioria das vezes, na aquisição de relevantes participações em pequenas e médias empresas.

Surgidos na década de 1980 nos EUA, os fundos funcionavam como uma nova opção de financiamento para estas pequenas e médias empresas.¹ Estes fundos consistem basicamente em um grupo de investidores que adquire participações em pequenas e médias empresas, com as quais criam sociedades, participando da administração e agregando valor à empresa. No momento em que a empresa atinge sua valorização máxima, o fundo vende sua participação, recebendo os retornos financeiros desejados.

¹ KAMEYAMA, 2001

No Brasil, os fundos poderão representar o surgimento de uma interessante fonte de financiamento a longo prazo para pequenas, médias e até empresas iniciais (*early stage*), além de uma nova opção de aplicação de recursos, em relação ao que já existe em se tratando de fundos de investimento.

No nosso caso, estudaremos um grupo específico de fundos que procuram oportunidades de investimentos em negócios que tenham por objeto educação, pois acreditam na capacidade de alto retorno financeiro. Analisaremos o processo de decisão de investimento, comparando a teoria de tese e risco de investimento com os riscos enfrentados pelos fundos que investem em educação. Além disso, tentaremos associar os instrumentos contratuais usados pelos fundos com os de riscos de investimento.

Em alguns casos, veremos fundos que tem um duplo mandato, gerar alto retorno financeiro e impacto educacional a população. Por fim, apresentarei as teorias de geração de impacto social e os indicadores que tais fundos usam para medir o impacto social alcançado ou almejado.

Assim, conseguiremos demonstrar através das teorias que os fundos que investem em educação podem gerar bons retornos financeiros e ao mesmo tempo impacto social, ajudando o desenvolvimento socioeconômico do país.

2. Características básicas de fundos de *Private Equity*

Destarte, cumpre definir o que seriam os fundos de investimento. Para tal, vale recorrer à definição dada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM):

“Fundo de Investimento é uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em títulos e valores mobiliários. Isto é: os recursos de todos os investidores de um fundo de investimento são usados para comprar bens (títulos) que são de todos os investidores, na proporção de seus investimentos.”

Contudo, quando referir-se à fundos de *Private Equity*, quer dizer se referir à fundos de investimento em Participações (FIP), que nos termos da definição da CVM:

“É destinado exclusivamente a investidores qualificados e deve ser constituído sob a forma de condomínio fechado, ou seja, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. Além disso, seus recursos são destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição e outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias abertas ou fechadas. Tais aquisições devem propiciar ao fundo participação no processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.”

Kameyama, em sua tese, ensina que *“os fundos de Private Equity representam uma forma de financiamento para empreendedores e empresas que envolvem a aquisição de ações ou outros instrumentos com características semelhantes a ações (como debêntures conversíveis ou opções de compra de ações) de empresas que possuam alto potencial de crescimento, visando à revenda dessa participação à médio e longo prazo, com a conseqüente realização de ganhos de capital expressivos.”*

No intuito de esclarecer quais as diferenças entre os investimentos através de fundos de ações tradicionais e aqueles feitos por fundos de *Private Equity*, Kameyama apresenta as diferenças listadas pela seguinte tabela nº 1:

Tabela nº 1 - Principais características dos fundos de *Private Equity*

Aspecto	Fundo de Ações	Fundos de <i>Private Equity</i>
Retorno e Risco (vs. Índice de Bolsa)	Média do Mercado	Retornos altos para riscos altos
Liquidez	Liquidez diária	Investimento à longo prazo
Características das empresas investidas	Investimento em empresas listadas e de grande porte	Investimento em empresas não listadas e de pequeno e médio porte
Participação adquirida	Minoritária	Controle ou Participação significativa
Gestão da empresa investida	Passiva	Ativa

Alguns autores, contudo, entendem *Private Equity* como o investimento privado em médias e grandes empresas, enquanto o investimento em micro e pequenas seria chamado de *Venture Capital*. Outros acadêmicos, como Ribeiro (2005), colocam *Venture Capital* como um subgrupo do *Private Equity*. Muitos se especializam em apenas um tipo de *Private Equity*, entretanto, as teorias de análise e risco de investimento quase não se diferenciam.

Neste trabalho, parte-se da premissa que *Venture Capital* (micro e pequenas empresas) e *Growth Equity* (média e grandes empresas) são subgrupos do *Private Equity*.

Não podemos esquecer que um fundo de *Private Equity* da mesma forma como qualquer outro fundo, precisa captar recursos para realizar seus investimentos. Os gestores dos fundos para isso, fazem apresentações e visitas a potenciais investidores. Ao mesmo tempo, é desenvolvido um prospecto com todas as informações do fundo e seus objetivos, tais como o tamanho almejado do patrimônio líquido, porte e tipo das empresas das investidas, retorno financeiro buscado (25 – 30% ao ano), setores de atuação (Educação) e etc.

Muitos fundos de *Private Equity* que escolheram investir em educação alcançaram resultados extraordinários, como apresentaremos mais a frente. Por isso, seguiremos no próximo capítulo, tratando das razões que levaram este fundo ao sucesso e entendendo quais as expectativas de crescimento do setor do setor de educação no Brasil.

3. Mercados Brasileiro de Educação

Educação é fator essencial para um país se desenvolver de forma sustentável no longo prazo. Os mais diversos estudos apontam a educação de qualidade como fator capaz de produzir impacto social das mais diversas maneiras, como por exemplo, redução da criminalidade, inclusão social, maior acesso ao mercado de trabalho, diminuição das desigualdades de oportunidades e sociais, aumento de salários e fortalecimento da democracia.²

Por isso, a grande maioria dos países desenvolvidos tem em suas constituições normas claras para a educação do país. Normalmente, o ensino básico gratuito é oferecido pelo governo a toda população, sem diferenciação ou exclusão social.

Assim, o mercado de educação privada em determinados países é quase irrelevante ou inexistente, como na Alemanha, onde a educação pública é de alta qualidade, dificultado a competição para o setor privado. Em algumas exceções, como no Brasil, a educação privada se apresenta como um mercado grande e de papel essencial ao do país.

É verdade que a maior parte do ensino de educação básica no Brasil é público, mas em média a qualidade do ensino privado é muito superior ao ensino público. Isso se explica por políticas públicas fracas que têm a intenção de desenvolver e melhorar a qualidade da educação no país, mas não alcançam seus objetivos.

No caso brasileiro, a baixa qualidade de ensino público, por outro lado, vem abrindo oportunidades de entrada e crescimento do investimento privado neste setor, principalmente quando se trata de educação básica escolar.

a) Oportunidades de investimento no setor privado de educação no Brasil

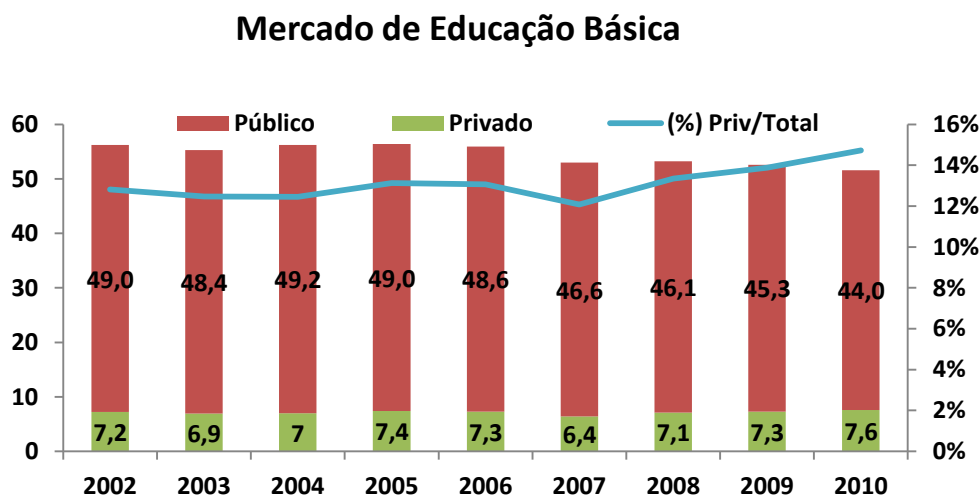
No intuito de apontar as oportunidades de investimentos em educação no Brasil, é necessário identificar, de forma justificada, onde estão as grandes oportunidades no setor de Educação.

² MENEZES-FILHO, 2007

Primeiramente, é preciso separar o setor de educação em algumas áreas - Escolas (Ensino Básico), Ensino Superior (Graduação e Pós-graduação), Sistema de Ensino e Outros, para assim explicar melhor cada uma delas.

Nos últimos anos, o crescimento de estudantes em escolas privadas tem aumentado. O gráfico n°. 1 demonstra como vem ocorrendo, desde o ano 2000, esta mudança de ensino público para o privado.

Gráfico n°. 1 – Número de Matrículas no Ensino Básico por esfera pública e privada. Brasil, 2001 – 2010



Fonte: Inep

Pode-se inferir que o crescimento do poder de compra da população brasileira é o principal gerador do aumento de penetração do ensino privado sobre o total de alunos matriculados em escolas brasileiras.

Entretanto, não cabe aqui apontar a razão do aumento do percentual da educação privada sobre a total. O que nos interessa mostrar é que o Brasil passou por um momento de expansão da educação privada, mostrando que ainda há oportunidades de investimento no setor.

O ensino básico é composto por 3 partes: ensino fundamental 1, 2 e ensino médio. Com um total de 36 mil estabelecimentos privados, segundo os dados do Censo 2010, o setor apresenta-se muito fragmentado e pouco profissionalizado. As escolas em sua grande maioria são administradas por professores que decidiram montar seu próprio

negócio. Muitas vezes uma atividade familiar mal administrada, com alto grau de informalidade.

Ademais, a falta de bons profissionais e de técnicas de gestão aplicadas ao setor é um indicador para os fundos de investimento de que existem oportunidades de melhorias e, conseqüentemente, de possíveis retornos atrativos. Para uma escola, o principal papel dos fundos está na ajuda de sua formalização com melhorias de processos e gestão e nos financiamentos para expansão com abertura de novas unidades. A consolidação do setor pode levar a ganhos de escala, diminuindo os custos e aumentando a rentabilidade do setor.

Algumas escolas de alta qualidade criaram sistemas de ensino que consistem em um pacote de produtos e serviços que fornecem uma completa solução educacional para outras escolas, seja pública ou privada. Os serviços e produtos principais são conteúdos educativos, material de apoio para professores, formação e aconselhamento para professores, diretores e gestão escolar - tais como marketing para atrair estudantes.

O público alvo dos sistemas de ensino são as pequenas e médias escolas sem um ensino de qualidade. É preciso lembrar que, como muitos negócios, o sucesso de uma escola é muito dependente de sua boa marca e que para construí-la, é fundamental manter a qualidade do ensino por muitos anos.

De acordo com a consultoria Hopper Educacional, os sistemas de ensino geraram uma receita de R\$1,3 bilhões e alcançaram estudantes 2,2 milhões em 2010, apresentando um crescimento anual de 14% na base de alunos desde 2008. No segmento público, a penetração do sistema de ensino ainda é baixa - apenas 3% . Contudo, de acordo com a Fundação Lemann, no Estado de São Paulo as escolas públicas que adotaram um sistema de aprendizagem alcançaram 0,7 milhão de alunos em 200 municípios.

Para o segmento privado, a penetração dos sistemas de ensino é muito maior. De acordo com o Educacenso 2010 (Censo da Educação), a penetração dos sistemas de ensino em escolas particulares era de 37% em dezembro de 2010. Em mais regiões desenvolvidas, como São Paulo, a sua penetração entre as escolas privadas atingiu 48%, de acordo com o MEC (2009).

Pelas projeções do Banco Credit Suisse, a penetração do sistema de ensino nas escolas públicas deve alcançar 11% em 5 anos e a penetração do sistema de ensino em escolas privadas pode chegar a 45% no Brasil.

Enquanto a educação básica privada no Brasil é muito fragmentada, o ensino superior se demonstra mais concentrado. Pelos estudos da Hopper, o *Market-Share* dos 20 maiores grupos em 2002 era de 14% e subiu para 40% em 2012, sendo que 10% do *Market-Share* hoje pertencente aos três maiores grupos (Estácio Participações, Anhanguera Educacional e Kroton Educacional). Essas três empresas, detentoras de faculdades, são administradas e tem como seus principais acionistas fundos de *Private Equity*, sendo eles GP investimentos, Patria e Advent International, respectivamente pela Estácio, Anhanguera e Kroton. O papel dos fundos para estas empresas é principalmente o financiamento para melhorias da infraestrutura em suas faculdades, aquisições de outras faculdades e criação de novas unidades.

Mesmo com o mercado já mais consolidado e profissional que o ensino básico, o ensino superior também tem grandes perspectivas de crescimento. O governo federal tem como meta do Plano Nacional de Educação (PNE) alcançar 10 milhões de estudantes no ensino superior até 2020. O censo de 2010 registrou cerca de 6,4 milhões de estudantes no ensino superior, sendo 4,7 no ensino privado e 1,7 no público. Percebe-se, então, que o mercado do ensino superior é o contrário do ensino básico quando falamos em *Market-Share* de ensino público vs. privado.

Em se tratando de ensino superior, devemos separar o crescimento do setor entre os alunos que tem aulas presenciais e à distância. O mercado de ensino à distância para educação superior nasceu há aproximadamente 10 anos e já alcançou, segundo os dados do Censo 2010, cerca de 930 mil estudantes. Destes, apenas 20% são alunos de instituições públicas.

Assim, verificamos que o ensino superior é um mercado que tem forte participação do setor privado e o governo federal pretende alcançar sua meta de 10 milhões de estudantes principalmente através de políticas que incentivam mais investimentos privados e a demanda pela educação superior privada.

Um dos motivos que se acredita no aumento do número de estudantes no ensino superior é a existência de uma demanda “reprimida”. Anualmente, por volta de 2,2

milhões de jovens se formam no ensino médio. Porém, aproximadamente um milhão de jovens não se matriculam em nenhum curso superior. Além disso, estima-se que exista um estoque de pelo menos 10 milhões de pessoas formadas no ensino médio sem ter cursado o ensino superior.

A educação à distância desempenha importante papel na redução deste estoque de formados no ensino médio sem ensino superior. A educação à distância proporciona maior flexibilidade de horários e um menor custo ao estudante, pois as mensalidades são menores. De acordo as estimativas da Hopper, a mensalidade média do ensino presencial privado fica em torno de R\$ 450,00 e do ensino à distância fica em torno de R\$ 180,00.

Por isso, o governo pretende atacar por duas frentes a fim de alcançar os 10 milhões de estudantes em 2020. Primeiro, pelo ensino presencial o governo objetiva aumentar a base de alunos através do programa governamental de financiamento estudantil chamado FIES. Este programa isenta o estudante de pagar as mensalidades até o fim do curso. Após a formatura a sua dívida acumulada das mensalidades é parcelada em até 13 anos com juros de 3,4% ao ano. Através do FIES espera-se aumentar a base de alunos em 2,5 milhões. Em segundo lugar, pelo crescimento da demanda do ensino à distância.

Acredita-se que esta demanda ainda tenha grande potencial de crescimento, principalmente quando comparamos a taxa de penetração da educação à distância no ensino superior do Brasil com outros países desenvolvidos. Como exemplo podemos citar que a taxa de penetração no Brasil é de 16% em comparação aos EUA de 29%. Assim, o Ministério da Educação (MEC) acredita que a base de alunos no ensino superior deve pelo menos dobrar até 2020, chegando a dois milhões de estudantes.

Para isso, o MEC deve liberar novas “credenciais de polos ³” para que as instituições de ensino à distância, com qualidade comprovada, possam ofertar mais cursos em lugares onde instituições de cursos presenciais não conseguirão suprir a demanda.

³ Autorização concedida pelo MEC para criação de pontos de apoio que as universidades oferecerem de suporte e apoio local aos seus alunos.

Contudo, tanto no ensino básico quanto no ensino superior, podemos verificar dificuldades dos setores em superar os altos custos com encargos trabalhistas e inadimplência que chega a alcançar 7% em certas ocasiões. Por outro lado, como já dito anteriormente, existem incentivos governamentais para investimentos no setor.

Portanto, podemos perceber que o papel do Estado no ensino superior privado é fundamental para seu crescimento. Enquanto isso, para o investimento privado no ensino básico, o governo não desempenha, necessariamente, um papel tão importante.

Alguns municípios, como o do Rio de Janeiro, auxiliam esses investimentos com incentivos fiscais. No caso do Rio de Janeiro, por exemplo, a prefeitura reduz o imposto sobre serviços (ISS) para escolas que darem bolsa de estudo a alunos que saírem da escola pública. O abatimento do imposto corresponde ao valor da bolsa concedida ao aluno pela instituição.

Saindo dos setores “clássicos” de educação (ensino básico e superior), devemos lembrar que as novas tendências tecnológicas devem ser transformacionais. Ainda não se sabe como, mas já há especulação de que forma a tecnologia irá impactar e transformar o ensino.

Alguns analistas do setor creem existir algumas mudanças que irão transformar a educação. Entre elas, devemos enfatizar o que eles chamam de “*adaptive learning*”, isto é uma forma de otimização de aprendizado, através de uma plataforma única (sites ou sistemas). Por isso, investimentos em empresas do tipo “startup” de tecnologia, focadas em educação, podem ser uma boa oportunidade de investimento. Mais arriscado, por certo, mas com potencial de imensurável de crescimento.

4. Atual conjuntura brasileira de fundos de investimentos em educação

Como já exposto acima, existem boas e grandes oportunidades no setor de educação no Brasil. Podemos confirmar a existência destas oportunidades, quando encontramos grandes fundos de investimentos por trás das grandes instituições de ensino.

Além disso, averiguamos também uma elevada quantidade de Aquisições que ocorreram nos últimos anos, principalmente no ensino superior privado. Tal fato mostra que há investidores/empresas interessados ou também enxergando oportunidades no setor. Para melhor demonstrar esses dados, segue na tabela nº 2 o número de aquisições efetuadas nos últimos 5 anos pelas 3 empresas de capital aberto já mencionadas anteriormente.

Tabela nº 2 – Número de aquisições de instituições de ensino superior de 2007 à 2012.

2007 - 2012	
Empresas	Nº de M&A
Ananguera	31
Kroton	18
Estácio	14
Total	63

Além dessas 3 companhias abertas no Brasil no setor de educação, existe uma quarta companhia chamada Abril Educação que também está com o foco em consolidação, mas na área de educação básica e profissionalizante. Como nas outras companhias, há também um fundo de *Private Equity* como investidor, neste caso temos a Br Educacional.

Parte do trabalho desta monografia foi mapear e analisar os fundos de *Private Equity* que investem ou investiram em educação. No Brasil, encontramos 11 fundos e mais 4 no exterior (EUA e Índia) que investiram em Educação. De acordo, com os dados de fusões e aquisições levantados pela CM consultoria, os fundos que investiram em educação no Brasil nos últimos 5 anos fizeram 25 aquisições. Porém, apenas 16 negociações tiveram suas informações financeiras divulgadas para o mercado. Dividindo o setor em educação básica, superior e cursos de inglês e usando os dados da CM consultoria, formamos a tabela nº3.

Tabela nº 3 – Capital investido no setor de educação por fundos nos últimos 5 anos.

Categoria	Nº Fundos	Capital Investido (R\$ milhões)
Educação Básica	3	R\$ 466
Ensino Superior	7	R\$ 1.408
Curso de Inglês	2	R\$ 335
Total	12	R\$ 2.209

Fonte: CM Consultoria

Com a tabela nº3 percebemos que existe um maior interesse dos fundos pelo ensino superior. Entretanto, no ensino básico e curso de inglês, apesar de não mostrarmos nesta tabela, todo o capital investido veio de negociações fechadas em 2011 e 2012. Portanto, podemos notar que nos últimos anos o mercado passou a se interessar mais pelas áreas de educação básica e curso de inglês.

Com esses dados mapeados, iremos associar a teoria que encontramos em literaturas sobre processos e análise de investimento de fundos de *Private Equity* com o que encontramos pela pesquisa destes fundos focados em educação.

5. Processo e análise de investimento

Para melhor esclarecer todas as etapas de tomada de decisão de investir ou não de um fundo, dividiremos este capítulo nas seguintes partes:

- a. Mapeamento de Oportunidade
- b. Teses de Investimento (*Growth Equity* e *Venture Capital* em educação) vs Riscos de Investimento (Internos e Externos)
- c. Formas de minimização de risco

a) Mapeamento de Oportunidade

A importância em mapear e encontrar boas oportunidades de investimento é fundamental para o sucesso do fundo. Por isso, os gestores dos fundos buscam criar e manter uma grande rede de contatos para facilitar sua capacidade de achar novos negócios. Relacionamento com bancos de investimento, corretoras, empresas de consultoria, escritórios de advocacia, firmas de auditoria e com as próprias empresas já investidas podem ser determinantes para se descobrir novas oportunidades⁴.

Muitas vezes a própria empresa que busca recursos toma a iniciativa de apresentar a oportunidade de investimento ao mercado. Nestes casos, a própria empresa se apresenta com um plano de negócios (*business plan*) que justifica e tenta motivar a captação dos recursos.

Os grandes fundos recebem muitos *business plan*. Estes, uma vez recebidos, passam por um processo de seleção que verifica se a oportunidade se encaixa nos critérios de seleção do fundo.

Esses critérios, dentre outros fatores, analisam o estágio de desenvolvimento da empresa investida, potencial de crescimento daquele negócio, país e região em que se desenvolvem suas atividades, vantagens competitivas, setor (no nosso caso Educação), tamanho atual e potencial, capacidade de gestão da diretoria e opções de saída/venda (liquidez).⁵ Caso os critérios sejam atendidos, o processo de avaliação começará, acompanhado por um processo de *due diligence*.

⁴ Fenn, Liang e Prowse - 1995

⁵ Kameyama, 2001

O processo de *due diligence* verifica a veracidade das informações contábeis, financeiras, jurídicas e operacionais, visando a comprovação do *business plan* apresentado e os eventuais riscos de passivos existentes ou potenciais da empresa.⁶ A *due diligence* ocorre através de análise de documentos, conversas com a diretoria (*management*) e referências de fornecedores e clientes. Consultores externos especializados no setor de atuação da empresa são geralmente contratados para coordenar ou auxiliar nesta avaliação.

No setor de educação, certos riscos não são identificados com a *due diligence* tradicional, como por exemplo, riscos decorrentes da qualidade do ensino da instituição analisada. A qualidade mínima do ensino da instituição investida é um fator que todos os fundos exigem, pois acreditam que apenas com a qualidade na educação o crescimento de longo prazo será garantido. Por isso, os fundos geralmente fazem uma pesquisa “fora do campo” com alunos, pais de alunos e funcionários a fim de verificar a qualidade e imagem que a instituição passa aos clientes.

O processo de mapeamento de oportunidades independente de qual setor se está trabalhando, será provavelmente muito parecido. Porém, no setor de educação, verificamos que existe uma maior dificuldade de encontrar boas oportunidades, pois as escolas e instituições de ensino no Brasil não procuram fundos de investimento para captar recursos. Os bancos de investimento também não apresentam com frequência oportunidades de investimento no setor para os fundos. Em educação, o ensino superior é o setor mais movimentado e estruturado como já apresentado no capítulo anterior.

Entretanto, quando se analisa a educação básica, a alta informalidade das escolas é um dos fatores que mais influenciam a falta de interesse de investidores e conseqüentemente dos bancos de investimento na função de assessoria financeira em fusões e aquisições. Contudo, como veremos mais à frente, essa mesma alta informalidade do setor de educação básica, para alguns fundos, significa uma baixa pressão concorrencial e conseqüentemente fator positivo na elaboração da tese de investimento.

⁶ Kameyama, 2001

b) Teses de Investimento (Growth Equity e Venture Capital em educação) vs Riscos de Investimento (Internos e Externos)

As razões favoráveis e os riscos de um investimento decorrem da análise dos mesmos fatores em qualquer tipo de operação de interesse de um *Private Equity* (empresas pequenas, médias ou de grande porte). A intensidade e a relevância desses fatores em cada tipo de investimento é o que difere.

O mesmo motivo que leva um fundo tomar a decisão de investir pode ser a razão pela qual o mesmo fundo optou por não investir. O que importa é avaliar os fatores positivos (teses de investimento) e negativos (razões para não investir/riscos).

Para melhor analisar esses fatores, podemos separá-los em internos (da empresa investida) e externos (mercado que a empresa atua). Na tabela nº 4 a seguir, mostramos os principais fatores internos e externos que condicionam a decisão de investir levantados por Steve N. Kaplan e Per Strömberg em *Venture Capital Evidence* (2004):

Tabela nº 4 – Teses e riscos de investimento:

Fatores Internos a analisar	Fatores externos a analisar
Qualidade do Management Performance até a data Influência de outros investidores Custo de Monitoramento Valuation – Valor Econômico do Negócio	Tamanho do Mercado Competição e barreiras de entrada Adoção e aceitação de clientes ao produto Condições de saída / Liquidação

Segue uma explicação de cada um dos fatores listados acima:

i) Fatores Internos:

Qualidade do Management: Para se avaliar a qualidade do management, o fundo deverá analisar se a diretoria é capaz de atrair os professores adequados e necessários, deverá descobrir referências e histórico profissional dos diretores e avaliar seus respectivos *Curriculum Vitae*. No setor de educação, através de pesquisas de mercado e entrevistas com os pais dos alunos o fundo poderá descobrir qual é a qualidade percebida do ensino daquela instituição.

Performance até a data: Deve-se analisar os resultados financeiros e operacionais alcançados pela empresa até a data do investimento, para verificar se há alguma

distorção de um ano com baixos rendimentos e entender como foi a evolução do crescimento da empresa. Na educação básica é muito difícil encontrar dados confiáveis dos resultados passados.

Influência de outros investidores: Antes de investir, o fundo deve analisar se existiram outros investidores (outros fundos, bancos ou instituições financeiras) que já venderam suas participações na instituição em análise e entender por que deixaram o negócio. Além disso, deve-se avaliar quem são os atuais acionistas investidores da empresa, se têm poder de controle e quanto podem influenciar nas decisões da empresa.

Custo de Monitoramento: Deve se analisar quanto tempo o fundo terá que se dedicar para monitorar a empresa investida e quanto tempo terá que dedicar para ajudar nas tomadas de decisões da diretoria. Esse tempo pode ser excessivamente custoso ao fundo.

Valuation: Através de uma análise econômica do negócio, verifica se o valor/preço que os empreendedores pretendem pelo negócio faz sentido. O fundo compara o valor do aporte solicitado pela empresa com o *Valuation* total da empresa na visão do fundo, e sobre o possível retorno esperado do investimento.

ii) Fatores Externos:

Tamanho do Mercado: Deve se verificar qual o tamanho do mercado que a empresa se posiciona no momento da operação e qual potencial de crescimento deste mercado.

Competição/barreiras de entrada: A concorrência pode ser um fator de alto risco em determinados negócios, por isso, deve-se investigar quem são os maiores concorrentes e como eles podem se tornar uma ameaça. Quando a empresa é pioneira e única no setor em que atua, deve-se estudar quais são as barreiras de entrada para novas empresas e se há alguma barreira já atuando e dificultando o acesso de outros competidores ao mercado.

Adoção e aceitação de clientes ao produto: É preciso entender se o produto é bem visto pelos seus clientes e quanto fiel os clientes podem se tornar ao produto. Em caso do produto ainda não ter sido ofertado ao mercado, deve se estimar qual será a aceitação do produto pelos potenciais clientes.

Condições de saída / Liquidação: A liquidação do investimento é fundamental para garantir o retorno do investimento aos cotistas do fundo. Por isso, saber quais são as possíveis condições de saída do investimento pode ser determinante para a tomada de decisão de investir.

As teses de investimento podem variar muito de acordo com o tipo de investimento (*Growth Equity* ou *Venture Capital*) e as razões e riscos aplicáveis a cada caso.

Em caso de empresas em estágio inicial, a qualidade do management é, por exemplo, fundamental para a decisão de investimento. No trabalho de Steve N. Kaplan e Per Strömberg em “*Venture Capital Evidence*” (2004), 60% dos casos estudados colocam a qualidade do management como uma das razões que levou o fundo a investir. Em 27% dos casos, a performance da empresa até a data do investimento também é citada como uma razão para o investimento. Porém, o “*Valuation*” apenas em 20% das empresas foi relevante para tomada de decisão de investimento.

Não podemos esquecer que os fatores externos também são determinantes para o investimento. O potencial de crescimento do mercado e a competição/barreira de entrada são fatores externos que, segundo o mesmo estudo de Steven N. Kaplan e Per Strömberg já citados, em 70% e 33% dos casos, respectivamente, influenciaram os fundos no processo de decisão de investimento.

Relacionando esta teoria ao mercado de educação, podemos dizer que estes fatores também são levados em consideração no processo de decisão dos fundos especializados em educação. Da mesma forma, o peso que esses fundos dão aos fatores de risco é diferente para o investimento em *Growth Equity* ou em *Venture Capital*.

Entretanto, o peso do risco *management* no setor de educação é ainda maior, por dois motivos: (1) a maioria dos fundos terem expertise de gestão e não em educação/pedagogia e; (2) o setor ainda carecer de profissionais especializados e experientes na área. Com isso, em muitos casos em que o management for de boa qualidade a sua manutenção na escola após a aquisição do fundo pode ser determinante para o sucesso do investimento. Por isso, para que a qualidade do ensino continue alta, nestes casos pelo menos a diretoria pedagógica não deve ser alterada.

Além disso, diferentemente do *Venture Capital*, o *Growth Equity* de um modo geral considera o “*valuation*” de máxima importância na escolha do investimento. Como os retornos e riscos em *Growth Equity* são menores, um “*valuation*” mal feito pode significar baixos retornos sobre o capital investido. Por isso, em qualquer setor, incluindo educação, o fator “*valuation*” é parte muito importante do processo de análise das boas oportunidades.

Na negociação contratual, os fundos devem antecipar quatro riscos internos básicos, mostrados por Steve N. Kaplan e Per Strömberg, que poderão existir após a conclusão da aquisição.

- 1- Perda de interesse do empreendedor/management nos resultados futuros
- 2- Assimetria de informação – Vendedor conhece melhor sua capacidade de gerir o negocio do que o *Private Equity*
- 3- Governança e tomada de decisão após a entrada do *Private Equity*
- 4- Saída pré-matura do empreendedor/management.

1- Perda de interesse do empreendedor nos resultados futuros

Em primeiro lugar, o fundo deve estar preocupado se o empreendedor vai continuar se esforçando para maximizar o lucro depois que o investimento é feito. A perda do interesse do empreendedor nos resultados futuros da empresa após o aporte do fundo pode ser fatal para o sucesso do negócio. Em tal caso, preventivamente o fundo provavelmente irá atrelar a remuneração do empreendedor ao desempenho.

2- Assimetria de informação – Vendedor conhece melhor sua capacidade de gerir o negocio do que o *Private Equity*

Os fundos, em alguns casos, não tem certeza da capacidade de gestão do empreendedor, entretanto, mesmo assim, o empreendedor/vendedor convence os investidores e consegue o aporte de capital. Neste momento, o problema de assimetria de informação sobre a capacidade de gestão do empreendedor, leva os fundos a elaborar contratos com o empreendedor com maior vínculo da remuneração por desempenho. Acredita-se que este tipo de contrato ajuda a identificar quem são os bons e ruins

empresários, pois bons empresários devem aceitar mais facilmente uma remuneração atrelada ao desempenho do que os ruins.

3- Governança e tomada de decisão após a entrada do *Private Equity*

Em terceiro lugar, o fundo preocupa-se também em estabelecer regras de governança e controle para depois do investimento, pois haverá circunstâncias em que o fundo não concordará com o empresário e, portanto, será necessário estabelecer um processo de tomada de decisão. Teorias de controle⁷ mostram que a solução para este problema está em dar poder de veto para certas matérias e, em alguns casos controle, ao fundo investidor.

4- Saída pré-matura do empreendedor/management

Em quarto e último lugar, o fundo se preocupa com uma saída prematura do empreendedor, quando sua presença é particularmente valiosa para a continuação do crescimento da empresa. Em muitos casos, principalmente em se tratando de *Venture Capital*, o empreendedor pode ser fundamental para que o crescimento da empresa continue após a aquisição do fundo. Neste caso, parte do valor da aquisição do fundo pode ser condicionada, pelo contrato à permanência do empreendedor no negócio por determinado número de anos ou até que se complete determinado objetivo de resultado.

Portanto, as teorias e a prática preveem que quanto maior o número e o grau de incertezas sobre o negócio em estudo e comportamento futuro do empreendedor após o investimento, mais sensível à performance e tempo será a remuneração do empreendedor/management e os fundos exigirão maior controle na governança da empresa.

c) Formas de minimização de riscos

Existem uma série de instrumentos utilizados nos contratos entre o empreendedor e o investidor, a fim de, principalmente, incentivar o empreendedor a trabalhar de forma a maximizar os lucros e reduzir riscos internos do investimento. Os riscos externos, contudo, a teoria ainda não encontrou formas de reduzi-los, por serem alheios à vontade das pessoas ligadas ao negócio. Como não se consegue reduzir os riscos externos, a

⁷ Aghion e Bolton (1992)

divisão da participação acionária entre os investidores estabelecida em contrato, se torna fundamental para a distribuição dos riscos, a fim de criar um contrato ótimo de performance.

Entre os instrumentos empregados em contratos apresentados por Kaplan e Strömberg em “*Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*” (2002) estão os títulos (debêntures conversíveis, opções de compra), direitos de participação por atingimento de metas, direitos de voto, direitos de assento no conselho, direitos de liquidação, direitos de resgate, contingências e outros (conversão automáticas, proteção anti-diluição e cláusulas de não competição).

Neste tópico, explicaremos como estes instrumentos funcionam e como eles são usados para minimizar os riscos dos investidores e estimular a dedicação do empreendedor.

Títulos: Os títulos são papéis emitidos pelas empresas com o objetivo de captar recursos para investimentos. Entre os títulos existentes devemos ressaltar dois exemplos que são os mais usados nas negociações contratuais: debêntures conversíveis e opções de compra.

- a) **Debêntures conversíveis:** As debêntures são valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazo que asseguram a seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora.⁸ As debêntures conversíveis são aquelas que podem ser trocadas por ações da companhia emissora, sob determinadas condições. Elas podem incluir cláusulas de permuta por outros ativos ou por ações de emissão de terceiros que não a emissora. As condições de conversibilidade e vencimento, bem como as de permutabilidade, devem estar descritas na escritura e emissão.

Existem algumas vantagens de investir através de uma debênture, entre elas podemos citar o fato do investidor poder colocar capital diretamente na companhia e não no “bolso” dos acionistas. Em outras palavras, existem duas formas de investir em uma companhia, aumentando o capital social da companhia, diluindo assim a participação dos outros acionistas, e comprando a

⁸ “O que são Debêntures” - Andima e Abrasca (2008)

participação de acionistas, sem mudar a estrutura de capital da companhia. Com uma debênture conversível, a companhia em um primeiro momento aumenta sua dívida e após o vencimento da debênture ou de sua conversão em ações, sua dívida com a debênture acaba e se torna parte do capital social da companhia. Inserindo assim caixa na companhia, sem desembolsar capital aos sócios.

Outra vantagem da debênture é a redução de risco de investimento, pois a decisão de conversão ou não em ações vem do próprio fundo que investiu, até a data do vencimento da debênture. Porém, caso a companhia emissora não consiga quitar a dívida da debênture, seu pagamento provavelmente será em ações própria da companhia que funcionaria como uma espécie de garantia, colateral do empréstimo.

b) Opção de compra: A opção de compra é um instrumento financeiro que confere ao seu detentor (chamado de titular da opção) o direito de comprar um ativo a um certo preço em determinada data ou período, enquanto o vendedor é obrigado a concluir a transação⁹. Devemos enfatizar que uma opção garante ao titular um direito, não sendo obrigatório que esse direito seja exercido. Entretanto, para que o vendedor aceite essas condições, o investidor que deseja ser detentor de uma opção precisa pagar um preço pelo direito de compra.

Ao adquirir a opção de compra o fundo tem um período que pode variar de 2 meses a 5 anos para exercer a opção. Não há período um padrão para este tipo de contrato. Durante este período o fundo fiscaliza e monitora a evolução da empresa e assim consegue se certificar que sua tese de investimento está correta.

Por isso, a utilização deste instrumento ajuda na proteção e minimização de risco do investimento. Contudo, com apenas este instrumento de opção de compra, o fundo não terá o controle sobre a empresa investida, pois até a data do exercício da opção, o investidor não tem direitos de controle sobre a empresa, dado que ele ainda não é acionista.

Direito de participação por atingimento de metas: Esta é uma cláusula contratual mais frequentemente usado para investimentos em *Venture Capital*, pois estimula principalmente a dedicação dos diretores a alcançar boas performances. Ela consiste em uma ferramenta de remuneração variável aos vendedores e/ou diretores da companhia e por isso estimula a otimização e maximização dos lucros.

⁹ “ Fundamentos dos Mercados Futuros e Opções” - John C. Hull

Como funciona? Na construção do contrato são determinadas metas ou marcos de algum indicador operacional ou financeiro da companhia, que se forem alcançados, em período pré-estabelecido, a diretoria e/ou os vendedores terão o direito a certa participação do capital social da companhia. Desta forma, quando a companhia alcançar ou superar as metas contratadas e, conseqüentemente alcançar os resultados esperados, a participação do fundo será reduzida e a dos empreendedores e diretores será aumentada.

Direito de voto e assento no conselho: Os direitos de controlar ou tomar decisões empresariais são exercidos através da participação em conselho de administração e do direito de voto em Assembléia de acionistas.

O conselho de administração é responsável por (1) a contratação, avaliação e demissão da diretoria, e (2) aconselhar e ratificar estratégias corporativas e decisões gerais.

Certas ações e decisões corporativas são regidas ou sujeitas a votos de acionistas reunidos em Assembleia Geral. Estas, além das previstas em lei que são obrigatórias, variam de empresa para empresa. Podem incluir grandes aquisições, vendas de ativos, financiamentos subseqüentes, eleição de diretores, ou quaisquer outras ações estipuladas no Estatuto Social ou Contrato Social da empresa.

Direitos de assento no conselho de administração, por sua vez, pode se distinguir do direito de voto por meio de acordos explícitos no contrato social da empresa. Dependendo do que está estabelecido no contrato social da empresa, o controle da companhia pode ser exercido principalmente pelo conselho de administração e o direito a voto se torna praticamente irrelevante. O assento no conselho é considerado de maneira geral uma forma de monitoramento e fiscalização da diretoria. Já o direito a voto é uma participação do fundo no controle da sociedade investida.

Direito de liquidação: O direito de liquidação vem em contraste ao direito de participação por meta. Quando a empresa investida não consegue performar bem ou alcançar os resultados esperados, o fundo, neste caso, teria o direito de liquidar (vender) suas ações ao acionista original. Este instrumento só será eficaz em um investimento de uma empresa mais madura onde os vendedores e a empresa tenham patrimônio suficiente para garantir o capital investido caso o negócio não seja bem sucedido.

Contingência: Em se tratando de negócios, a contingência corresponde às incertezas sobre impactos econômico-financeiros em uma sociedade em virtude de eventos futuros e incertos. Existem contingências passivas e ativas. As passivas são aquelas que podem causar desembolsos, perda de bens ou direitos, como, por exemplo, contingências referentes a débitos fiscais ou reclamações trabalhistas. Por outro lado, as contingências ativas estão relacionadas ao recebimento de valores, ganho de direitos ou bens, como, por exemplo, solicitação de crédito tributário da União. Contudo, apenas as contingências passivas geram um risco ao negócio, por isso, as cláusulas escritas nos contratos para minimizar os riscos estarão se referindo a possíveis ou prováveis contingências passivas.

Durante o processo de *due diligence*, os agentes que auditam a companhia nem sempre conseguem identificar e quantificar todas as contingências jurídicas, sejam cíveis, fiscais e/ou trabalhistas. Neste caso o trabalho destes agentes será de estimar qual a maior perda possível sobre as contingências existentes. A dificuldade de identificar todas as contingências está atrelada ao nível de informalidade e falta de informação dada pelas companhias. Quanto mais informal for a companhia, maior chances do nível de contingências ser alto.

Por isso, a alta informalidade do setor de educação leva os fundos a exigirem cláusulas contratuais para se protegerem de prováveis contingências. Por exemplo, supomos que a *due diligence* encontre uma contingência fiscal de R\$ 100 milhões. Com isso, o fundo exigiria que parte do pagamento, neste caso R\$ 100 milhões, fosse depositado em uma conta bloqueada (*escrow account*) que só poderia ser retirado sobre duas circunstâncias: (1) a fiscalização governamental identificar a dívida tributária e intimar a empresa a pagar os tributos devidos e multas correspondentes; (2) o débito ser considerado extinto por indevido ou prescrito.

No contrato de negociação é determinado que após certo tempo sem que a contingência se efetive, os antigos sócios receberão o capital depositado na *escrow account*, caso ele não tenha sido usado para pagar contingências passadas, e elas já estejam prescritas. A determinação deste período será de acordo com o prazo de prescrição da contingência, conforme determina a lei. No caso brasileiro, conforme o Código Tributário Nacional, lei nº 5172/66, art. 174 a prescrição de um débito fiscal

ocorre após 5 anos do fato gerador da obrigação tributária, sem a devida notificação da receita federal exigindo o tributo.

Outros: Outros instrumentos contratuais como conversão automática, proteção anti-diluição e cláusulas de não competição valem ser lembrados.

- a) **Conversão automática:** Muitas vezes, os fundos detentores de títulos emitido por uma empresa incluem cláusulas de conversão automática dos títulos em ações ordinárias, se ocorrerem certas ocasiões. Estas circunstâncias referem-se quase exclusivamente a uma oferta pública inicial (IPO) onde os detentores do título exigem um preço mínimo por ação.

O efeito dessas medidas é para exigir que os fundos desistam do seu controle superior, vaga no conselho, o voto e direitos de liquidação se a empresa atingir um nível almejado de desempenho.¹⁰ Após um excelente desempenho, os fundos matêm apenas os direitos de sua propriedade de ações ordinárias. Se a empresa não entregar um bom desempenho, os investidores continuam com seus direitos de controle.

Como esta é uma cláusula que só será executada, caso o investimento se concretize como um sucesso, não há risco para o fundo em aceitar. Na verdade, esta cláusula pode se tornar fundamental para incentivos ao esforço e dedicação do empreendedor sobre o empreendimento, pois caso o empreendimento se torne um sucesso, o empreendedor voltará a ter controle sobre sua empresa podendo usufruir deste sucesso.

- b) **Proteção anti-diluição:** Os fundos também incluem repetidamente cláusula anti-diluição, para se proteger contra rodadas futuras de financiamento a um “*valuation*” menor do que o acertado na rodada de seu investimento. Em casos extremos, o investidor protegido recebe o direito a um número suficiente de ações adicionais do financiamento subsequente para que se possa reduzir o preço da nova emissão, sem afetar o investidor da captação anterior. Normalmente, esta não é um ponto muito discutido nas negociações.
- c) **Não-competição:** Esta cláusula tem como maior objetivo evitar que o empreendedor (que tem grande importância na gestão da empresa) saia da

¹⁰ Black e Gilson (1998)

empresa assim que receber o aporte do fundo e abra um negócio semelhante para competir com a antiga empresa que vendeu, ou se associe a um competidor existente. Não há nenhuma lei ou norma contratual que consiga obrigar uma pessoa continuar trabalhando em uma empresa. Porém, para correrem menos riscos, os fundos podem exigir que o empreendedor assine um contrato de não concorrência que o impeça de trabalhar para outra empresa do mesmo setor por algum período de tempo, caso ele saia.

Assim, cada um destes instrumentos tem como função minimizar um determinado risco interno para os novos investidores. É importante lembrar que contratos normalmente incluem mais de um destes instrumentos ou cláusulas. Certos instrumentos servem apenas em certas situações, como por exemplo, direito a voto, pois caso uma aquisição seja de totalidade das ações, o investidor não precisará incluir cláusulas relativas ao direito a voto. O direito a voto só é necessário se existir um investimento em uma participação minoritária ou em uma opção de compra. Portanto, quanto mais bem elaborada for a estrutura do contrato com a inclusão dos instrumentos que ajudam o investidor a atingir seu objetivo final, maior conforto os fundos terão pela redução de riscos de investimento.

Por fim, no setor de educação é importante ressaltar o relevante impacto social que estas empresas, quando obtêm sucesso pelo retorno econômico/financeiro, causam. Este ponto por ser especialmente destacada no setor será discutido no próximo capítulo.

6. Impacto social

a. Teorias de geração de impacto social

Existem duas teorias que se opõem na discussão de como um investimento econômico gera impacto social. Ambas as teorias tem como objetivo principal reduzir a pobreza mundial. Contudo, é pelo método para alcançar esse objetivo comum que as teorias se diferem.

Os professores por trás destas teorias são Michael Chu, professor de *Harvard Business School*, e Muhammad Yunus, vencedor do Prêmio Nobel da Paz de 2006 e professor da *Chittagong College* em Bangladesh.

Michael Chu apresenta sua teoria no trabalho: “*Las Microfinanzas: Creación simultánea de impacto social y valor comercial*” (2010). Ele acredita que qualquer intervenção no funcionamento do livre mercado que procura reduzir significativamente à pobreza deve cumprir quatro condições básicas: escala, permanência, eficácia contínua e eficiência contínua.

A primeira condição é escala, pois o objetivo deve ser atingir o maior número de pessoas possíveis. Nas palavras do autor: “*Quando há três bilhões de pessoas que sobrevivem com US\$ 2 ou menos por dia, atingir a alguns milhares é como aspirina no rosto de um câncer de fúria*”¹¹. Permanência é a segunda condição. Só existirá impacto social quando a intervenção garantir não só o impacto nas vidas dos pobres de hoje, mas também na vida dos pobres do futuro. A intervenção não deve ser passageira.

As últimas duas condições, eficácia contínua e eficiência contínua, exigem que a intervenção tenha capacidade de expandir a melhora com o tempo. Eficácia contínua é a capacidade da intervenção se tornar cada vez mais eficaz, gerando melhor resultado com o tempo. Eficiência contínua representa a capacidade da intervenção em se tornar mais acessível aos pobres ao longo do tempo.

Michael Chu acredita que as organizações sem fins lucrativos e filantrópicas geram e cultivam as idéias que podem mudar o mundo, mas nenhuma delas é projetada para ser escalável ou permanente. Por isso, muitas vezes essas instituições procuram se aliar com o governo para levantar recursos. Entretanto, mesmo que o governo consiga

¹¹ Tradução livre do autor - “Profit And Poverty: Why It Matters” (Forbes.com – 2007)

sustentá-la por mais de um período eleitoral, o Estado falha ao tentar garantir eficácia e eficiência contínua.

Na verdade, para Michael Chu, a humanidade encontrou apenas uma maneira de entregar consistentemente e simultaneamente essas quatro condições, e é através de empresas privadas. A geração do impacto social não seria resultado de uma única empresa, mas do surgimento de toda uma indústria. E como as indústrias nascem? Na união de dois fatores se cria uma indústria: (1) uma atividade econômica e (2) retornos acima da média do mercado.

Como em qualquer indústria, à medida que uma empresa gera lucros acima da média do mercado, ela é valorizada e atrai novos competidores. Assim, para manter os clientes e ganhar da concorrência, esta empresa terá que baixar os preços, aumentando o acesso e o número de consumidores do seu produto. Desta forma, uma indústria garante a escala e permanência, e a competição garante a eficácia e eficiência contínua, gerando um impacto social.

Inicialmente, devemos lembrar que Muhammad Yunus também trabalha e acredita na geração do impacto social através do setor privado. Porém, para Yunus, o livre mercado falhou claramente em maior parte do mundo ao tentar erradicar a pobreza.

As entidades sem fins lucrativos e organizações não governamentais estão tentando manter os problemas de pobreza dentro de algum controle. Mas se as doações pararem, a ajuda aos necessitados também irá parar. Por outro lado, os organismos multilaterais, como o Banco Mundial, se concentram apenas no crescimento de um país, como meio de ajudar os pobres, mas não enxergam que as pessoas pobres podem ser próprios atores do desenvolvimento. Além disso, há sérias dúvidas sobre a forma de desenvolvimento econômico que pode ajudar os pobres.

Enquanto isso, algumas empresas, como resposta aos problemas sociais globais, estão se identificando com o movimento de Responsabilidade Social Empresarial (RSE), e tentam gerar benefícios a seus funcionários, clientes e terceiros com a operação de seus negócios. Mas o lucro, por definição, ainda é seu principal objetivo. Embora eles gostem de apresentar um triplo mandato: (i) lucros financeiros, (ii) sociais e (iii) ambientais, em última instância, para Yunus, apenas uma linha será atingida, o lucro financeiro.

Diferente de Michael Chu, professor Yunus, não só desenvolveu uma teoria sobre impacto social, como também a colocou em prática. Em seu livro “Banqueiro dos Pobres” (2000), descreve a história da criação de seu banco de microcrédito, *Grameen Bank*, em Bangladesh. O conceito de microcrédito não existia antes da criação do Grameen Bank na década de 70, que basicamente concedeu crédito sem a exigência de um colateral como garantia a população mais pobre que antes não tinha acesso ao crédito. Grameen Bank acredita que o crédito sem colateral é um direito dos pobres.

No segundo livro, “*Creating a World Without Poverty*” (2009), descreveu a evolução do Sistema Grameen. Mas o mais importante foi a introdução e o desenvolvimento do conceito “*social business*” (negócio social), que trouxe pela experiência com Grameen.

Social business não deve ser confundido com o termo empresa social, que é usado em um sentido mais abrangente, onde inclui ONGs, iniciativas pessoais e instituições de caridade. Suas vantagens sobre a caridade são muitas: as eficiências, reinvestimento contínuo do lucro do negócio, concorrência com firmas rentáveis seguindo as mesmas regras e a capacidade de inovar. O “*social business*” é como qualquer outro negócio, mas para fins sociais e não rendimentos pessoais ou dividendos.

Embora, os investidores não recebam qualquer dividendo, eles podem recuperar seu investimento, se quiserem, para reinvestir em outro negócio qualquer. A ideia é baseada na premissa de que os empresários não precisam ser motivados apenas pelos lucros financeiros, mas também por objetivos sociais, apreciando o sucesso com a mesma satisfação que um negócio rentável. Desta forma, o *social business* é avaliado de acordo com a geração de impactos sociais.

Isso não impede a empresa de gerar lucros por sua operação, mas qualquer lucro produzido deve permanecer na empresa para ser usado para expandir e crescer a empresa. A exceção que se admite a distribuição de dividendos em um *social business* aparece quando os pobres e os menos favorecidos são proprietários do negócio, podendo assim ganhar ao receber os dividendos.

O importante é não confundir um social business com um negócio rentável. Na verdade, a inclusão de social business no mundo dos negócios, competindo ao lado empresas com fins lucrativos, dá ao capitalismo do livre mercado um “ar” mais nobre e

um propósito mais gratificante. Entretanto, neste momento que Michael Chu critica o *social business*.

A entrada de um *social business* em um setor da economia pode acabar com todo desenvolvimento de uma indústria. Os lucros baixos ou até nulos de um *social business* pela venda de seu produto ou serviço por preços abaixo dos seus concorrentes, empresas com fins lucrativos, podem falir com as empresa de fins lucrativos que existem neste mercado, pois os consumidores irão sempre preferir pagar menos pelo mesmo produto. Desta forma, *social business* pode extinguir com todo um setor econômico.

Mesmo que um social business seja criado em uma área ainda inexistente na economia, ele estará criando barreiras de entrada a novas empresas por sua baixa ou nenhuma rentabilidade. Assim, a condição de escala para geração de impacto social de Michael Chu é violada. Como já dito anteriormente, um impacto social não pode ser gerado por apenas uma empresa privada e, sim, pelo surgimento de toda uma indústria que é capaz de atingir a um maior número de pobres do que uma empresa sozinha.

Portanto, claramente verificamos que apenas a teoria de Michael Chu sobre impacto social pode ser implementada em um fundo de investimento, principalmente, focados em educação. Por isso, relacionando a teoria de Michael Chu com investimento em educação no Brasil, acreditamos ser muito importante a iniciativa do investimento privado em educação básica no Brasil, dada nossa situação precária de ensino público e uma demanda por ensino de qualidade privado.

Assim, o investimento dos fundos em instituições de ensino básico, ajudaria a formalização do setor e a melhora de gestão das escolas, gerando mais lucros. Assim, com o aumento dos lucros nestas escolas, o setor se valorizaria, atraindo ainda mais investimento aumentando a competitividade no setor. Como já mencionamos, a competição garante a eficácia e eficiência contínua. Desta maneira, com a maior competitividade, os preços das mensalidades escolares cairiam (eficiência contínua), tornando o ensino privado de qualidade acessível a uma maior parte da população pobre brasileira (escala). Além disso, poderia garantir que a qualidade do ensino continuasse melhorando, junto com organização e gestão das escolas (eficácia contínua).

b. Métodos de medição e resultados

Nem todos os fundos de investimento que investem em educação têm como objetivo gerar impacto social. Mas para os que têm, são discutidos como que os fundos devem medir tal impacto. A avaliação do impacto se faz necessária para esses fundos saberem se conseguiram ou não alcançar seus objetivos.

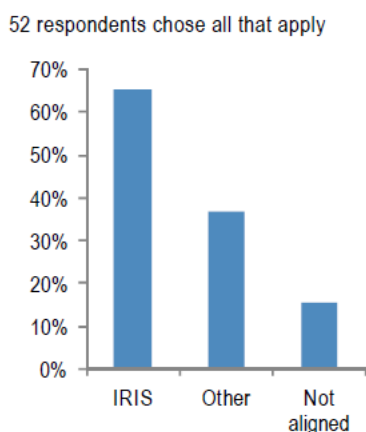
Inicialmente, podemos separar impacto social em 2 tipos: impactos diretos e indiretos. Os impactos indiretos representam os que não são gerados pela operação do próprio negócio, e sim, por terceiros, como exemplo o simples fato de um fundo gerar maiores retornos financeiros em um investimento de impacto social, atrai novos investidores e o conjunto dos investimentos gerarão os impactos sociais relevantes. Os impactos diretos ocorrem quando o investidor está diretamente envolvido na operação do negócio gerador do impacto, como exemplo a quantidade de jovens pobres, que um fundo ajudou a alcançar as universidades, através de um investimento em curso pré-vestibular focado nas classes menos favorecidas.

Não podemos esquecer que os fundos não pretendem transformar o mundo sozinhos. O impacto gerado pelos fundos será dentro de suas proporções cabíveis. Por isso, os fundos medirão apenas os impactos diretos gerados por cada investida.

É preciso lembrar que para se medir um impacto, é necessário comparar indicadores em dois períodos distintos. Assim, analisa-se as variações dos indicadores durante o período de medição e é avaliado se houve ou não os impactos e quais proporções foram alcançadas.

O *Global Impact Investing Network* (“GIIN”) desenvolveu métricas padronizadas para medição de impacto social de organizações privadas, chamada “*Impact Reporting and Investment Standards*” (“IRIS”). Segundo uma pesquisa feita pelo banco JP Morgan e GIIN divulgada no relatório “*Insight into the Impact Investment Market*”, 85% dos entrevistados usam métricas alinhadas com IRIS (65%) ou de outros padrões (37%), conforme o gráfico nº2 a seguir:

Gráfico nº 2: Number of investors aligned with third-party impact measurement standards.



Source: GIIN, J.P. Morgan.

Portanto, de acordo com a pesquisa do JP Morgan e GIIN as métricas desenvolvidas pelo IRIS parecem ser as mais usadas pelos fundos de impacto social. Destacamos na tabela nº5 a seguir, os 7 indicadores que consideramos mais importantes dentre os 42 indicadores usados para medir impacto em educação pelo IRIS sobre.

Tabela nº 5: Indicadores de medidas de impacto social com educação:

Section	Subsection	Indicator Name	Definition	Reporting Format
Operational Impact	Employees	Teachers Employed	Number of teachers employed by the organization at the end of the reporting period.	Number of people
Operational Impact	Training & Assessment	Educators Trained	Number of the organization's teachers, educators, or instructors that received training /education during the reporting period.	Number of people
Product Impact	Quality & Performance	Teacher Qualifications	Number of teachers that have obtained training or have qualifications that meet or exceed minimum requirements of the local area. Footnote qualifications.	Number of people
Product Impact	Quality & Performance	Teaching Experience	Average number of years of formal education for teacher/instructors.	Number of years
Product Impact	Quality & Performance	School Fees	Average school fee per student per month during the reporting period. Calculation: Total school fees received per month/ Number of students enrolled.	Currency
Product Impact	Quality & Performance	Student Tests Pass Rate	Average percentage of school students passing standardized tests as defined by regional standards. Footnote test(s) taken. Calculation: Number of enrolled students who passed standardized test / Number of enrolled students who took standardized test. Note: If more than one test is taken, an average of the pass rates should be reported.	Decimal
Product Impact	Client Information	School Enrollment	Number of students enrolled in school during the reporting period.	Number of people
Product Impact	Client Information	Students Provided Full Scholarship	Number of students receiving full scholarships during the reporting period.	Number of people

Source: GIIN

Vemos pela primeira coluna, que IRIS separa impacto em duas seções: impacto operacional e impacto do produto. Em seguida na segunda coluna, verificamos que cada seção é dividida em alguns subitens. Em impacto operacional encontramos duas subseções: empregados; treinamento e avaliação. Enquanto o impacto de produto é dividido em qualidade e desempenho, e informação de clientes.

Podemos perceber pelos indicadores, terceira coluna e pelas descrições dos indicadores, quarta coluna, que o impacto operacional procura encontrar impactos relacionados à operação do negócio. Indicadores como número de funcionários e professores e treinamentos de educadores, mostram que esta seção tende a mostrar qual impacto uma operação de instituição de ensino gera sobre seus funcionários.

Enquanto isso, olhando os indicadores e suas descrições da seção impacto do produto, notamos, que estes indicadores procuram medir qual é o impacto do produto sobre seus clientes. Para isso, os indicadores medem a qualidade dos professores das instituições pelo número de professores treinados e anos de experiência, o número de alunos matriculados, preço médio das mensalidades por aluno, taxa de aprovação dos alunos em testes da região da instituição e etc.

É importante percebermos que os indicadores da tabela nº4 não exigem levantamento ou geração de dados complicados. A simplicidade de criação destes indicadores ajuda a difundir sua utilização e acompanhamento. Assim, fundos podem passar a usa-los em apresentações de resultado a investidores, como forma de expor seus resultados de impacto social.

No Brasil, encontramos alguns fundos de investimento focados em educação, mas que não se comprometem em gerar impactos sociais. Por isso, não foi possível encontrar dados que pudessem ser usados para medir seus impactos sociais gerados nas investidas. Entretanto, podemos pegar o exemplo do fundo *Advent Internacional*, mesmo não sendo focado em educação, fez uma grande aposta investindo na Kroton S.A. em maio de 2009, pois a Kroton é listada na bolsa de valores de São Paulo desde 2007, fazendo com que seus dados fossem facilmente encontrados.

Em 2009, a Kroton tinha 43 mil alunos de ensino superior presencial. Com as mesmas unidades, a companhia cresceu cerca de 17% ao ano do total de alunos até o

primeiro semestre deste ano, alcançando quase 70 mil estudantes. Neste meio tempo, a companhia como já apresentado no capítulo 4 fez uma série de aquisições.

Entre elas, para fins exemplo de impacto social, vale ressaltar o sucesso da Unopar. A Unopar, maior instituição de ensino superior à distância do país, foi adquirida em dezembro de 2011 pela Kroton e em apenas 9 meses aumentou em quase 45% o número total de estudantes, de 140 mil passaram para 223 mil estudantes.

Além disso, outro indicador de grande impacto social, a concessão de bolsas escolares aos estudantes teve um aumento muito expressivo nos últimos anos, mas isso ocorreu principalmente devido ao crescimento e melhorias do FIES. Como mostrado na última apresentação de resultados da companhia, de 3 mil estudantes com FIES no final de 2009 passaram para 55 mil no final do terceiro trimestre de 2012, representando 43% do total de alunos matriculados no ensino superior presencial.

Com todo este expressivo crescimento, a ação da Kroton na bolsa de valores de São Paulo se valorizou este ano cerca de 130%, tornando maior companhia de educação do mundo de capital aberta.

Assim, podemos notar que um investimento em educação no Brasil mesmo sem a intenção pode gerar grandes impactos educacionais. Evidentemente que não necessariamente todos os investimento em educação no país gerarão impacto social, mas vale enfatizar o sucesso de um investimento a fim de gerar mais investimentos no setor, aumentando as chances de mais impactos sociais deste tipo ocorram.

7. Conclusão

Vimos que o mercado educacional privado é grande e ainda apresenta um bom potencial de crescimento. Mesmo assim, ainda há relativamente poucos investidores qualificados (fundos de investimento, instituições financeiras, bancos, fundos de pensão e etc.) por trás das instituições de ensino.

Entretanto, alguns setores principalmente de ensino básico são muito informais, o que gera fatores negativos como também oportunidades de ganhos de eficiência a um investimento, dependendo de certas circunstâncias. A informalidade pode significar uma concorrência com baixa qualificação profissional, um fator externo positivo para construção de uma tese de investimento.

Contudo, a informalidade também dificulta o mapeamento de boas oportunidades para fundos e pode demandar muito tempo de dedicação do fundo para formalização e garantir o crescimento do negócio investido. Além disso, a informalidade normalmente é acompanhada de riscos internos como contingências e uma baixa qualidade do management, tornando o mercado menos atrativo aos olhos dos investidores.

Porém, existem formas para minimizar estes riscos através dos contratos assinados no momento da negociação entre as duas partes (investidor e empreendedor), evitando assim contingências inesperadas, baixa qualidade e desmotivação do management.

Por fim, juntos aos retornos financeiros, o investimento no setor de educação privada pode gerar impactos sociais, através de melhores oportunidades educacionais para população de classes mais baixas, o que pode gerar ascensão social e desenvolvimento socioeconômico para o país.

8. Referências Bibliográficas:

PAUL A. GOMPERS - “The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth”

ASWATH DAMODARAN - “Investment Valuation”

BOB ZIDER (Artigo) - “How Venture Capital Works”

Sites dos fundos de Venture Capital

Dados do INEP

Dados da Hoper Educacional

J.P. Morgan RESEARCH 14.12.2011 – “Insight into the Impact Investment Market”

Credit Suisse RESEARCH 01.09.2011 – “Abril Educação, Buy the Books, Get the Learning Systems”

MICHAEL J. ROBERTA & LAUREN BARLEY – “How Venture Capitalists Evaluate Potential Venture Opportunities”

STEVEN N. KAPLAN and PER STRÖMBERG – “Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses”

STEVEN N. KAPLAN and PER STRÖMBERG – “VENTURE CAPITALISTS AS PRINCIPALS: CONTRACTING, SCREENING, AND MONITORING”

RUY KAMEYAMA – “VISÃO GERAL DAS ATIVIDADES DE PRIVATE EQUITY” (2001)

LEONARDO DE LIMA RIBEIRO – “O MODELO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL” (2005)

MENEZES-FILHO – “Os Determinantes do Desempenho Escolar no Brasil” (2007)

MICHAEL CHU – “Las Microfinanzas: Creación simultánea de impacto social y valor comercial” (2010)

MICHAEL CHU – “Profit And Poverty: Why It Matters” (Forbes.com – 2007)

MUHAMMAD YUNUS – “Creating a World Without Poverty” (2009)

ANDIMA e ABRASCA - “O que são Debêntures” (2008)

BLACK, BERNARD, and RONALD GILSON – “Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets” (1998)

AGHION, PHILLIPE, and PATRICCK BOLTON – **“An incomplete contracts approach to financial contracting” (1992)**

HULL, JOHN C. - **“Fundamentos dos Mercados Futuros e Opções”.**

FENN, GEORGE, LIANG, NELLIE, PROWSE, STEPHEN – **“The economics of the Private Equity market. The Federal Reserve Bulletin” (1995)**