

RECONFIGURAÇÃO ESTRUTURAL OU CONCENTRAÇÃO DO MERCADO DA EDUCAÇÃO SUPERIOR PRIVADA NO BRASIL?¹

Paulo Roberto Corbucci²

Luis Claudio Kubota³

Ana Paula Barbosa Meira⁴

1 INTRODUÇÃO

No campo da educação superior, aquisições e fusões ganham corpo a partir de meados da primeira década dos anos 2000. A partir desse momento, a feição empresarial do setor é fortalecida por novas formas de negociação, entendidas aqui como compra, venda e fusão empresariais e investimentos do tipo *private equity*. Tais formas implicam a manutenção e a expansão da rede, tendo como pressupostos iniciais a grande concorrência estabelecida pelos novos tempos. O corolário desse novo ambiente econômico são as grandes corporações, megafusões e a ampliação da participação do capital estrangeiro na educação nacional. Paralelamente, as novas instituições de ensino superior privadas passam a ser orientadas por políticas de aprimoramento de gestão administrativa, financeira e pedagógica, tendo como foco a redução de custos. Tem-se, portanto, um novo *modus operandi* para o setor.

No intuito de melhor situar essa reconfiguração interna do setor privado na educação superior brasileira, o presente artigo – complementar ao artigo *Evolução da educação superior privada no Brasil*, publicado nesta edição do *Radar*, – buscará analisar o processo de concentração de mercado, a partir dos anos 2000, a evolução de alguns indicadores referentes aos quatro grandes grupos privados com ações negociadas na BM&FBovespa, bem como uma breve avaliação dos impactos das modificações do Fundo de Financiamento Estudantil (Fies) no mercado.

O presente artigo está estruturado como segue. A seção 2 apresenta o processo de concentração do mercado a partir do processo de fusões e aquisições iniciado em meados dos anos 2000. A seção 3 traz uma análise de indicadores financeiros das empresas privadas de ensino superior com papéis na BM&FBovespa. A seção 4 apresenta uma breve discussão sobre os impactos iniciais das mudanças recentes do Fies junto ao setor privado. A seção seguinte apresenta as considerações finais.

2 O PROCESSO DE CONCENTRAÇÃO DE MERCADO A PARTIR DOS ANOS 2000

De acordo com Pereira e Brito (2014), o ano de 2005 pode ser tomado como o grande marco das fusões e aquisições por parte das empresas de ensino superior privadas com fins lucrativos. Nesse ano, parte majoritária das ações da Universidade Anhembi-Morumbi foi adquirida pelo grupo americano Laureate. Estudo da CM Consultoria (2014), referente ao período 2007-2014, mostra que no primeiro ano desse período houve a compra por parte da Anhanguera do total do capital da Unibero, assim como o ingresso no mercado brasileiro do fundo de investimento americano Advent, que adquiriu 50% das ações da rede Kroton. Esta, por sua vez, fundiu-se à rede Iuni, considerada no referido estudo como empresa líder na área de educação no Centro-Oeste brasileiro.

1. Extraído do texto para discussão Ipea: *Reconfiguração estrutura da educação superior privada no Brasil: nova fase da mercantilização do ensino* (no prelo).

2. Técnico de planejamento e pesquisa da Diretoria de Políticas e Estudos Setoriais (Disoc) do Ipea.

3. Técnico de planejamento e pesquisa da Diretoria de Políticas e Estudos Setoriais (Disoc) do Ipea.

4. Pesquisadora do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea.

Assim, entre os anos de 2007 e 2015, foram realizadas 208 transações de aquisições, vendas e fusões entre as principais empresas de educação em solo nacional (KPMG, 2016, p. 22). Desse total, 139 transações foram atribuídas às instituições de educação superior até o ano de 2014 (CM Consultoria, 2014). Entre 2007 e 2014, 56 operações de fusões e aquisições foram realizadas por quatro dos maiores grupos educacionais do país.⁵

Se na década de 1990 prevaleceu a expansão horizontal do setor privado, mediante o aumento do número de instituições de pequeno e médio portes, atualmente o que se verifica é um movimento de reconcentração da oferta, em grande medida, com a finalidade de reduzir a concorrência. Entre os benefícios para os grandes grupos advindos dessa reconcentração encontram-se: redução de custos financeiros relacionados, sobretudo, aos insumos pedagógicos; alcance dos objetivos comuns no caso das fusões; aumento da capacidade administrativa (Pereira e Brito, 2014).

Diante dessas mudanças estruturais no âmbito da educação superior privada, torna-se relevante analisar as implicações desse novo modelo de empresa educacional, tanto em termos das relações de mercado, quanto no que se refere à política educacional. Conforme afirma Carvalho (2011, p. 772), “os objetivos da empresa transcendem a maximização do lucro, uma vez que ficam subordinados à maximização do valor acionário no mercado de capitais”. Em outras palavras, a gestão dessas empresas estabelece comprometimento estreito com os interesses dos acionistas/cotistas, o que significa assegurar os ganhos de curto prazo. Além disso, e talvez, o que gera maior apreensão diz respeito ao fato de que:

o controle sobre a origem do capital (nacional ou estrangeiro) fica comprometido, já que o capital de risco proveniente dos fundos de *private equity* e do investimento em renda variável (ações), ao mesmo tempo em que pulveriza a propriedade, permite a aquisição e a concentração societária por parte de especuladores ou de outras empresas educacionais estrangeiras, de modo que interfere nas decisões centrais administrativas por meio da compra de ações ordinárias que dá direito a voto nas assembleias de acionistas (Carvalho, 2011, p. 772).

Conforme afirma Sampaio (2011, p. 39),

iniciativas como a abertura de capital na bolsa de valores ou parcerias com redes internacionais de educação só se tornaram possíveis porque, há pouco mais de 10 anos, as mantenedoras das instituições privadas optaram pela forma comercial e se instituíram como mantenedoras de instituições privadas com finalidade lucrativa,

oportunizadas pelas alterações na legislação educacional específica.

A classificação de particular em sentido estrito, instituída pela Lei de Diretrizes e Bases (LDB), de 1996, e regulamentada pelo Decreto nº 2.306/1997, formalizou uma situação concreta vivida por grande parte das instituições de ensino superior (IES) privadas brasileiras. O *status* jurídico de empresa educacional teve efeito inicial de aumento nos custos operacionais pelo pagamento de impostos ao erário público. Contudo, com a possibilidade de adesão ao ProUni, a partir de 2005, restabeleceu-se parte da desoneração fiscal. Com isso, as IES lucrativas permaneceram tendo acesso a recursos públicos indiretos e passaram a usufruir dos mercados financeiros.

Desde 2007, o setor passa por um processo de intensa transformação. Grandes grupos emitem ações na bolsa de valores, e passam a adquirir IES de controle familiar. Esses grandes grupos têm forte participação de capital financeiro, inclusive estrangeiro, entre os acionistas. Nas palavras do presidente do Conselho de Administração da Kroton: “[Hoje] não tem mais dono de empresas. A tendência é não ter mais donos. Os donos são os fundos de pensão e os fundos de *private equity* feitos pelos bancos” (Carvalho, 2013).

Nesse contexto que favorece a entrada dos fundos de investimentos, um grupo de mantenedores, em sua maioria pertencente à geração de professores (ou de seus filhos) “fundantes” de instituições privadas de ensino superior no país, continua resistindo e disputando espaço. Esses empresários de pequeno porte estão cientes de que existe hoje uma reserva de mercado regional para os grandes grupos; em uníssono idealista, reclamam da selvagem e desleal competição que estão enfrentando com os grandes grupos internacionais; ao mesmo tempo e de forma pragmática, vislumbram nesse mesmo cenário competitivo a possibilidade de se fazer um bom negócio, também passando adiante as instituições de ensino superior que criaram ou herdaram (Sampaio, 2011).

5. Informações compiladas pelos autores a partir de relatórios obtidos no portal de informações da Bloomberg.

Para essa autora, o fenômeno recente que não deve ser ignorado é o movimento multifacetado de financeirização, oligopolização e internacionalização da educação superior brasileira. Ainda que esse processo restrinja-se a um número pequeno de instituições, esses estabelecimentos passam a responder por elevada proporção de matrículas e cursos. Por fim, deve-se investigar possíveis implicações dessa nova configuração do mercado em termos dos limites e das possibilidades da política pública educacional, no que se refere à regulação e à qualidade do ensino ofertado.

3 INDICADORES FINANCEIROS DAS EMPRESAS PRIVADAS DE ENSINO SUPERIOR COM PAPÉIS NA BM&FBOVESPA

Inicialmente, verifica-se que a receita líquida dessas empresas cresceu de forma excepcional no período 2012-2015, conforme é mostrado na tabela 1, especialmente quando se tem por referência o crescimento do produto interno bruto (PIB) que, em valores correntes, foi de apenas 25 % no mesmo período.

TABELA 1

Receitas líquidas de empresas educacionais com ações na BM&FBovespa – (2012-2015)

(Em R\$ milhões de dezembro de 2015)

Empresa	2012	2013	2014	2015	Var % 2012-2015
Kroton	1.753,1	2.374,0	4.177,4	5.081,9	190%
Estácio	1.725,3	2.038,5	2.661,1	2.939,4	70%
Ser Educacional	353,3	538,0	780,2	1.020,3	189%
Anima	403,7	543,3	767,5	856,6	112%

Fonte: Estácio (2015c), Estácio (2016b), Kroton (2014), Kroton (2015a), Kroton (2016b), Ser Educacional (2014), Ser Educacional, (2015a), Ser Educacional (2016b), Anima Educação (2014), Anima Educação (2015b), Anima Educação (2016b).

Elaboração dos autores.

Obs.: Valores corrigidos pelo IPCA. Grande parte desse incremento deve-se a fusões e aquisições.

Mais do que expressão do crescimento endógeno dessas empresas, o aumento excepcional das receitas líquidas é decorrente das aquisições e incorporações realizadas no período sob análise, tal como evidenciam os relatórios de gestão dessas empresas.

No que se refere à margem EBITDA⁶ ajustada, verifica-se que a Kroton possui a maior margem e que é crescente. A Ser Educacional possui margem próxima de 40% e as outras duas empresas mantiveram margens próximas a 30%, conforme é mostrado na tabela 2.

TABELA 2

Margem EBITDA ajustada de empresas educacionais com ações na BM&FBovespa – (1º Trimestre de 2014 a 2016)

(Em %)

Empresa	1º trimestre 2014	1º trimestre 2015	1º trimestre 2016
Kroton	39,9	42,8	47,8
Estácio	24,0	27,1	26,9
Ser Educacional	40,6	38,8	39,7
Anima	32,0	33,6	28,8

Fonte: Kroton (2016a), Kroton (2015d), Ser Educacional (2016a), Ser Educacional (2015b), Estácio (2016a), Estácio (2015b), Anima Educação (2016a), Anima Educação (2015a).

Elaboração dos autores.

Obs.: Valores referentes à Kroton no 1º trimestre de 2014 combinam resultados da Kroton e Anhanguera, respeitando as diferentes práticas contábeis.

6. *Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*. Margem EBITDA é a divisão do EBITDA pela receita líquida.

Comparando-se as ordens de grandeza da tabela 2 com as da tabela 3, é possível observar que a rentabilidade das empresas brasileiras é bem superior à das congêneres que atuam nos Estados Unidos, o que ajuda a explicar o interesse dos investidores estrangeiros em nosso mercado.^{7,8}

TABELA 3

Margem EBITDA de empresas educacionais com ações nos Estados Unidos (Primavera de 2015)
(Em %)

Empresa	Margem EBITDA
American Public Education, Inc.	22,1
Apollo Education Group, Inc.	16,9
Bridgepoint Education, Inc.	6,1
Bright Horizons Family Solutions, Inc.	16,6
Capella Education Co.	17,8
Career Education Corp.	11,5
Corinthian Colleges, Inc.	4,8
DeVry Education Group, Inc.	16,3
Graham Holdings Company	21,4
Grand Canyon Education, Inc.	30,4
ITT Educational Services, Inc.	10,6
Lincoln Educational Services Corporation	2,1
National American University Holdings, Inc.	14,1
Strayer Education, Inc.	23,0
Universal Technical Institute, Inc.	6,9

Fonte: Moss Adams Capital LLC (2015, p. 7).

Em grande medida, aquelas expressivas margens de lucro guardam estreita relação com a elevada proporção de estudantes dessas IES com financiamento do Fies, uma vez que parcela significativa das receitas provenientes do pagamento de mensalidades fica assegurada. Os dados apresentados na tabela 4 mostram a proporção de matrículas do Fies no total das matrículas de cursos presenciais das IES controladas pelos quatro grandes grupos educacionais com ações na BM&FBovespa.

TABELA 4

Estudantes de graduação presencial beneficiários do Fies matriculados nas empresas educacionais com ações na BM&FBovespa – (2014)

Empresa	Total de alunos com Fies (mil)	% total da graduação presencial
Kroton	258,8	61,2
Estácio	122,7	42,3
Ser Educacional	48,0	47,5
Anima	34,3	48,3
Total	463,8	-

Fonte: Kroton (2015b), Estácio (2015a), Ser Educacional (2015a), Ser Educacional (2015b), Anima Educação (2015a), Anima Educação (2015b).
Elaboração dos autores.

Com base nos dados da tabela 4, constata-se que as quatro empresas deste segmento apresentam proporções bastante heterogêneas, que oscilam entre 42% a 61%, sendo que esta última se refere à maior delas. A proporção média entre todas as IES privadas (incluindo as que têm ações negociadas na Bovespa) havia atingido 44% em 2014. Portanto, apenas a Kroton beneficiou-se em proporção muito acima desse índice médio naquele ano.

7. Consulta à base de dados da Bloomberg mostra que o mesmo ocorre com relação a empresas de outros mercados, como Japão e Coreia do Sul.

8. Para entender a diferença entre margem EBITDA e margem EBITDA ajustada, vide: <<http://goo.gl/XEbF3N>>.

4 O REDESENHO DO FIES E PRIMEIROS IMPACTOS NO SETOR PRIVADO

No intuito de adequar as receitas disponíveis, submetidas a elevados cortes orçamentários em 2015, foram estabelecidos pelo governo federal critérios para a seleção dos novos contratos do Fies. Para os alunos, exigência de nota média mínima de 450 pontos no Exame Nacional do Ensino Médio (Enem) e de nota na redação diferente de zero. Por sua vez, a distribuição das vagas disponíveis às instituições de ensino passou a ser feita com base nos conceitos obtidos pelos cursos no Sistema Nacional de Avaliação de Cursos (Sinaes). Desse modo, foram estabelecidas cotas de contratos por instituição de ensino, tendo-se como referência o retrospecto do ano anterior. Por fim, limitou-se em 6,41% a correção no valor dos financiamentos, como forma de coibir aumentos abusivos das mensalidades praticadas pelas instituições de ensino.

Além dessas mudanças já introduzidas, o ministro da Educação havia anunciado que as vagas a serem ofertadas no segundo semestre de 2015 também deveriam levar em conta as seguintes prioridades: cursos com notas 5 e 4; áreas de interesse social e econômico, como engenharia, formação de professores e saúde, e as regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste (exceto o Distrito Federal).

As restrições orçamentárias que levaram ao redesenho do Fies tiveram como principal consequência a redução imediata da oferta de novos contratos de financiamento. Se, em 2014, haviam sido firmados 732,7 mil novos contratos, em 2015, foram firmados apenas 287,4 mil.⁹ Portanto, redução de 61% em relação ao ano anterior.

Outra implicação dessa nova conjuntura diz respeito ao aumento da inadimplência. Informações recentes divulgadas pelo Sindicato das Mantenedoras de Ensino Superior (Semesp) indicam que, após um período de queda desde 2011, a inadimplência no ensino superior subiu em 2015, com perspectiva de novo aumento em 2016.

Após o conturbado processo de reestruturação do Fies, no início de 2015, houve diferentes impactos junto às empresas listadas na Bovespa. A Anima, que ao final de 2014 atendia cerca de 71 mil estudantes de graduação, registrou queda de 22% no contingente de novos estudantes em cursos de graduação presencial, no processo seletivo do meio do ano de 2015 (Koike, 2015a). Por sua vez, na Estácio de Sá houve aumento da evasão entre alunos veteranos. Nesse caso, a proporção de estudantes que não renovaram suas matrículas no terceiro semestre desse ano foi 30% maior que a registrada doze meses antes (Koike, 2015b). Já a Kroton lançou um programa de financiamento com parte da parcela sem cobrança de juros, conseguindo aumentar o número de alunos matriculados (Manzoni Jr., 2015).

O Edital nº 6 do Ministério da Educação, de 20 de janeiro de 2016, estabeleceu que podiam participar do processo seletivo alunos com média no Enem superior a 450 pontos e nota na redação superior a zero e renda familiar mensal bruta *per capita* até 2,5 salários-mínimos. Foram ofertadas 250 mil vagas, mas cerca de metade não foi preenchida em um primeiro momento. O Edital nº 64, de 16 de junho de 2016, apresenta o cronograma e critérios de seleção para o segundo semestre de 2016. Podem participar do processo seletivo alunos com média no Enem superior a 450 pontos, nota na redação superior a zero e renda familiar mensal bruta *per capita* até três salários-mínimos. Foram oferecidas 75 mil vagas.

Portanto, constata-se que o redesenho do Fies provocou impactos imediatos no setor privado da educação superior brasileira, bem como a adoção de medidas de ajuste por parte dos grandes grupos empresariais que atuam nesse setor e que, usualmente, tinham parcela significativa de suas receitas oriunda desse programa de financiamento público. Apesar das evidências apresentadas, um balanço geral desses impactos somente poderá ser feito quando estiverem disponíveis dados do Censo da Educação Superior deste mesmo ano, tendo em vista que as matrículas estão dispersas por cerca de 2,1 mil instituições de ensino privadas que, em sua maioria, não disponibilizam informações dessa natureza.

9. No momento de elaboração do artigo, o Relatório de Gestão de 2015 ainda não estava disponível.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base nas referências bibliográficas e na análise dos dados utilizados neste estudo, conclui-se que está em curso um processo de reconcentração da educação superior privada, liderado por grandes grupos empresariais com aportes de investimentos estrangeiros. No que se refere à apropriação dos recursos do Fies pelas empresas listadas na Bovespa e dessas em relação às demais IES privadas, verificou-se que apenas uma delas (a maior) é que detém proporção de contratos do Fies muito acima da média nacional, enquanto as demais encontram-se mais próximas da média nacional, ainda que acima desta. Os indicadores financeiros mostram que se trata de um grupo muito heterogêneo.

Portanto, o que se depreende deste estudo é que se torna necessária a introdução de medidas regulatórias no campo econômico que favoreçam a redistribuição dos recursos públicos (Fies, em especial), de forma mais equânime. Considerando-se que os grandes grupos empresariais são justamente os mais bem-estruturados financeiramente, devido ao aporte de recursos oriundos de fundos de investimentos nacionais e estrangeiros, não é razoável que eles ainda sejam beneficiados em proporção acima daquela usufruída pelo restante do setor privado. Além disso, a estruturação de planos privados de financiamento ilustra que, em alguns casos, não havia necessidade de recursos públicos para atingir o objetivo de inclusão no ensino superior.

Uma das possíveis implicações negativas dessa conjunção de fatores em favor desses grandes grupos seria a de reforçar a tendência à concentração do capital na educação superior privada. Em primeiro lugar, por tais oportunidades de capitalização restringirem-se a um grupo reduzido de empresas, mas, também, por tais empresas se beneficiarem de financiamento público indireto em proporção acima da média auferida pelas demais empresas. Com isso, estas últimas estariam mais suscetíveis a serem incorporadas ou mesmo fechadas.

Diante do exposto, e considerando que acaba de ser anunciada a anuência dos conselhos de administração para a fusão da Estácio com a Kroton,¹⁰ considera-se que chegou o momento de esse promissor mercado da educação superior no Brasil avançar em termos de sua regulação, de modo a levar em conta os diversos impactos da atual tendência à concentração de mercado, como também para preservar as condições de trabalho dos profissionais da área e, conseqüentemente, a qualidade da formação ofertada.

REFERÊNCIAS

- ANIMA EDUCAÇÃO. **Demonstrações Financeiras Padronizadas** (DFP) – 31 de dez. 2013. GAEC Educação S.A., São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/Xgo0Y8>>. Acesso em: 20 mar. 2014.
- _____. **Resultados 1T15**. São Paulo, 2015a. Disponível em: <<http://goo.gl/Xgo0Y8>>. Acesso em: 7 maio 2015.
- _____. **Demonstrações financeiras referente ao exercício findo em 31 de dezembro de 2014 e Relatório dos auditores independentes**. GAEC Educação S.A. e controladas, São Paulo, 2015b. Disponível em: <<http://goo.gl/Xgo0Y8>>. Acesso em: 15 maio 2015.
- _____. **Resultados 1T16**. São Paulo, maio de 2016a. Disponível em: <<http://goo.gl/L9SlGp>>. Acesso em: 19 agosto 2016.
- _____. **Demonstrações financeiras referente ao exercício findo em 31 de dezembro de 2015 e Relatório dos auditores independentes**. GAEC Educação S.A. e controladas, São Paulo, 2016b.
- CARVALHO, P. **Anhanguera e Kroton estimam economias de escala superiores a R\$ 150 milhões**. Ig São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/WmBCF>>. Acesso em: 15 maio 2013.
- CARVALHO, C. H. A. A mercantilização da educação superior brasileira e as estratégias de mercado das instituições lucrativas. **Revista Brasileira de Educação**, v. 18, n. 54, jul./set. 2013.
- CM CONSULTORIA. **Estudo "Fusões e Aquisições no Ensino Superior - Panorama 2007 - 2014"**. CM Consultoria, ago. 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/vidN4A>>. Acesso em: 30 maio 2015.
- ESTÁCIO. **Resultados do 4T14 e 2014**. Rio de Janeiro, 2015a. Disponível em: <<http://goo.gl/DY0FaH>>. 19 mar. 2015.
- ESTÁCIO. **Relatórios do 1T15**. Rio de Janeiro, 2015b. Disponível em: <<http://goo.gl/PSMpT7>>. Acesso em: 7 maio 2015.

10. Vide fato relevante do comunicado ao mercado por ambas empresas em 8 de julho de 2016: <<http://goo.gl/yahSYO>>.

- ESTÁCIO. **Fact Sheet 1T15**. Rio de Janeiro, 2015c. Disponível em: <<http://goo.gl/PSMpT7>>. Acesso em: 21 maio 2015.
- ESTÁCIO. **Resultados do 1T16**. Rio de Janeiro, 2016a. Disponível em: <<http://goo.gl/PSMpT7>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- ESTÁCIO. **Demonstrações financeiras** – 31 de dezembro de 2015 e relatório dos auditores independentes. Rio de Janeiro, 2016b. Disponível em: <<http://goo.gl/zL79qQ>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- KOIKE, B. Com queda de 31% no lucro, Anima faz reestruturação. **Valor Econômico**, São Paulo, 2015a, novembro 10. Disponível em: <<http://goo.gl/NmqkEu>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- _____. Com evasão alta, papel da Estácio cai. **Valor Econômico**, São Paulo, 2015b, novembro 11. Disponível em: <<http://goo.gl/eZDpxF>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- KPMG. **Fusões e Aquisições 2015**. Acumulado e 2º semestre. São Paulo, 2016. Disponível em: <<https://goo.gl/5PQjyy>>. Acesso em: 12 jul. 2016.
- KROTON. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2013**. São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 2014.
- _____. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2014 e relatório dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras**. São Paulo, 2015a. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 2015.
- _____. **Relatório da administração 2014**. São Paulo, 2015b. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- _____. **Corporate presentation**. São Paulo, 2015c. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- _____. **Apresentação de Resultados** – 1T15. São Paulo, 2015d. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- _____. **Resultados 1T16**. São Paulo, 2016a. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- _____. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2015**. São Paulo, 2016b. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- MANZONI Jr., R. A Kroton depois do furacão Fies. **Isto é Dinheiro**. São Paulo, 15 jun. 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/61dQBI>>. Acesso em: 30 jun. 2016.
- MOSS ADAMS CAPITAL LLC. **Education Services**. Seattle, Spring 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/PxD0ho>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- PEREIRA, T. L.; BRITO, S. H. A. As aquisições e fusões no ensino superior privado no Brasil (2005 – 2013). *In*: CONGRESSO IBERO-AMERICANO DE POLÍTICAS E ADMINISTRAÇÃO DA EDUCAÇÃO; CONGRESSO LUSO-BRASILEIRO DE POLÍTICA E ADMINISTRAÇÃO DA EDUCAÇÃO, 6., 2014. **Anais...** Porto, 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/NXWJPS>>. Acesso em: 30 maio 2015.
- SAMPAIO, H. O setor privado de ensino superior no Brasil: continuidades e transformações. **Revista Ensino Superior Unicamp**, n. 4, out. 2011.
- SER EDUCACIONAL. **Demonstrações financeiras padronizadas – 31 de dez. 2013**. Ser Educacional S.A., Recife, 2014. Disponível em: <<http://goo.gl/XMMCVg>>. Acesso em: 26 mar. 2014.
- _____. **Demonstrações financeiras padronizadas** – 31/12/2014. Ser Educacional S.A., Recife, 2015a. Disponível em: <<http://goo.gl/XMMCVg>>. Acesso em: 31 mar. 2015.
- _____. **Teleconferência de resultados do 1T15**. Recife, 2015b. Disponível em: <<http://goo.gl/XMMCVg>>. Acesso em: 15 maio 2015.
- _____. **Divulgação de Resultados 1T16**. Recife, Maio de 2016a. Disponível em: <<http://goo.gl/XMMCVg>>. Acesso em: 19 ago. 2016.
- _____. **Demonstrações financeiras padronizadas** – 31 de dez. 2013. Ser Educacional S.A., Recife, 2016b. Disponível em: <<http://goo.gl/XMMCVg>>. Acesso em: 19 ago. 2016.