

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE ADMINISTRAÇÃO
FACULDADE FIA DE ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO DE NEGÓCIOS

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: UM ESTUDO SOBRE ALTERNATIVAS DE
FINANCIAMENTO PARA O SETOR EDUCACIONAL DE NÍVEL SUPERIOR
BRASILEIRO DE GRADUAÇÃO NO ÂMBITO DAS INSTITUIÇÕES PRIVADAS DE
ENSINO**

JÚLIO CÉSAR TEIXEIRA

ORIENTADOR: PROF. Dr. LEANDRO JOSÉ MORILHAS

SÃO PAULO

2017

JÚLIO CÉSAR TEIXEIRA

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: UM ESTUDO SOBRE ALTERNATIVAS DE
FINANCIAMENTO PARA O SETOR EDUCACIONAL DE NÍVEL SUPERIOR
BRASILEIRO DE GRADUAÇÃO NO ÂMBITO DAS INSTITUIÇÕES PRIVADAS DE
ENSINO**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Gestão de Negócios da Faculdade FIA de Administração e Negócios como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão de Negócios.

Orientador: Prof. Dr. Leandro José Morilhas

SÃO PAULO

2017

Dedico, antes de tudo, este trabalho a Deus, por ter-me concedido a graça de chegar até aqui. Em seguida, à memória de três pessoas fundamentais na minha vida: minha mãe, Elisa, exemplo maior de amor, dedicação e caráter, e aos meus avós maternos, José e Rosa, modelos de honestidade, retidão e caridade.

Agradeço

ao Deus altíssimo, que na sua infinita misericórdia tem-se mostrado presente na minha vida em todas as situações, concedendo-me muito além do que eu seja merecedor;

aos professores da FIA, todos os ensinamentos, paciência e dedicação, em especial ao meu orientador, Prof. Dr. Leandro José Morilhas, todas as sugestões, ideias, críticas, desprendimento e sua incansável disposição em colaborar;

aos professores que, além do meu orientador, participaram da banca de qualificação e defesa, Prof. Dr. Rodolfo Leandro de Faria Olivo e Prof. Dr. George André Willrich Sales, as inestimáveis contribuições, de todo proveitosas para o desenvolvimento deste trabalho;

a todos os profissionais que dedicaram uma parte de seu tempo, respondendo às questões e participando das entrevistas;

ao Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Estado de São Paulo, todo o apoio concedido, seja pelo programa de ajuda financeira de qualificação do seu corpo de servidores, seja pela concessão de tempo, por meio de dispensas e licenças necessárias para o desenvolvimento deste estudo, e aos colegas de trabalho, o incentivo;

a todos os colegas de mestrado que, no decorrer da caminhada de estudos, incentivaram-me, apoiando e colaborando no cumprimento das disciplinas;

à minha esposa, a compreensão nos momentos de solidão necessários para a conclusão deste estudo; aos meus filhos que souberam me apoiar, dando-me forças para prosseguir, e a todos os familiares e amigos a consideração e cuidados.

“A inteligência é a insolência educada.”

Aristóteles

RESUMO

O financiamento estudantil é um problema complexo e vem sendo estudado em todo o mundo. Nos países em desenvolvimento, como são os agrupados no BRICS, essa necessidade é mais premente, em decorrência da evolução das tendências demográficas, em que há o crescimento da população de 18 a 24 anos. No Brasil, o financiamento público representado pelo FIES sofreu grande redução na quantidade de vagas ofertadas a partir de 2015, devido a cortes orçamentários no programa, de forma que não atende a demanda existente. Considerado o cenário atual, o objetivo deste estudo foi apresentar uma proposta de um programa de financiamento estudantil para as IES privadas, utilizando a securitização de recebíveis como uma fonte alternativa de recursos. Para atingir esse objetivo, foi realizada uma pesquisa aplicada, com um enfoque misto, em duas etapas. A primeira de natureza quantitativa com executivos financeiros da IES, e a segunda, qualitativa, com a técnica de estudo multicase, de que participaram duas IES, duas administradoras de FIDC e a empresa que criou o maior programa privado de financiamento do ensino superior no Brasil. Encontraram-se evidências da queda da rentabilidade das IES devido aos impactos das mudanças no FIES. Além disso, os programas executados por instituições financeiras apresentam elevadas taxas de juros, tanto no Brasil, quanto na Rússia, Índia e China, apesar da existência de subsídios por parte do governo na Índia e China. Não se encontraram evidências da utilização da securitização de recebíveis na Rússia, Índia e China, como forma de financiar os encargos educacionais do ensino superior privado. No entanto demonstrou-se pelo estudo que a securitização de recebíveis é uma alternativa viável para prover recursos ao financiamento privado do ensino superior, especialmente por apresentar menor custo do capital de terceiros, maior prazo para amortização, além de elevada segurança aos investidores, com uma rentabilidade adequada. A pesquisa de campo revelou a alta dependência das IES brasileiras quanto ao financiamento público, e de modo geral do financiamento estudantil, público e privado, para o desenvolvimento das atividades de ensino superior. Há iniciativas de algumas IES para a implementação de operações de securitização de recebíveis, que se encontram em estágios iniciais de andamento. Como conclusão, propõe-se a criação de uma legislação específica para a atividade de financiamento privado estudantil, bem como de entidades capazes de promover adequadamente a securitização de recebíveis, e a criação de títulos mobiliários com características particulares para o segmento do ensino superior, além de um sistema nacional de registro para o financiamento privado estudantil.

Palavras-chave: ensino superior, financiamento estudantil, securitização de recebíveis.

ABSTRACT

Student academic financing is a complex problem and has been studied around the world. In developing countries, such as the BRICs group, this need is more preeminent due to the evolution of demographic tendencies, in which a growth in the 18-24 age range is seen. In Brazil, public financing, represented by the FIES program, suffered great reductions in the quantity of offered slots starting in 2015, due to budget cuts in the program in such a way that it cannot supply the current demand. Considering the current scenario, the objective of this study was to showcase a proposal for an alternate student financing program for private, college-level institutions, using the securitization of receivables as an alternative source for resources. To reach this goal, an applied research was conducted, with a mixed focus in two steps. The first step of quantitative nature with executives from higher education institutions, and the second, qualitative, with a multicase study technique, in which two higher education institutions, two administrative companies of the FIDC and the company that created the largest private program for higher education financing in Brazil all participated. Evidences of the decline in profitability in the higher education institutions was found, due to the impact of the changes in the FIES program. Also, the programs maintained by financial institutions showcased higher interest rates, and not only in Brazil, but also in Russia, India and China, even though the last two presented government subsidies. No evidence of use of securitization of receivables was found in Russia, India and China, as a form of financing student debt. However, research shows that the securitization of receivables is a viable solution to provide resources to private financing of higher education, especially because it presents a lower cost for third-party capital, higher time frame for amortization, as well as an increased security to investors, with an adequate profitability. The field research revealed the high dependency of higher education institutions for public financing, and in a broader angle, student financing, public and private, for the development of higher-education activities. As a conclusion, it is proposed that a set of laws specific for private student financing should be created, as well as capable entities for promoting adequately the securitization of receivables, and the creation of real estate titles with specific characteristics for the higher education segment, aside from a nationwide system of registry for private student financing.

Keywords: higher education, student financing, securitization of receivables.

LISTA DE TABELAS

- Tabela 1 – Taxa bruta de escolarização – Ano base 2015
- Tabela 2 – Participação das empresas de capital aberto nas matrículas de cursos superiores de graduação presenciais em 2014 (em milhares)
- Tabela 3 – BRICS e o aspecto demográfico - 2015
- Tabela 4 – BRICS e o aspecto geográfico
- Tabela 5 – BRICS e a importância na economia mundial - 2015
- Tabela 6 – Indicadores educacionais do ensino superior no BRICS
- Tabela 7 – Despesa pública com educação
- Tabela 8 – Evolução do ensino superior na Índia
- Tabela 9 – Taxa bruta de matrícula por estado no ensino superior em 2002-2003
- Tabela 10 – Taxa bruta de matrículas por gênero
- Tabela 11 – Taxa bruta de matrículas da população por subgrupos – 2006-2007
- Tabela 12 – Evolução das concessões de financiamento estudantil
- Tabela 13 - Tendência de crescimento do valor em circulação dos financiamentos educacionais
- Tabela 14 - Montante dos desembolsos concedidos por setor prioritário da economia pelos bancos públicos
- Tabela 15 – Composição da receita da educação superior (%)
- Tabela 16 – Emissão de títulos securitizados pelas agências *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* e *Freddie Mac* (em milhões de dólares estadunidenses)
- Tabela 17 – Emissão de títulos securitizados nos EUA, oriundos de outros ativos financeiros (em milhões de dólares estadunidenses)
- Tabela 18 – Emissão de títulos securitizados por origem dos direitos creditórios na Europa (em milhões de dólares estadunidenses)
- Tabela 19 – Composição das operações de securitização de 2000 a 2012 no Brasil
- Tabela 20 – *Ranking* de Administradores de FIDC por montante de PL em 2015
- Tabela 21 – *Ranking* de Gestores de FIDC por montante de PL em 2015
- Tabela 22 – Distribuição das IES quanto a seu porte
- Tabela 23 – Participação média da fonte de recursos de acordo com sua origem
- Tabela 24 – Participação média por fonte de recursos quanto ao porte da IES
- Tabela 25 – Custo médio mensal do capital de terceiros
- Tabela 26 – Prazo médio aproximado de amortização do capital de terceiros

Tabela 27 – Prazo médio aproximado de amortização do capital de terceiros por porte da IES

Tabela 28 – Taxa anual de inadimplência dos direitos creditórios

Tabela 29 – Taxa anual de inadimplência dos direitos creditórios por porte da IES

Tabela 30 – Programas de financiamento estudantil ofertados por porte da IES

Tabela 31 – Programas de financiamento estudantil ofertados de forma simultânea e por porte da IES

Tabela 32 – Relevância média dos programas de financiamento estudantil na captação de alunos

Tabela 33 – Relevância média dos programas de financiamento estudantil na captação de alunos por porte da IES

Tabela 34 – Participação dos programas de financiamento estudantil utilizados simultaneamente na captação dos ingressantes

Tabela 35 – Taxa de deságio praticada na aquisição de direitos creditórios

Tabela 36 – Encargos operacionais do Crédito Universitário FIDC

Tabela 37 – Histórico da rentabilidade do Crédito Universitário FIDC – Data-base set./2017

Tabela 38 – Média ponderada do prazo de amortização das cotas seniores

Tabela 39 – Custo médio ponderado de capital do Crédito Universitário FIDC

Tabela 40 – Taxas anuais apuradas para pessoas jurídicas – Período de 09 a 16 out.2017

Tabela 41 – Medidas indicativas das taxas de deságio praticadas pelo Crédito Universitário FIDC

Tabela 42 – Excedente de rentabilidade – cotas seniores

Tabela 43 – Comparativo do custo de capital de terceiros – IES x FIDC

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Objetivos de desenvolvimento sustentável

Quadro 2 – Estrutura do ensino superior no BRICS

Quadro 3 – Condições do FIES

Quadro 4 – Condições do crédito universitário PRAVALER

Quadro 5 – Principais características do programa de financiamento estudantil do Bradesco

Quadro 6 – Principais características do Programa Credi-Universidade do Banco Santander

Quadro 7 – Normas dos financiamentos estudantis (IBA)

Quadro 8 – Critérios de elegibilidade para entrada de financiamento de educação

Quadro 9 – Programas de financiamento estudantil na China

Quadro 10 – Principais características dos programas de financiamento estudantil na China

Quadro 11 – Benefícios das operações de securitização

Quadro 12 – Etapas da pesquisa

Quadro 13 – Vantagens e desvantagens do levantamento

Quadro 14 – Características do estudo de caso e sua aplicação nesta pesquisa

Quadro 15 – Variáveis dependentes e resultados esperados

Quadro 16 – Principais características do Programa de Financiamento Estudantil Sicredi

Quadro 17 – Principais características do Programa de Financiamento Estudantil Próprio – FEEVALE

Quadro 18 – Principais características do Programa Bolsa Rotativa Reembolsável PUC-RIO

Quadro 19 – Características das cotas emitidas pelo Crédito Universitário FIDC

Quadro 20 – Classificação de risco das cotas do Crédito Universitário FIDC – maio/2017

Quadro 21 – Percepções das IES a respeito do FIES

Quadro 22 – Alternativas implementadas pelas Instituições de Ensino Superior ao FIES

Quadro 23 – Percepções acerca das empresas originadoras dos direitos creditórios

Quadro 24 – Características dos ativos lastros

Quadro 25 – Percepções sobre o mercado de securitização com a utilização do FIDC

Quadro 26 – Comparação de resultados teoria de securitização x estudo realizado

Quadro 27 – Principais características dos programas privados de financiamento estudantil na Rússia, Índia e China

Quadro 28 – Principais características da proposta do programa de financiamento estudantil privado

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Total de alunos matriculados por nível de ensino (em milhares)

Figura 2 – Diagrama do Referencial Teórico

Figura 3 – Evolução das matrículas (em milhares) nas IES públicas e privadas

Figura 4 – Crescimento do número de IES

Figura 5 – Funcionamento da UAB

Figura 6 – Mapa-múndi com destaque para os BRICS

Figura 7 – Motivação da escolha dos países que compõem o BRICS

Figura 8 – Evolução da quantidade de contratos do FIES

Figura 9 – Prouni – Inscritos x Bolsas ofertadas

Figura 10 – Cronologia das atividades da Ideal Invest

Figura 11 – Como financiar o curso de graduação

Figura 12 – Resultado da simulação do financiamento estudantil no Banco Bradesco

Figura 13 – Evolução das matrículas no ensino superior

Figura 14 – Total de diplomados (em milhões) e taxa de ocupação

Figura 15 – Evolução das emissões de CRI (em milhões de reais)

Figura 16 – Evolução das emissões de CRA (em milhões de reais)

Figura 17 – Fluxo de uma operação de securitização com a utilização do FIDC

Figura 18 – Emissões de cotas de FIDC no Brasil – em milhões de reais

Figura 19 – Emissões de cotas de FIDC no Brasil por ativo lastro – em milhões de reais

Figura 20 – Tipologia das pesquisas científicas

Figura 21 – Tipologia da pesquisa científica aplicada neste estudo

Figura 22 – Estrutura da Apresentação e análise dos resultados

Figura 23 – Programas de Financiamento Estudantil utilizados

Figura 24 – Organograma PUC-RIO

Figura 25 – Histórico de bolsas comunitárias concedidas na PUC-RIO

Figura 26 – Totalidade de bolsas concedidas na graduação - PUC-RIO

Figura 27 – Principais indicadores do programa PRAVALER

Figura 28 – Histórico da taxa de inadimplência – Crédito Universitário FIDC

Figura 29 – Fluxo da operação do Crédito Universitário FIDC

Figura 30 – Evolução do Patrimônio Líquido do Crédito Universitário FIDC

Figura 31 – Ordenação do capítulo das Considerações finais

Figura 32 – Fluxo da operação da proposta do programa de financiamento estudantil para IES privadas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 Contextualização	14
1.2 Problema de pesquisa	19
1.3 Objetivos	20
1.4 Justificativa	21
1.5 Delimitação do estudo	24
1.6 Estrutura do trabalho	26
2 REFERENCIAL TEÓRICO	27
2.1 Panorama da educação superior brasileira no nível de graduação	28
2.1.1 Desenvolvimento do setor educacional de nível superior brasileiro	28
2.1.2 Avaliação e regulação do ensino superior no Brasil	35
2.2 Programas de financiamento estudantil de ensino superior no BRIC	39
2.2.1 Cenário da educação superior no BRICS	39
2.2.2 Brasil	45
2.2.2.1 Fundo de Financiamento Estudantil – FIES	45
2.2.2.2 Programa Universidade para Todos – PROUNI	48
2.2.2.3 Programas de financiamento estudantil privado.....	51
2.2.3 Rússia	56
2.2.4 Índia.....	61
2.2.5 China	68
2.3 Securitização	76
2.3.1 Origem e evolução	76
2.3.2 Securitização no Brasil.....	83
2.3.2.1 Evolução histórica	83
2.3.2.2 Riscos presentes numa operação de securitização.....	91
2.3.2.3 Instituições de Ensino e securitização	94
3 MÉTODO DE PESQUISA	96
3.1 Delineamento da pesquisa.....	96
3.2 Etapas da Pesquisa	99
3.2.1 Etapa 1 - Levantamento de natureza quantitativa, do tipo descritivo.....	100
3.2.2 Etapa 2 - Estudo de caso	101
3.3 Processo de análise dos dados	106

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	109
4.1 Pesquisa de natureza quantitativa – Levantamento	110
4.1.1 Distribuição das IES pesquisadas de acordo com seu porte	110
4.1.2 Fontes de recursos e suas características	110
4.1.3 Inadimplência dos créditos educacionais	113
4.1.4 Programas de Financiamento Estudantil e sua relevância.....	114
4.1.5 Análise do levantamento	117
4.2 Pesquisa de natureza qualitativa – Estudo de Caso	121
4.2.1 Entrevistas com Instituições de Ensino	121
4.2.1.1 Universidade FEEVALE.....	122
4.2.1.1.1 A Entrevista na FEEVALE	122
4.2.1.1.2 Comentários da entrevista com a FEEVALE.....	126
4.2.1.2 Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RIO)	128
4.2.1.2.1 A Entrevista na PUC-RIO	131
4.2.1.2.2 Comentários sobre a entrevista com a PUC-RIO	132
4.2.2 Entrevistas com Profissionais de Finanças Estruturadas	133
4.2.2.1 Administradora de FIDC “A”.....	134
4.2.2.1.1 A Entrevista na Administradora “A”.....	135
4.2.2.1.2 Comentários da entrevista com a Administradora “A”	136
4.2.2.2 Administradora de FIDC “B”	138
4.2.2.2.1 A Entrevista na Administradora “B”	138
4.2.2.2.2 Comentários da entrevista com a Administradora “B”	140
4.2.3 Entrevista com a gestora do Crédito Universitário FIDC	142
4.2.3.1 Ideal Invest S.A.	143
4.2.3.1.1 A Entrevista com a Ideal Invest	145
4.2.3.1.2 O Crédito Universitário FIDC	147
4.2.3.1.3 Comentários da entrevista com a Ideal Invest S.A.	153
4.3 Análise integrada das etapas da pesquisa	161
4.3.1 Análise conjunta das IES.....	162
4.3.2 Análise conjunta das Administradoras de FIDC	164
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	169
5.1 Considerações iniciais e apresentação da proposta	170
5.2 Limitações e sugestões de estudos futuros	189
5.3 Considerações finais.....	191

Apêndice A – Texto do <i>e-mail</i> enviado aos respondentes - Executivos financeiros de Instituições de Ensino.....	199
Apêndice B – Texto do <i>e-mail</i> enviado aos respondentes - Executivos do setor de finanças estruturadas	200
Apêndice C – Levantamento com Executivos Financeiros das IES brasileiras	201
Apêndice D – Roteiro estruturado com profissionais de finanças estruturadas – Estudo de Caso	204
Apêndice E – Roteiro estruturado com IES – Estudo de caso	210
Anexo 1 - Como a educação é tipicamente ligada a outros objetivos de Desenvolvimento Sustentável	213
Anexo 2 – Principais alterações no FIES a partir de 2010.....	214
Anexo 3 – Ato de criação do <i>Credit Guarantee Fund Scheme for Education Loans</i> (CGFSEL).....	219
Anexo 4 – Eligibility Checks for Education Loan Input File (1 st Batch).....	226

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O Brasil implantou as suas primeiras instituições de ensino superior somente com a chegada da família real em 1808, quando a coroa portuguesa se transferiu para a colônia, devido à ameaça de invasão napoleônica. Essas instituições representam trezentos anos de atraso em relação à Universidade de Santo Domingo, que iniciou suas atividades em 1538 no Caribe, inspirada no modelo de Salamanca e que formou uma rede com mais de uma dezena de instituições públicas e católicas até o final do século XVII. Antes disso, não interessava a Portugal qualquer início de desenvolvimento por estas terras, visto que a exploração das terras colonizadas configurava-se como um investimento empresarial, com o objetivo exclusivo de geração de lucros (DURHAN, 2005).

Já a implantação de uma universidade no Brasil é fenômeno mais recente, tendo ocorrido somente em 1930. Desde a proclamação da República, a nova constituição trazia a ideia de descentralização do ensino superior e, como consequência, houve o surgimento de diversas instituições de caráter público (estaduais e municipais), bem como de iniciativa privada (SANTOS; CERQUEIRA, 2009).

Vê-se, portanto, que a diferença entre a população com ensino superior no Brasil em relação aos demais países das Américas tem suas raízes em acontecimentos históricos que até os dias atuais não foi superada.

O Brasil é um país desigual em desenvolvimento e isso reflete-se no acesso ao ensino superior. Por acesso entende-se não somente o ingresso do estudante nas universidades, mas também sua permanência (que dá sentido ao acesso), conclusão e formação, com vistas a avançar nas políticas educacionais (SILVA; VELOSO, 2010).

Para fins de comparação, na Tabela 1 apresentam-se as taxas brutas de escolarização superior entre os países da América Latina e Caribe.

Tabela 1 – Taxa bruta¹ de escolarização – Ano base 2015.

País	Taxa Bruta
Chile	88,58%
Colômbia	55,66%
Uruguai	55,57%
Costa Rica	53,63%
Brasil	50,60%
El Salvador	29,13%
Honduras	22,06%
Guatemala	21,85%

Fonte: Elaborador pelo autor. Disponível em <<http://uis.unesco.org/indicator/edu-part-er-ger>>. Acesso em 22 set. 2017.

Considerando a realidade do panorama do ensino superior no país, o Brasil comprometeu-se por meio da META 12, do Plano Nacional de Educação – PNE, a elevar a taxa bruta de matrículas na educação superior para 50% (cinquenta por cento) e a taxa líquida para 33% (trinta e três por cento) da população de 18 (dezoito) a 24 (vinte e quatro) anos, assegurando a qualidade da oferta e expansão, para, pelo menos, 40% (quarenta por cento) das novas matrículas no segmento público, num período de até 10 (dez) anos (Lei n.º 13.005, de 24 de junho de 2014).

O Estado brasileiro, visando dar garantias à formação, vem desde há muito tempo implementando processos de avaliação, que tem suas origens em 1977, ano em que as instituições de ensino superior passaram a ter seus cursos de pós-graduação avaliados pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES (LEITE, 1977 *apud* ZANDEVALLI, 2009).

A partir da década de 1960, o segmento do ensino superior brasileiro sofreu forte influência das mudanças políticas ocorridas no país, notadamente orientadas pelo viés capitalista, com a participação em peso do setor privado na primeira grande expansão do ensino superior no Brasil, sob a tutela do Banco Mundial (SAMPAIO, 2012; ZANDEVALLI, 2009).

O chamado Plano Atcon (1965/1966) baseava-se em princípios apresentados em estudos realizados pela Universidade de Princeton, que posteriormente foram publicados sob o título “*The Latin America University*”, assumidos em 1963 como parte do projeto educacional para a América Latina, pela *United States Agency for International Development* – USAID. Segundo

¹ Taxa bruta de escolarização superior consiste no total de matrículas no ensino superior de graduação em relação à população na faixa etária de 18 a 24 anos.

Atcon, a educação era vista como o motor do desenvolvimento e precisava ser adequada ao modelo econômico capitalista, situando-se entre as experiências iniciais de avaliação durante o governo militar (ZANDAVALLI, 2009).

Portanto, desde a década de 1960, existe a percepção por parte do governo brasileiro da necessidade da expansão do setor educacional superior combinado com um controle da qualidade da formação de seus egressos. Entretanto o crescimento do setor privado no oferecimento de vagas, pressionado por uma população crescente que se urbanizava e industrializava foi mais rápido, e notadamente a qualidade dos serviços não acompanhou a expansão da oferta (SAMPAIO, 2012).

A partir da Constituição de 1988, e da Lei de Diretrizes e Bases – LDB de 1996, o setor de ensino superior privado orientou a oferta segundo as seguintes diretrizes: 1. Transformação das instituições não universitárias em universidades; 2. Promoção da desconcentração regional e a interiorização de instituições e cursos; 3. Ampliação e diversificação da oferta de cursos por meio da fragmentação de carreiras (SAMPAIO, 2000).

Desde 1995, o setor educacional tem experimentado um crescimento sem precedentes, na maior parte capitaneado pela iniciativa privada, cujo fim último é o lucro. Para se ter uma ideia dessa expansão, de 1995 a 2010 ocorreu um crescimento de 347,25% no número total de matrículas (presenciais e a distância) no setor privado (MANCIBO; VALE; MARTINS, 2015).

Esse crescimento veio acompanhado da financeirização e internacionalização do setor, com a presença de fundos de investimento. De fato, alguns grupos empresariais no cenário educacional abriram seu capital no período em questão, passando a operar na Bolsa de Valores. Entre eles, pode-se citar: Kroton, Estácio de Sá, Sistema Educacional Brasileiro – SEB (MANCIBO; VALE; MARTINS, 2015), e Anima Educação, como se apresenta na Tabela 2.

Tabela 2 – Participação das empresas de capital aberto nas matrículas de cursos superiores de graduação presenciais em 2014 (em milhares).

Grupo empresarial	Matrículas	%
Kroton	422,8	9,1
Estácio	275,0	5,9
Ser Educacional	118,1	2,5
Anima Educação	75,0	1,6
Total dos 4 grupos	890,9	19,1
Censo Brasil (MEC)	4.664,5	100

Fonte: Censo 2014 x Realidade 2016. ABMES, 2016.

Em consequência da forte expansão de matrículas, para propiciar condições aos alunos de arcarem com os custos de seus estudos, foi criado o Fundo de Financiamento Estudantil – FIES, ainda na gestão do governo Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), em substituição ao Programa de Crédito Estudantil – CREDUC, o que corroborou a lógica do empresariamento, privatização e mercantilização da educação superior no país. O referido programa teve seus recursos ampliados no governo Lula (2002-2008), que ainda facilitou a concessão de financiamentos ao tornar o Estado o garantidor final das dívidas do programa, sem a exigência de fiador para a população de baixa renda (QUEIROZ, 2015).

Na linha de implantação de práticas regulatórias e de avaliação foi instituído pela Lei n.º 10.861, de 14 de abril de 2004, o Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior – SINAES, em substituição ao Exame Nacional de Cursos (Provão), que vinha sofrendo críticas. O SINAES objetiva articular os processos de avaliação e regulação, cuidando de aspectos de autorização, reconhecimento, renovação de cursos superiores, bem como o credenciamento e credenciamento de instituições de educação superior (VERHINE, 2015).

Essa expansão do setor educacional, transformando-o num mercado, no qual o estudante passou a ser tratado como cliente, e as organizações pautam-se pela lógica de mercado, enfatizando a competitividade, oferta transnacional e virtual, com vistas ao lucro. Esse fenômeno não é exclusivo do Brasil, haja vista sua ocorrência em diversos países latino-americanos, em diferentes graus e intensidade, o que tem causado alterações no cenário educacional. Nas palavras de Sobrinho (2010, p. 200):

- diversificação de modelos organizacionais (diversos tipos de provedores, estilos administrativos, tamanhos, finalidades, compromissos etc.);
- diferenciação dos perfis estudantis (democratização do acesso, aumento de matrículas e titulação de mulheres, ampliação das faixas etárias dos estudantes);
- incremento da formação profissionalizante (ênfase no setor de serviços, em detrimento da formação para a cidadania crítica e participativa);
- aumento do prestígio das ciências aplicadas e tecnologias, que produzem o chamado “conhecimento útil”, de interesse mercadológico, e crescente desvalorização das humanidades;
- improvisação do corpo docente e desprofissionalização do magistério superior;
- deslocamento da autonomia dos fins para os meios e da universidade para as agências de controle ministeriais;
- crescente controle dos fins e flexibilização dos meios;
- diversificação das fontes de financiamento;
- aumento dos mecanismos de prestação e vendas de serviços e “quase-mercado”.

Se de um lado o Estado brasileiro adotou a política neoliberal, liberando a participação empresarial no setor de educação superior, por outro encarregou-se de regulamentar e avaliar os cursos superiores e instituições de educação para, com isso, dar uma resposta à sociedade fornecendo informações sob a forma de escalas de qualidade dos serviços educacionais (SOBRINHO, 2010).

Em 2013, conforme dados do MEC, 31% (trinta e um por cento) do total das matrículas em instituições privadas de ensino superior correspondiam a estudantes beneficiados pelo FIES e pelo Programa Universidade para Todos – PROUNI, que concede isenções fiscais em troca de vagas no ensino superior privado (SILVA; PISCOPO; SERRA, 2015).

Entretanto o modelo de financiamento público por meio da compra de vagas oferecidas no ensino superior privado esgotou-se. Somente em um dos grupos empresariais do setor educacional que se formaram no país, a queda de participação percentual de novos contratos do FIES saiu de 38% (trinta e oito por cento) para 18,3% (dezoito por cento e três décimos), no 1.º semestre de 2015 em relação ao 1.º semestre de 2014 (SILVA; PISCOPO; SERRA, 2015).

De acordo com a perspectiva institucional, as organizações adotam práticas gerenciais e estratégias para obter: legitimidade, para estarem em conformidade com leis e regulamentos (SCOTT, 1995); recursos suficientes para assegurar sua continuidade (DI MAGGIO & POWELL, 1991; MEYER & ROWAN, 1977; ZUCKER, 1997).

Os grupos empresariais mais representativos do setor educacional, seja pelo número de IES, seja pelo número de alunos matriculados, estão sentindo as consequências da redução do financiamento público aos estudantes, todavia têm procurado soluções para amenizar o problema, tais como: suporte financeiro ao aluno (descontos e oferta de linhas de financiamento privadas no mercado financeiro); gerenciamento da taxa de evasão de alunos, com o objetivo de sua redução, e captação de recursos por meio da emissão de debêntures (SILVA; PISCOPO; SERRA, 2015).

Especificamente com relação à taxa de evasão de alunos, o SEMESP em pesquisa de 2014 registrou o patamar de 27,4% em cursos presenciais na rede privada (SEMESP, 2015).

Soluções para mitigar esses problemas, especialmente os que envolvem recursos financeiros, são de difícil execução para as pequenas e médias instituições, devido à falta de acesso a fontes de financiamento externo (CINTRA; SILVA FILHO, 2013).

Para fins deste estudo, entende-se como pequena e média instituições de ensino aquelas com até 5.000 (cinco mil) alunos. Em 2014, referidas organizações representavam 89,8% (oitenta e nove inteiros e oito centésimos por cento) dos estabelecimentos da rede privada de ensino superior brasileira (ABMES, 2016).

Entre as alternativas possíveis afigura-se a securitização de recebíveis. O instrumento da securitização de recebíveis é conhecido do mercado financeiro e foi criado com base na necessidade que as empresas em geral têm de financiar suas operações, de obter reduções no custo de capital de terceiros, e a prorrogação dos prazos para pagamento. Os investidores representados por fundos de investimentos, de pensão, seguradoras, instituições financeiras etc., sentem a necessidade de encontrar operações para aplicação de seus recursos que proporcionem boa rentabilidade e segurança (SECURATO; LUXO, 2009).

No Brasil, apenas 5% (cinco por cento) dos ativos lastros em 2005 eram representados por recebíveis comerciais, sendo a grande maioria das operações baseadas em créditos em consignação (63%), créditos imobiliários (16%) e crédito direto ao consumidor (8%), ao passo que, nos Estados Unidos, somente a securitização de recebíveis de empréstimos a estudantes representava 10,38%, abaixo ainda dos 38,36% dos lastros representados pelo financiamento de imóveis, seguidos de 16,88% de operações de financiamento de veículos (CATÃO, 2006).

Dadas as peculiaridades das operações de securitização de recebíveis, percebe-se que elas são aderentes às necessidades de captação de recursos por parte das instituições de ensino para a criação de programas de financiamentos estudantis, quais sejam: necessidade de fontes de financiamento em longo prazo e custo de capital de terceiros compatíveis com sua capacidade de geração de lucro. Diante dessa contextualização, apresenta-se a seguir o problema de pesquisa deste estudo.

1.2 Problema de pesquisa

A busca por novos arranjos das fontes de financiamento para a educação superior, dada a incapacidade do setor público em prover toda a demanda, tem sido objeto de vários estudos tanto em países desenvolvidos quanto naqueles em desenvolvimento (ZONGBLOED, 2004).

Em todo o mundo, a proporção da população com ensino superior tem crescido consideravelmente, com a taxa bruta de escolarização mundial partindo de um patamar de 10% em 1972, para 30% em 2012, e a partir daí continua aumentando a uma taxa de 1% ao ano. Esse

crescimento é o resultado de uma combinação de fatores diversos, dentre eles a forma de financiamento ao ensino superior. Ocorre que, atualmente, a busca pelo ensino superior parece não ter limites (MARGINSON, 2016).

Considerando a atual estrutura do setor de educação superior em nível de graduação no Brasil e seus modelos de financiamento estudantil, fortemente marcado pela participação de recursos públicos, o problema de pesquisa do estudo pode assim ser compreendido: *Como seria uma proposta de um programa de financiamento estudantil por meio de operações de securitização de recebíveis para instituições de ensino superior privadas brasileiras?*

1.3 Objetivos

O objetivo principal deste estudo é apresentar uma proposta de um programa de financiamento estudantil, por meio da securitização de recebíveis, para os cursos de graduação em instituições de ensino superior privadas brasileiras.

Os objetivos específicos são:

1. descrever os principais programas de financiamento estudantil públicos e privados existentes no Brasil;
2. apresentar os principais programas de financiamento educacional existentes no exterior, em especial nos países que guardam alguma similaridade com as macrocaracterísticas do Brasil, como o BRIC (Brasil, Rússia, China e Índia);
3. apresentar operações de captação de recursos por intermédio da securitização de recebíveis em setores em que tal alternativa está sendo utilizada, considerando os mercados de capitais mais desenvolvidos, representados pelos Estados Unidos e Europa, além da situação no Brasil;
4. levantar com executivos financeiros das IES brasileiras os programas de financiamento estudantil que são utilizados, bem como sua relevância para a captação de alunos, além da inadimplência verificada e características das fontes de recursos de terceiros, tais como participação na estrutura de capital, custo e prazo de amortização;
5. apresentar, com base no estudo com as IES, as perspectivas futuras quanto ao FIES, impactos em decorrência das mudanças no programa de financiamento público e características de financiamentos estudantis próprios eventualmente existentes;
6. recolher com profissionais do setor de finanças estruturadas no Brasil seu entendimento sobre as principais características desejadas das organizações e dos ativos lastros utilizados na securitização de recebíveis que proporcionem o sucesso das operações.
7. identificar as decisões implementadas e seus respectivos resultados em IES privadas que tenham utilizado a securitização de recebíveis no Brasil.

1.4 Justificativa

O FIES foi criado em 1999, contudo seu crescimento substancial deu-se a partir de 2012, ou seja, é um fenômeno contemporâneo. Percebe-se, pois, a existência de uma demanda reprimida para a utilização de financiamento com fins de ingresso no ensino superior. Com o enfraquecimento do modelo atual, em decorrência da escassez de recursos públicos, é necessária a busca de alternativas para o atendimento desse público e também para o cumprimento das metas estabelecidas no Plano Nacional de Educação.

O desenvolvimento e a sustentabilidade do setor de ensino brasileiro de nível superior estão relacionados com a capacidade dos agentes públicos e privados em desenvolver mecanismos de financiamento de longo prazo a custos compatíveis com a capacidade de geração de resultados das instituições de ensino privadas.

Dessa forma vemos que o presente estudo se justifica sob diversos aspectos como a atualidade do tema, sua relevância social, contribuição proporcionada pelo trabalho, tema pouco explorado e interesse do autor, todos defendidos por Barral (2003).

Sobre a atualidade do tema, tanto a expansão do financiamento estudantil por intermédio do FIES (2010-2014), quanto a interrupção de seu ciclo de crescimento (2015) mostram-se recentes (ABMES, 2016), o que remete à necessidade da busca por outras fontes de recursos.

Do ponto de vista das finanças corporativas – que estuda a relação entre as decisões de negócios, os fluxos de caixa e o valor do capital investido – o objetivo da administração financeira é maximizar o valor do patrimônio dos proprietários atuais (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE; LAMB, 2015).

Dessarte, entre as decisões a serem tomadas estão as relacionadas com as fontes de financiamento a serem utilizadas pelas organizações, que abarcam também a forma de financiamento de seus clientes. Considerando-se as características do segmento educacional de nível superior, especialmente o prazo de maturação dos serviços prestados, conclui-se pela necessidade de obtenção de fontes de recursos com prazos de amortização compatíveis com a consecução de suas atividades.

Numa análise de viabilidade econômica, é factível a hipótese de que 02 (duas) entidades idênticas em tudo, exceto na maneira pela qual são financiadas, apresentem a mesma atratividade e valor para ambas. Entretanto a diferença de desempenho das organizações será

determinada pela capacidade de a estrutura de financiamento utilizada ser capaz de alavancar seus resultados operacionais (ASSAF NETO, 2014).

Daí decorre a consequência lógica de que instituições de ensino que proporcionarem meios para financiar os estudos de seus alunos, em termos compatíveis com as necessidades de prazo, valores e custos demandados, conseguirão maior lucratividade, quer pelo aumento da base de estudantes, quer pela redução de custos financeiros associados, quer, ainda, pela combinação desses aspectos.

O mercado financeiro assumiu destacada relevância para as finanças corporativas, uma vez que suas instituições proporcionam equilíbrio ao mercado e agentes econômicos ao gerenciar ativos e passivos com diferentes maturidades (ASSAF NETO, 2014).

Enfim, as organizações modernas são administradas com base na criação de valor para os proprietários do capital, credores e proprietários, entendida como aquela que melhor remunera seus custos de oportunidade. Essa orientação poder ser explicada por alguns fatores como: a maior abertura da economia, que demonstrou serem os preços decorrentes da demanda e procura; a globalização praticamente resumiu o mercado financeiro a um mercado mundial, com facilidade de migração dos recursos de um país para outro, tendo como efeito que ativos que não criam valor são rapidamente desvalorizados; o nível de competitividade atual dos mercados dá espaço apenas para instituições eficientes que agregam valor aos seus negócios e os executivos devem atender às expectativas dos fornecedores de capital, sob pena da própria preservação de seus empregos (ASSAF NETO, 2014).

Segundo dados do relatório Números do Ensino Privado (FGV, 2015), o segmento do ensino superior assume destacada relevância no contexto nacional com 6.075.152 matrículas, o que representa 75,68% do total, em que 2.385.861 alunos ingressaram somente em 2015. Além disso possui 2.069 estabelecimentos privados, ou 87,52% do total dos existentes no país, e por fim empregava 222.282 professores ao final de 2015.

No tocante à relevância social, segundo o *Global Education Monitoring Report – 2016, Education for people and planet: Creating Sustainable Futures for All*, uma publicação independente encomendada pela UNESCO – Organização das Nações Unidas para a Educação, a Ciência e a Cultura; em setembro de 2015, na 70.^a Assembleia Geral das Nações Unidas, os Estados-membros adotaram uma nova agenda de desenvolvimento global até 2030, estabelecendo objetivos de desenvolvimento sustentável, apresentados no Quadro 1. E conclui que a educação dentro da agenda de desenvolvimento sustentável é baseada em princípios que

afirmam ser a educação um princípio fundamental; um direito habilitador, ou seja, que dá acesso aos demais direitos humanos; um bem público e um empreendimento social compartilhado.

Quadro 1 – Objetivos de desenvolvimento sustentável

Objetivo	Descrição
1	Acabar com a pobreza em todas as suas formas.
2	Acabar com a fome, alcançar segurança alimentar e melhorar a nutrição e Agricultura sustentável.
3	Assegurar uma vida saudável e promover o bem-estar de todas as idades.
4	Assegurar uma educação de qualidade inclusiva e equitativa e promover oportunidades de aprendizagem ao longo da vida para todos (grifo nosso).
5	Alcançar a igualdade de gênero e capacitar todas as mulheres e meninas.
6	Garantir a disponibilidade e a gestão sustentável da água e do saneamento para todos.
7	Assegurar o acesso à energia, fiável, sustentável e moderna para todos.
8	Promover um crescimento econômico sustentado, inclusivo e sustentável, emprego produtivo e trabalho decente para todos.
9	Construir infraestrutura resiliente, promover a industrialização inclusiva e sustentável e fomentar a inovação.
10	Reduzir a desigualdade dentro dos e entre os países.
11	Tornar as cidades e os assentamentos humanos inclusivos, seguros, resilientes e sustentáveis.
12	Assegurar padrões sustentáveis de consumo e produção.
13	Tomar medidas urgentes para combater as alterações climáticas e os seus impactos.
14	Conservar e utilizar de forma sustentável os oceanos, os mares e os recursos marinhos para o desenvolvimento sustentável.
15	Proteger, restaurar e promover a utilização sustentável dos ecossistemas terrestres, manejar de forma sustentável as florestas, combater a desertificação, deter a degradação e travar a perda de biodiversidade.
16	Promover sociedades pacíficas e inclusivas para o desenvolvimento sustentável, proporcionar acesso à justiça para todos e construir instituições eficazes, responsáveis e inclusivas em todos os níveis.
17	Reforçar os meios de implementação e revitalizar a parceria global para o Desenvolvimento Sustentável.

Fonte: *Global Education Monitoring Report – 2016, Education for people and planet: Creating Sustainable Futures for All.*

As formas de se alcançarem os objetivos de desenvolvimento sustentável, por meio da educação, podem ser vistas no Anexo 2.

Quanto à contribuição proporcionada pelo trabalho, temos que fontes inovadoras de financiamento, embora não tenham criado mecanismos financeiros novos, contribuíram seguramente para aumentar o fluxo de receitas em áreas como a saúde. Dessa forma podem complementar as fontes tradicionais de financiamento para a educação (UNESCO, Bangkok, 2015).

Com referência ao pouco desenvolvimento do tema, foram realizadas buscas nas bases de dados de teses e dissertações da Universidade de São Paulo – USP, e nas bases eletrônicas do Portal de Periódicos da CAPES/MEC, no EBSCO, e, por fim, no *Google Scholar* com as palavras “securitização de recebíveis” e “educação superior”. Somente na última base foram localizados 08 (oito) trabalhos: 02 (dois) artigos e 06 (seis) dissertações de mestrado que citam

a securitização de recebíveis como fonte de recursos para instituições de ensino superior no Brasil.

O fato de somente na base eletrônica *Google Scholar* - não considerada base científica - terem sido encontrados trabalhos pode sinalizar que a academia ainda não está analisando detidamente ou ainda não foram publicadas mais pesquisas sobre o tema.

De maneira mais ampla sobre a securitização, a despeito da relevância em função dos volumes monetários envolvidos, tem havido pouca pesquisa na área (GORTON; METRICK, 2011).

1.5 Delimitação do estudo

Não é objeto deste trabalho discutir acerca das qualidades e defeitos das formas de avaliação implementadas no ensino superior brasileiro, mas evidenciar o fato de que num primeiro momento o Estado desincumbiu-se da oferta de novas vagas em cursos superiores por meio do aumento da participação privada, por não dispor de recursos suficientes para atender as demandas da sociedade.

Durante o governo do Partido dos Trabalhadores – PT, em especial durante os anos de 2010 à 2014, que na área educacional propiciou o acesso de um contingente maior da população a esses serviços, ampliou-se e facilitou-se a admissão ao FIES, incrementando consideravelmente as matrículas nos cursos de graduação em instituições de ensino superior privadas, o que veremos mais adiante neste trabalho.

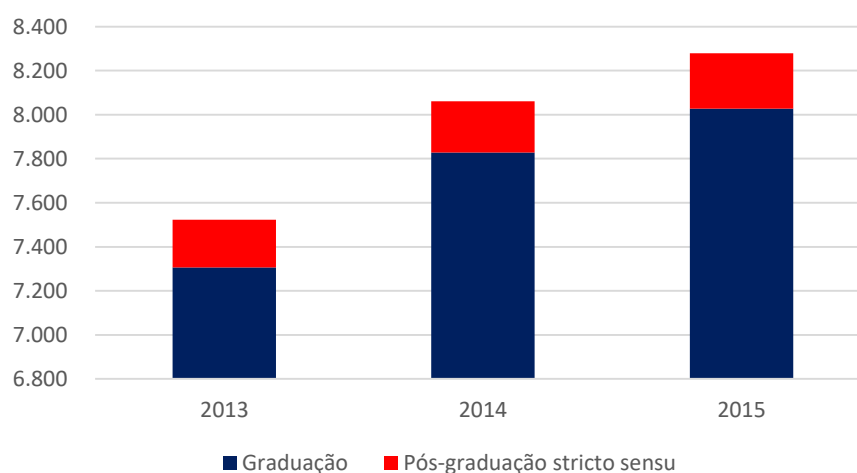
A crítica que se faz é de que a lógica do financiamento público ao ensino superior privado veio acompanhada da exigência de critérios mínimos de qualidade. Em outras palavras, antes de 2015 praticamente todas as instituições de ensino podiam beneficiar-se do FIES. Somente em 2015, com a crise fiscal do orçamento público, e a consequente falta de recursos, passou-se a atrelar o acesso aos recursos do FIES à classificação de alguns indicadores de qualidade das instituições de ensino e cursos, fornecidos pelo sistema de avaliação implantado (SINAES). Contudo tais alterações visaram resolver um problema de escassez de recursos e não uma mudança pautada por uma concepção educacional genuína preocupada com a qualidade do ensino ofertado.

Contudo parte-se da premissa de que as instituições de ensino têm interesse em manter padrões adequados de qualidade do ensino, com vistas a se mostrarem competitivas na atração de alunos, e ao mesmo tempo atender a todos os parâmetros estabelecidos pelos órgãos reguladores para que tenham autorização para o desenvolvimento de seus projetos educacionais. Ao garantir a qualidade do ensino, o aluno teria melhores condições de inserção na vida profissional, uma vez que o mercado de trabalho reconheceria a qualidade da formação recebida pelo graduado. Dessa forma, o egresso reuniria condições para cumprir os compromissos assumidos decorrentes de seu financiamento estudantil.

Entretanto não é objeto de estudo deste trabalho discutir se as IES brasileiras, atuantes prioritariamente no nível de graduação (ensino superior), ao implementarem a proposta do programa de financiamento estudantil apresentada, irão melhorar ou não a qualidade do ensino ofertado.

Por último, este estudo refere-se prioritariamente ao ensino superior brasileiro de graduação composto pelos bacharelados, licenciaturas e cursos de tecnologia, abrangendo as modalidades presencial e a distância, por representarem a maioria dos estudantes matriculados, conforme demonstrado na Figura 1, e na pós-graduação *stricto sensu* somam-se: mestrado profissional, mestrado e doutorado. Em consequência, guardadas as devidas proporções, a proposta apresentada poderá ser utilizada como fonte de recursos para o financiamento de alunos em cursos de pós-graduação *stricto* e *lato sensu* em instituições privadas brasileiras de ensino superior.

Figura 1 – Total de alunos matriculados por nível de ensino (em milhares)



Fonte: Elaborado pelo autor. Graduação – sítio eletrônico do INEP, Sinopses estatísticas <<http://portal.inep.gov.br/superior-censosuperior-sinopse>>, e Pós-graduação - sítio eletrônico da CAPES, ferramenta Geocapes <<http://geocapes.capes.gov.br/geocapes2/>>. Acessos em 12 dez. 2016.

1.6 Estrutura do trabalho

Este trabalho está estruturado em cinco capítulos:

Capítulo 1 – Introdução ao tema, problema de pesquisa, objetivos, justificativa e delimitação do estudo.

Capítulo 2 – Fundamentação teórica, abrangendo os aspectos educacionais (políticas educacionais) e financeiras (viabilização das políticas educacionais por meio da obtenção de recursos).

Capítulo 3 – Indicação do método de pesquisa utilizado com o intuito de responder às questões propostas.

Capítulo 4 – Apresentação dos resultados obtidos por meio das pesquisas empreendidas, bem como sua análise, considerando-se os objetivos definidos no capítulo introdutório.

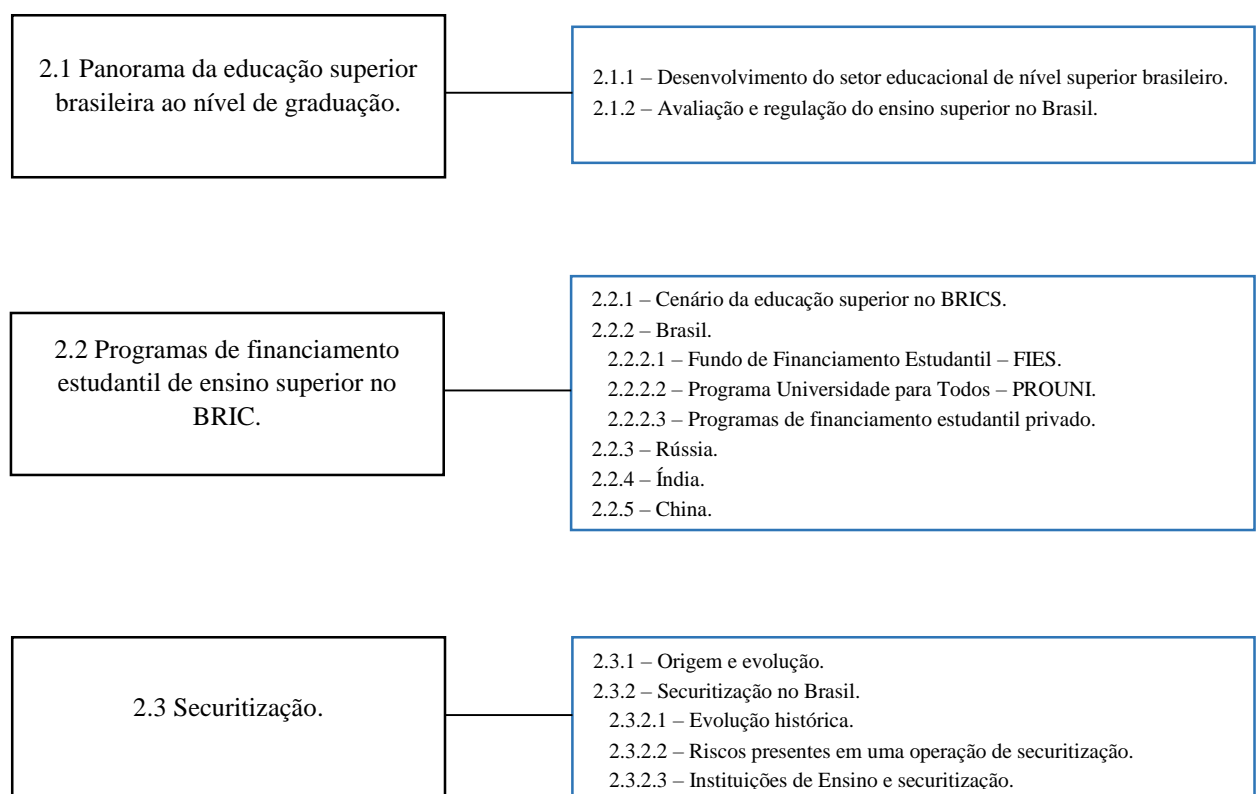
Capítulo 5 – Finalização do estudo com suas considerações, apresentação da proposta de um programa privado de financiamento estudantil, indicação das limitações e recomendações para pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este tópico do estudo apresenta as bases sobre as quais a pesquisa se fundamentou. Ao longo deste capítulo são abordados os temas da evolução do setor de ensino superior no Brasil, suas formas de avaliação e regulação. É apresentado o contexto atual da educação superior e os programas de financiamento estudantil existentes no BRIC, com uma descrição particularizada para cada país integrante do bloco econômico. Por último é retratado o conceito e origem da securitização, dados sobre sua evolução e segmentos econômicos abrangidos nos EUA, Europa e Brasil, bem como experiências de IES com o tema.

Na Figura 2, demonstram-se, de forma resumida, os tópicos abordados.

Figura 2 – Diagrama do Referencial Teórico



Fonte: Nielsen (2005, pág. 16), adaptada pelo autor.

2.1 Panorama da educação superior brasileira no nível de graduação

Neste ponto do trabalho são apresentadas as principais alterações ocorridas no setor educacional de ensino superior brasileiro nas últimas décadas, descrevendo-se o cenário em que se desenvolveram e as causas que proporcionaram o avanço do setor privado nesse nível de ensino, bem como referências ao marco regulatório do setor e critérios de avaliação institucionalizados.

2.1.1 Desenvolvimento do setor educacional de nível superior brasileiro

Segundo Dourado (2011), desde a sua oficialização, a educação superior no Brasil foi marcada por arranjos institucionais diversos, permeados por discussões referentes à sua dimensão, lógica e dinâmica organizacional, cujos desdobramentos possibilitaram a coexistência de universidades e instituições de ensino não universitárias, que atualmente se apresentam nos seguintes tipos de organização acadêmica: universidades, centros universitários (com a prerrogativa de autonomia para abertura de cursos e aumento do quantitativo de vagas) e faculdades isoladas.

De acordo com Mancebo, Vale e Martins (2015), uma característica importante da educação brasileira de 1995 até os dias atuais é a sua expansão. Como exemplo menciona-se que as matrículas no ensino superior registraram uma taxa de 262,52% de crescimento, de 1995 a 2010.

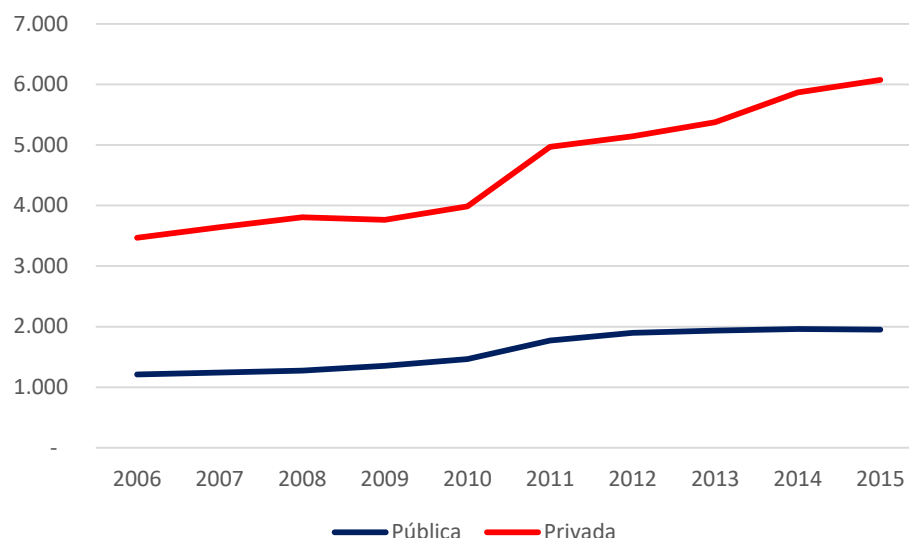
Por sua vez, Sguissardi (2008) destaca a regulação do setor como o traço mais marcante dessa expansão.

A expansão da educação superior no Brasil e a sua crescente privatização surgem para atender, a partir de 1980, as mudanças relativas à produção, valorização do capital e também pelo movimento no Estado brasileiro iniciado em 1995, e ainda em curso, de práticas de gestão na elaboração, implementação e avaliação de políticas públicas, entre as quais as que impactam o ensino superior (MANCEBO *et al.*, 2015).

O mencionado crescimento é ainda proporcionalmente maior se forem considerados somente os dados do setor privado, cujo aumento ficou em torno de 347,15% de 1995 a 2010 (MANCEBO *et al.*, 2015).

Para melhor visualizar-se essa evolução, apresenta-se a Figura 3, com os números das matrículas públicas e privadas no ensino superior nos últimos 10 anos.

Figura 3 – Evolução das matrículas (em milhares) nas IES públicas e privadas



Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados da Sinopse da Educação Superior. INEP

A partir de 1995, o cenário do setor ensino superior traduz-se por regulamentações pelo governo federal que contribuem para a intensificação da expansão das IES, especialmente do setor privado, imprimindo à educação superior as marcas da diversificação e diferenciação (DOURADO, 2011). No entanto, verifica-se com base na figura 3, que durante o período de 2006 à 2015, manteve-se a proporção de 3 matrículas privadas para cada 1 matrícula em IES públicas.

De acordo com Dourado (2011), alguns pontos relevantes são: as políticas de avaliação com base em testes padrões de desempenho dos alunos e avaliação das IES, novas formas de organização acadêmica, com a criação dos centros universitários, flexibilização dos processos de criação de IES e naturalização do segmento não universitário no ensino superior (centros universitários, faculdades integradas, faculdades isoladas e institutos). Quanto ao financiamento da educação superior, a política foi marcada pela destinação de recursos públicos para o financiamento do setor privado por intermédio do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), do crédito educativo, posteriormente substituído pelo Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) e a criação do Programa Universidade para Todos (PROUNI).

A oferta de cursos por instituições particulares passa pelo critério da lucratividade, fazendo surgir nas regiões mais desenvolvidas do país uma grande quantidade de cursos com apelo comercial, com contribuições limitadas para o desenvolvimento econômico, social e cultural do país e da região na qual está inserto, ao passo que regiões menos assistidas por cursos

superiores são preteridas. Além disso, o aspecto financeiro interfere na qualidade dos cursos ofertados (HELENE, 2011).

O fortalecimento da iniciativa privada deu-se também por meio do surgimento de grupos educacionais que buscam economias de escala, com o objetivo de oferecerem cursos baratos, mas com qualidade questionável (MANCEBO *et al.*, 2015).

Além disso a economia brasileira vem presenciando a participação de fundos de investimento atuando no setor educacional, o que se convencionou chamar de financeirização do setor, com a abertura do capital em bolsa de valores por parte de alguns desses grupos (MANCEBO *et al.*, 2015).

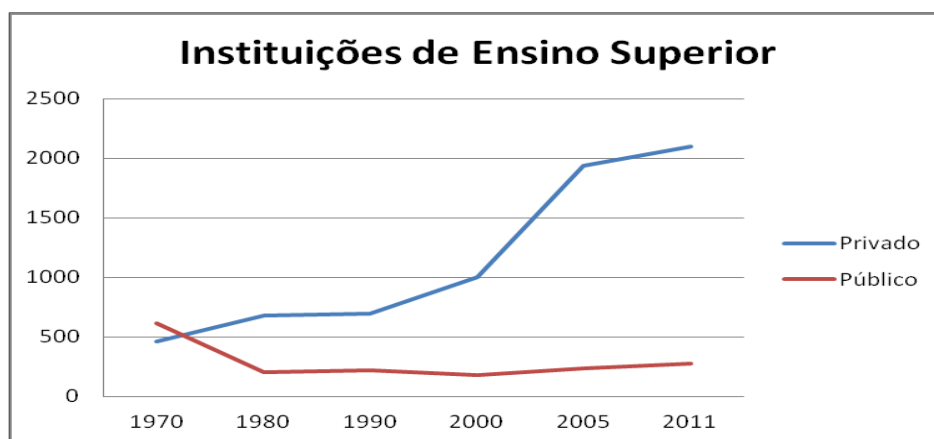
Do lado do setor público, a expansão foi fruto da implantação de algumas políticas como o Programa de Apoio a Planos de Reestruturação e Expansão das Universidades Federais (REUNI), criado pelo decreto presidencial n.º 6.096, de 24 de abril de 2007, cujos objetivos são (MANCEBO *et al.*, 2015):

- aumentar o número de estudantes de graduação nas universidades públicas;
- aumentar a relação estudante/professor em sala de aula para 18:1 em cursos presenciais;
- diversificar as modalidades oferecidas de cursos de graduação por meio da flexibilização de currículos, uso do Ensino a Distância (EaD), cursos de curta duração, ciclos básico e profissional, bacharelados interdisciplinares;
- criação de novo sistema de títulos;
- elevar a taxa de conclusão dos cursos de graduação para 90%;
- estimular a mobilidade estudantil entre as IES (públicas e privadas).

A contrapartida oferecida para as IES federais que aderissem ao REUNI era o aumento de até 20% nas despesas de custeio e pessoal (MANCEBO *et al.*, 2015).

Segundo Dourado (2011), a expansão do setor público abrangeu também o aumento e interiorização das instituições federais, como a criação de universidades federais, expansão e transformação dos Centros Federais de Educação (CEFET) em Institutos Federais de Educação (IFES).

Entretanto o predomínio das matrículas e instituições privadas teve sua marcha expansionista intacta, como pode ser visto na Figura 4, que compara o crescimento das instituições públicas e privadas para o período de 1970 a 2011 (DOURADO, 2011).

Figura 4 – Crescimento do número de IES

Fonte: Sampaio, 2012, pág. 3.

Consoante a Figura 4, percebe-se a inversão da quantidade de vagas ofertadas no ensino superior, que em 1970 eram na sua maioria oriundas de instituições públicas, e a partir de então ocorre uma redução no número das vagas oferecidas por essas instituições. Em movimento contrário, e num crescente exponencial, as vagas ofertadas pelo setor privado aumentaram durante todo o período apresentado, de forma que se apreende a necessidade cada vez maior, por se tratar de cursos pagos, de maior acesso ao crédito por parte dos estudantes para arcarem com os encargos educacionais.

Os atores privados, predominantes no setor de ensino superior, organizaram e orientaram a oferta de cursos com base nas seguintes premissas (SAMPAIO, 2000):

- transformação das instituições não universitárias em universidades;
- promoção da descentralização regional e interiorização das IES;
- aplicação e diversificação da oferta de cursos por meio da “fragmentação de carreiras”.

Quanto à fragmentação de carreiras, a partir de 2000 a estratégia passou a ser a concessão de *status* de formação superior a profissões de ofício, como: *chef de cuisine*, *somelier*, gastrônomos, *designer* de cabelo, *pâtissier* (doceiro/padeiro), profissionais de moda (estilistas, modistas, costureiras) entre outros (SAMPAIO, 2011).

O movimento de transformação de faculdades integradas e isoladas em universidades ou centro universitários, com a consequente autonomia de criação de cursos e ampliação do número de vagas, denota o senso de oportunidade dos mantenedores das IES privadas em se

desvencilharem do controle burocrático do Estado, possibilitando atender com a rapidez exigida à demanda do mercado (SAMPAIO, 2000).

Dentre as alterações no marco legal do ensino superior merece destaque o Decreto 2.306, de 19 de agosto de 1997, que dispõe no seu art. 1.º que as entidades mantenedoras podem assumir quaisquer das formas admitidas em direito, ou seja, de natureza civil ou comercial, e se constituídas sob a forma de fundação serão regidas pelo Código Civil. A partir disso as entidades passaram a ser classificadas em sem fins lucrativos e com fins lucrativos, concebendo três percepções (SAMPAIO, 2000):

- fomentou e legitimou a mercantilização do ensino superior;
- reconheceu, legalizou e regulamentou o ensino superior como atividade lucrativa;
- possibilitou maior lucratividade para a atividade de ensino, estabelecendo novas formas de controle para as IES privadas que se diferenciavam.

A consequência foi que, em especial a partir do ano 2000, dentre as IES privadas que representavam cerca de 90% do total de instituições no país, 40% passaram a ter finalidade lucrativa. A partir desse momento as mantenedoras transformaram as IES (mantidas) em mercadorias, com a possibilidade de serem vendidas e compradas no mercado. Essa autorização legal propiciou um movimento de consolidação no setor educacional por intermédio de fusões e aquisições, em que os 20 maiores grupos detêm quase 40% do alunado (SAMPAIO, 2012).

Esse fato reforça a preocupação que as pequenas e médias IES devem ter sobre a busca por formas alternativas de financiamento estudantil com o objetivo de aumentarem a captação de alunos, aumento da eficiência operacional com a redução no número de vagas ociosas e alavancagem de seus resultados econômico-financeiros para garantir a continuidade de suas organizações.

Para se ter uma ideia do potencial de crescimento disponível, atualmente somente 30% dos egressos do nível médio são absorvidos pelo ensino superior, portanto há um contingente de 70% de pessoas elegíveis, a cada ano, para o aumento das matrículas na educação superior (SAMPAIO, 2012).

A modalidade de Ensino a Distância (EaD) é outro ponto de destaque no processo de expansão do ensino superior, concebida como uma via privilegiada para promover o acesso,

expansão e transformação social por meio da educação. A partir de 2000 o número de matrículas passou a fazer parte das estatísticas oficiais com apenas 1.682 inscrições, para saltar em 2010 à quantidade de 930.179 matrículas (MANCEBO *et al.*, 2015).

Do lado da iniciativa privada, o argumento para o seu crescimento está relacionado com a busca por novos espaços para a expansão e realização de lucros, uma vez que a oferta de cursos presenciais já havia atingido o seu ponto de saturação nas regiões mais desenvolvidas do país (MANCEBO *et al.*, 2015).

O setor público também ampliou a oferta em EaD por meio da criação da Universidade Aberta do Brasil (UAB). A UAB não é uma nova instituição pública de ensino, mas uma rede nacional voltada para a educação superior a distância, que compreende formação inicial e continuada, formada pelas Instituições de Educação – IES – públicas, articuladas com polos municipais de apoio presencial (SEGENREICH, 2009).

Em 2005 ocorreu a primeira chamada pública para seleção dos polos municipais de apoio presencial e de cursos superiores de IES Federais na modalidade de Ensino a Distância, mas somente em 2006 o Decreto n.º 5.800 de 8 de junho de 2006, oficialmente instituiu o sistema UAB. O primeiro curso implantado foi de Administração, envolvendo 18 universidades federais e contou com uma oferta inicial de vagas da ordem de 10 mil (SEGENREICH, 2009).

Ainda, segundo Segenreich (2009), a UAB não é fruto de um projeto educacional e, sim, de uma política pública de expansão agressiva do quantitativo de vagas na rede pública de educação superior.

A estratégia para atrair a adesão das IES Federais dá-se com a promessa de ampliação das vagas docentes nas instituições que participarem do sistema da UAB (SEGENREICH, 2009).

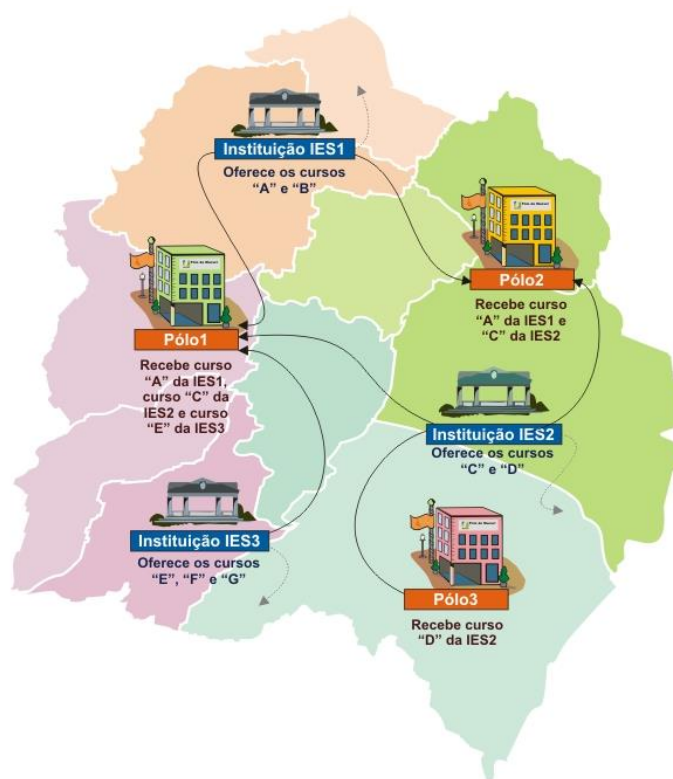
O funcionamento da UAB organiza-se por meio do estabelecimento de polos municipais de apoio presencial, com a presença física de tutores (presenciais) e tutoria a distância (virtual) pelas IES participantes, além da figura dos coordenadores de disciplinas, cuja remuneração ocorre por meio de bolsas, trazendo à tona a precarização do trabalho docente ao não se estabelecer um vínculo empregatício, com todos os direitos trabalhistas, para os agentes envolvidos (SEGENREICH, 2009).

De acordo com a página da UAB no sítio eletrônico da CAPES (2016):

O Sistema UAB funciona como articulador entre as instituições de ensino superior e os governos estaduais e municipais, com vistas a atender às demandas locais por educação superior. Essa articulação estabelece qual instituição de ensino deve ser responsável por ministrar determinado curso em certo município ou certa microrregião por meio dos polos de apoio presencial.

Na Figura 5 sintetiza-se esse funcionamento.

Figura 5 – Funcionamento da UAB



Fonte: Disponível em <<http://www.capes.gov.br/component/content/article?id=7837>>. Acesso em 28 ago. 2016.

Para se ter uma ideia da proporção alcançada pela UAB, em consulta ao sítio eletrônico da CAPES em 28 de agosto de 2016, constata-se que a rede se apresenta atualmente com 106 IES credenciadas, oferecendo 705 cursos superiores entre aperfeiçoamento, bacharelados, especialização, extensão, formação pedagógica, licenciaturas e tecnólogos, espalhados em mais de 613 polos municipais de apoio presencial.

2.1.2 Avaliação e regulação do ensino superior no Brasil

De acordo com Sobrinho (2010), a avaliação é a principal ferramenta da organização e implementação de reformas educacionais, capaz de produzir mudanças em currículos, metodologia de ensino, conceitos e práticas de formação, na gestão, estrutura de poder, modelos institucionais, nas configurações do sistema educativo, nas políticas e prioridades de pesquisa, nas noções de pertinência e responsabilidade.

Segundo Hood (2004), é possível conceituar regulação a partir de três mecanismos utilizados para a regulamentação de atividades e serviços do estado: (1) controle, consubstanciado em diretrizes governamentais; (2) competição, por meio da valorização de relações de mercado; (3) influência horizontal de pares, manifestada por meio de processos de autorregulação.

No caso do ensino superior brasileiro, fica claro que a regulação se vale do primeiro mecanismo, no qual o governo busca influenciar comportamentos sociais, pela aplicação e acompanhamento de normas impositivas por meio de um órgão público especialmente constituído (HOOD, 2004).

Por sua vez, Marback Neto (2007) afirma que avaliação é o levantamento de informações sobre o objeto que está sendo avaliado com o propósito de fornecer subsídios para a tomada de decisão, que tem por fim último a melhora do objeto sob análise.

Dessa forma, o ponto de intersecção entre avaliação (fornecimento das informações necessárias) e regulação governamental (assegurar a oferta de bens e serviços com determinado nível de qualidade) é a tomada de decisão. É certo que diversos atores, em diferentes níveis, utilizam-se das informações disponíveis para a tomada de decisão em particular (VERHINE, 2015).

A educação é um fenômeno humano e social perpassada por contradições e conflitos em virtude das várias concepções de mundo e interesses tanto dos indivíduos quanto dos grupos sociais. Na sociedade da informação em que o conhecimento adquiriu relevância como o principal motor da economia global, e do elevado grau de individualismo e competitividade presentes na sociedade atual, essas contradições se exacerbaram (SOBRINHO, 2010).

A educação superior tem enfrentado grandes e variadas contradições, tendo como cenário rápidas e profundas mudanças, escassez de recursos e perda da quase exclusividade da produção e socialização do conhecimento de que desfrutava (SOBRINHO, 2010).

O surgimento de IES diversificadas é resultado da pluralidade das demandas e expectativas enfrentadas pela educação superior. Diante desse cenário, verificou-se a constituição de diferentes IES públicas e privadas, tamanhos, financiadas de formas variadas e com diversos mantenedores (União, Estados, municípios, grupos religiosos, empresários etc.) que ofertam cursos presenciais ou a distância, de curta ou longa duração, atuando em poucas ou muitas áreas do conhecimento, com maior tendência à capacitação para o mercado de trabalho, podendo ainda atuar com ou sem finalidades lucrativas (SOBRINHO, 2010).

O setor empresarial privado com vistas a atender essa nova realidade, criou IES com diferenciações quanto a: imagem social, duração de cursos, qualidade dos serviços educacionais, preços, estilos administrativos e organizacionais. Contando com o estímulo do governo, a expansão privada foi o modelo predominante para o atendimento das demandas que se apresentaram (SOBRINHO, 2010).

Nesse cenário de transformação, a avaliação passa a desempenhar um papel central na operacionalização econômica da educação superior. Sua concepção e prática também alteram-se em razão das mudanças de contexto, uma vez que há implicação mútua entre avaliação e reforma (SOBRINHO, 2010).

No Brasil essa prática materializou-se com a Lei 9.131/95 que criou o Exame Nacional de Cursos (ENC), mais comumente chamado de Provão, que se tornou o instrumento central de avaliação da educação superior até 2003. O Provão era aplicado aos concluintes dos cursos de graduação com periodicidade anual, atingindo 26 áreas em seu último ano de realização. Aos resultados do exame somavam-se os relatórios das visitas *in loco* que versavam sobre as condições de ensino, análise do currículo, qualificação do corpo docente e da infraestrutura física das IES. A responsabilidade pela gestão desses instrumentos avaliativos estava afeita ao Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP), elevado à categoria de autarquia federal em 1997 (SOBRINHO, 2010).

A despeito de suas deficiências, o Provão produziu transformações importantes no modelo da educação superior, de forma que as IES passaram a importar-se com a posição obtida nos *rankings* produzidos pelos resultados, deixando de lado a preocupação com a formação

integral do cidadão-profissional, com o intuito de obter vantagens comparativas no concorrido mercado educacional (SOBRINHO, 2010).

Com a chegada de um novo governo nacional (Lula) ao poder em 2004, intensificaram-se as críticas ao Provão, o que criou um ambiente propício à mudança, que expressava duas aspirações da comunidade acadêmica: participação democrática e construção de um sistema de avaliação. Dessa forma foi criada uma Comissão Especial de Avaliação, cuja proposta culminou na promulgação da Lei 10.861, de 14 de abril de 2004, instituindo o Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior – SINAES (SOBRINHO, 2010).

O SINAES em sua concepção original propôs-se a ser um sistema de avaliação global e integrado, com a articulação de diversos instrumentos aplicados em momentos distintos do percurso formativo do estudante, buscando também a conexão entre avaliação e regulação, com vistas a produzir informações para servirem de apoio à formulação dos atos regulatórios. A mudança de paradigma consistiu na colocação da IES, considerada em sua totalidade, como foco central de avaliação, recuperando o conceito mais complexo de educação superior, que objetivava a formação integral do cidadão-profissional. Para tanto propunha a realização de avaliações institucionais internas e externas, de forma contínua, com a participação de diversos atores, como: professores, estudantes e funcionários das IES que, nas palavras de Sobrinho (2010, pág. 210), considerava as seguintes dimensões para avaliação:

- 1) missão e plano de desenvolvimento institucional;
- 2) políticas relacionadas ao ensino, pesquisa, cursos de graduação, pós-graduação e extensão;
- 3) responsabilidade social da instituição;
- 4) comunicação com a sociedade;
- 5) políticas de pessoal;
- 6) administração e organização institucional;
- 7) infraestrutura física;
- 8) planejamento e avaliação;
- 9) políticas de atendimento aos estudantes; e
- 10) sustentabilidade financeira.

Com a finalidade de coordenar e supervisionar o sistema de avaliação, o MEC criou a Comissão Nacional de Avaliação da Educação Superior (CONAES). Os instrumentos

avaliativos propostos foram: avaliação de cursos de graduação, com visita de comissões externas *in loco*, para averiguar as condições de ensino; o cadastro das IES; o censo da educação; o Exame Nacional de Desempenho de Estudantes (ENADE) e o questionário aplicado com o ENADE (SOBRINHO, 2010).

Entretanto o ENADE acabou ganhando destaque no processo avaliativo. Constituído de um exame nacional, aplicado a cada três anos para ingressantes e concluintes (por amostragem) dos cursos de graduação, tinha como referência padrões mínimos e propunha-se a dar uma noção aproximada do conhecimento agregado pelo curso na formação do estudante. Essa aplicação em dois momentos constitui a principal diferença em relação ao Provão, resultando numa avaliação dinâmica. Uma vez mais a mídia passou a elaborar *rankings* com base exclusiva nos resultados do exame, deturpando sua concepção original, o que depois veio a ser seguida pelo próprio MEC a partir de 2008, com a justificativa da dificuldade de operacionalização de vários aspectos propostos pelo SINAES (SOBRINHO, 2010).

Dada a falta de estrutura dos órgãos responsáveis pela avaliação dos cursos superiores, a aplicação plena do SINAES ficou prejudicada, sendo necessária a realização de ajustes em sua concepção original. Dentre eles merece destaque a criação do Conceito Preliminar de Cursos (CPC), pela Portaria Normativa do MEC n.º 04, de 5 de agosto de 2008, que se configura como um índice da qualidade dos cursos, com uma escala de 1 a 5, construído a partir de dados captados pelo censo da educação superior, do ENADE e do questionário que acompanha o exame, analisando a organização didático-pedagógica, perfil do corpo docente e instalações físicas. O principal objetivo do CPC é dispensar a visita *in loco* da comissão externa de avaliação para os cursos que lograrem obter conceito 3 (VERHINE, 2015).

Outro instrumento criado foi o Índice Geral de Cursos (IGC), pela Portaria MEC n.º 12, de 05 de setembro de 2008, calculado com base na média ponderada do CPC e das notas dos programas de pós-graduação, considerando o número de matrículas em cada curso como base para a ponderação. A finalidade do IGC é servir como parâmetro no caso de grandes divergências entre o resultado da avaliação conduzida pela comissão externa e o IGC da IES, o que desencadeia um processo de reavaliação do parecer exarado pela comissão (VERHINE, 2015).

Dessa forma, a avaliação proposta pelo SINAES acabou deturpada devido à falta de estrutura dos órgãos reguladores e fiscalizadores (MEC e INEP), com ênfase nos resultados do ENADE e na elaboração de *rankings*. Além disso, devido a serem indicadores facilmente

calculados, divulgados e compreendidos, o CPC e o IGC ganharam relevância maior do que a esperada, tanto na população em geral, quanto na regulação da educação superior (VERHINE, 2015), o que produziu a perda da função diagnóstica da avaliação, reduzindo a educação ao ensino e a formação à capacitação profissional (SOBRINHO, 2010).

2.2 Programas de financiamento estudantil de ensino superior no BRIC

2.2.1 Cenário da educação superior no BRICS

O acrônimo BRIC surgiu pela primeira vez num relatório do Banco de Investimentos *Goldman Sachs* em 2001, referindo-se ao Brasil, Rússia, Índia e China. Posteriormente, em 2011, foi acrescentada ao grupo a África do Sul, que passou a ser conhecido pela sigla BRICS (BAUMAN *et al.*, 2010).

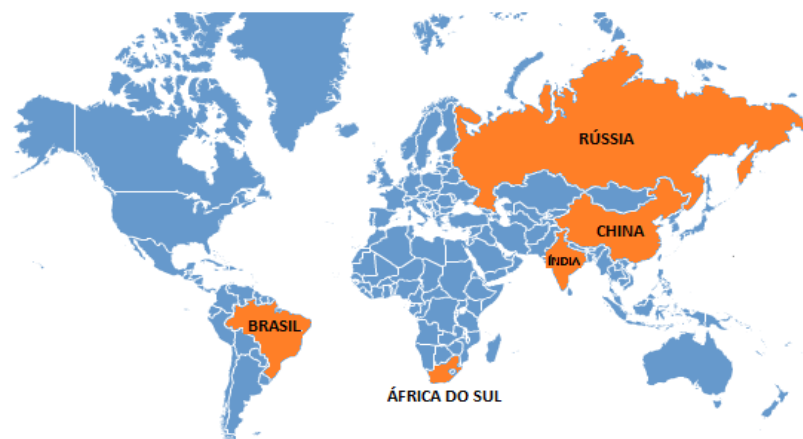
Esses países foram considerados, por meio da análise de indicadores econômicos combinados, economias emergentes propícias a receberem investimentos, (PRADO, 2014).

Segundo Benachenhau (2013), são seis os atributos para qualificar uma economia como emergente: diversificação da economia; intermediação eficaz do sistema financeiro; base agrícola forte; setor de telecomunicações robusto; alta produtividade das pequenas e médias empresas e uma política de abertura econômica.

O economista inglês Jim O'Neill, criador do acrônimo, posteriormente revisou seus estudos e concluiu que a evolução das economias representadas pelo BRICS superou o mais otimista dos cenários, pois o PIB agregado delas quadruplicou durante a última década (O'Neill, 2012).

Segundo Fonseca Júnior (2012, p. 14), algumas características singulares colaboram para a composição estratégica da geopolítica dos BRICS.

[...] A China é hoje um dos motores da economia internacional; a Rússia tem peso próprio em matéria de segurança, dada a dimensão de seu arsenal nuclear e relevância no mercado de energia; a Índia vale pelo peso demográfico e pela influência regional, além de ser a maior democracia 'real' do mundo; a África do Sul é ator estratégico em uma área crescentemente importante como produtora de *commodities*; e o Brasil é o ator fundamental em negociações sobre desenvolvimento sustentável ou comércio.

Figura 6 – Mapa-múndi com destaque para os BRICS

Fonte: Prado, 2014.

Além disso, os países integrantes do BRICS são identificados por apresentarem grandes dimensões geográficas e demográficas, tornando-se candidatos a terem uma importância cada vez maior no cenário mundial (BAUMAN *et al.*, 2010).

Em 2015 os cinco países representavam 42% da população mundial, como pode ser observado na Tabela 3.

Tabela 3 – BRICS e o aspecto demográfico - 2015

País	População (milhões)	%
China	1.371,2	18,66
Índia	1.311,1	17,85
Brasil	207,8	2,83
Rússia	144,1	1,96
África do Sul	55,0	0,75
Total da população dos BRICS	3.089,2	42,05
Total da população mundial	7.346,6	100

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados *World Development Indicators*, World Bank <<http://data.worldbank.org/>>. Acesso em 24 dez. 2016.

No aspecto da dimensão geográfica, ao menos três países podem ser considerados verdadeiros continentes, pois possuem área superior a 8 milhões de quilômetros quadrados conforme se verifica na Tabela 4.

Tabela 4 – BRICS e o aspecto geográfico

País	Área (km ² em milhões)
Rússia	17,1
China	9,6
Brasil	8,5
Índia	3,3
África do Sul	1,2

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos dados *World Development Indicators*, World Bank <<http://data.worldbank.org/>>. Acesso em 24.12.2016.

Por fim, quanto à variável econômica, os dados relativos a 2015 na Tabela 5 demonstram a importância significativa do BRICS na economia mundial, pois acumulam 30% do produto mundial bruto.

Tabela 5 – BRICS e a importância na economia mundial - 2015

País	Produto nacional bruto (em paridade do poder de compra - bilhões US\$)	%
China	19.731,4	17,29
Índia	7.905,6	6,93
Rússia	3.480,3	3,05
Brasil	3.129,1	2,74
África do Sul	707,8	0,62
Total do PNB dos BRICS	34.954,2	30,64
Total do PNB mundial	114.089,5	100

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos dados do *World Development Indicators*, *World Bank* <<http://data.worldbank.org/>>. Acesso em 24 dez. 2016.

Dessarte, as motivações que levaram à escolha desse grupo de países para a realização deste estudo, com base nas características apresentadas estão na Figura 7.

Figura 7 – Motivação da escolha dos países que compõem o BRICS



Fonte: Elaborada pelo autor.

Diante desse cenário, liderados pela Rússia, os países iniciaram uma aproximação política em 2006 com vistas a consolidar um projeto geopolítico utilizando-se da convergência das relações internacionais (LAVROV, 2012).

O tema da cooperação em educação apareceu pela primeira vez em novembro de 2013, quando os representantes do BRICS, reunidos na sede da UNESCO, acordaram que tanto o BRICS quanto a comunidade internacional seriam beneficiados com a colaboração na área educacional entre os 05 (cinco) países (UNESCO, 2014).

Em julho de 2014, quando houve a realização da 6.^a Cúpula do BRICS, em Fortaleza, Brasil, os líderes reunidos afirmaram a importância estratégica da educação para o crescimento econômico inclusivo e o desenvolvimento sustentável, identificando o ensino técnico e profissional como ingredientes vitais para o alcance desses objetivos, proporcionando uma aproximação maior do mercado de trabalho e a inclusão de classes sociais desfavorecidas na formação e no emprego (UNESCO, 2014).

Quanto ao ensino superior, o BRICS também destaca-se no panorama mundial. Atualmente mais de um em cada três estudantes vive nesses países. Entre 1999 e 2012, o número de matrículas no ensino superior quintuplicou na China, praticamente triplicou no Brasil, mais do que dobrou na África do Sul e cresceu mais de um terço na Federação Russa, o que representou 39,1% do total de estudantes do mundo em 2012 (UNESCO, 2014).

Na Tabela 6 pode ser visto o total de matrículas no ensino superior em cada um dos países e a respectiva taxa bruta de escolarização.

Tabela 6 – Indicadores educacionais do ensino superior no BRICS

País	N.º matrículas (em milhares)	Taxa Bruta de escolarização
Rússia	7.983	76%
Brasil	7.241	30%
China	32.586	27%
Índia	28.526	25%
África do Sul	n/d	19%

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Unesco, 2014, pág. 7. A taxa bruta de escolarização do Brasil relativa a 2012 foi obtida em <<http://www.observatoriodopne.org.br/metaspne/12-ensino-superior/indicadores>>. Acesso em 25 dez. 2016.

A falta de acesso ao ensino superior ainda persiste, o que pode inviabilizar as projeções de crescimento econômico e coesão social interna no âmbito dos países que compõem o BRICS. Aspectos como reformas econômicas, descentralização e privatização do ensino produziram desigualdades entre as escolas, com as camadas mais pobres da população sofrendo com maior intensidade as consequências de uma escolarização de baixa qualidade (UNESCO, 2014).

A continuidade desse quadro de privação de acesso ao ensino gera dois déficits, a saber: enfraquece as perspectivas de emprego, especialmente em setores com maior produtividade que oferecem melhores salários, de um grande contingente de jovens e adultos com poucas

habilidades e gera uma escassez de trabalhadores com as competências técnicas e profissionais exigidas pelos setores da economia com potencial de crescimento. As consequências são o baixo aproveitamento do bônus demográfico², e a limitação do crescimento econômico (UNESCO, 2014).

Dentre os aspectos comuns ao BRICS a população ganha especial relevância no tema educação, pois sua tendência influenciará nos esforços necessários para o fortalecimento do sistema educacional dos países. Cada um dos integrantes do BRICS situa-se num estágio diferente quanto à transição demográfica. Brasil, China e Rússia apresentam uma taxa de natalidade abaixo do nível de reposição, enquanto Índia e África do Sul somente alcançarão esse nível por volta de 2030 (UNESCO, 2014).

O Brasil e a China, dada a tendência de redução do número de crianças em idade escolar poderão centrar seus esforços na melhoria da qualidade em todos os níveis de ensino e maior oferta de vagas no ensino superior. A Rússia que, após uma crise de fertilidade na década de 1990, viu sua população de crianças pequenas (0-4 anos) aumentar um quarto a partir de 2000, será exigida a investir no aumento do seu sistema escolar. Na Índia, a população de crianças pequenas atingiu seu ápice em 2005 com tendência a diminuir até 2030; já a população de crianças (5-14 anos) deve permanecer até 2030. Essas condições são propícias ao direcionamento dos recursos na melhoria da qualidade do ensino primário e secundário. Entretanto haverá necessidade de investimentos para garantir as vagas necessárias no ensino superior para uma população de jovens (15-24 anos) que só se estabilizará em 2020. Por último, a África do Sul continua sofrendo um aumento no número de crianças em idade escolar, com a população de jovens crescendo até 2030, o que implicará um duplo esforço: investimentos na qualidade e aumento da capacidade do seu sistema de ensino (UNESCO, 2014).

De modo geral, quanto ao ensino superior, com vistas a alcançar um crescimento econômico equitativo e desenvolvimento sustentável, a prioridade política do BRICS deve ser a expansão da oferta e a formação de centros de excelência mundial de ensino e pesquisa, uma vez que há mais jovens terminando o ensino secundário e o mercado de trabalho necessita de trabalhadores com habilidades avançadas (UNESCO, 2014).

Nos cinco países que compõem o BRICS, o currículo do ensino superior é composto por bacharelado, mestrado e doutorado, sendo comparáveis entre si, entretanto os anos de

² Bônus demográfico é o período de tempo em que a população economicamente ativa de um país aumenta e simultaneamente ocorre uma redução no número dos dependentes (crianças e idosos).

estudo necessários para a obtenção de cada grau varia entre os países e em função da área de conhecimento, conforme pode ser visto no Quadro 2 (UNESCO, 2014).

Quadro 2 – Estrutura do ensino superior no BRICS

Brasil	Rússia	Índia	China	África do Sul
Graduação / Graduado: Diploma de bacharel (3-6 anos), Licenciatura (3-4 anos), Tecnólogos (2-3 anos). Pós-Graduação (1-2 anos): ou <i>Lato sensu</i> ou <i>Stricto sensu</i> (Mestrado, necessário para doutorado) Doutorado (3-4 anos)	Graduação (4 anos): Diploma de bacharel. Pós-Graduação (2 anos): Mestrado e Doutorado (2 níveis)	Graduação: Diploma de bacharel (1-3 anos, Até 4-5 em áreas profissionais, por exemplo. Engenharia, Arquitetura, Medicina). Pós-Graduação: Mestrado (2 anos). Doutorado	Graduação (4-5 anos): Diploma de bacharel. Pós-Graduação (3 anos): Mestrado (3-5 anos): Doutorado Programas sem obtenção de grau (2-3 anos) Também existem em nível de Graduação.	Graduação (3-5 anos, dependendo da área): Diploma de bacharel. Pós-Graduação (pelo menos 1 ano): Mestrado. Doutorado (pelo menos 2 anos)

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Unesco (2014, pág. 83).

No tocante às responsabilidades com a educação, há uma distribuição em vários níveis, desde ministérios nacionais, autoridades subnacionais até as comissões de nível escolar, isso devido aos membros do BRICS terem estruturas complexas quanto a finanças e governança, em decorrência do tamanho dos países do bloco (UNESCO, 2014).

A definição de prioridades e coordenação das autoridades subnacionais estão a cargo dos ministérios nacionais de educação, que podem implementar diretamente programas de financiamento e atuar em campanhas nacionais com a provisão de recursos, desempenhando a atividade de gestão do ensino superior, enquanto os demais níveis de ensino (pré-primário, primário e secundário) são atribuídos aos estados, províncias e autoridades locais (UNESCO, 2014).

As despesas públicas com a educação são um reflexo de prioridades políticas e disponibilidade de recursos. De um lado temos o Brasil e a África do Sul que destinam cerca de 6% do Produto Interno Bruto (PIB), e de 15% a 20% da sua despesa pública com educação, alcançando, com isso, padrões de referência mundial. De outro lado, China e Índia, apesar de carregarem menos recursos públicos ao sistema de ensino, conseguiram financiar investimentos relevantes em educação nos últimos anos, devido ao fato de possuírem PIB mais altos e de mais rápido crescimento do que os primeiros. Por último, o padrão de despesas com educação da Rússia é compatível com o restante da Europa, apesar de se situar no limite inferior (UNESCO, 2014).

Na Tabela 7 ilustra-se o percentual de despesas públicas despendido com educação em cada um dos países integrantes do bloco, com destaque para o ensino superior.

Tabela 7 – Despesa pública em educação

	Despesa pública total em educação				% da despesa pública corrente
	% do PIB		% das despesas públicas totais		Ensino Superior
	1999	2012	1999	2012	2012 ou ano mais recente disponível
Índia	4,3	3,4	16,3	11,3	37,6
Rússia	2,9	4,1	9,0	12,0	23,1
Brasil	3,9	5,8	9,5	14,6	16,4
África do Sul	6,0	6,6	n/d	20,6	11,9
China	1,9	3,7	11,4	16,3	n/d

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Unesco, 2014, pág. 16.

Finalizando a contextualização do bloco econômico do BRICS quanto ao panorama educacional, como mencionado a África do Sul foi incorporada somente em 2011, tendo sido sua integração motivada por razões políticas, ou seja, sem levar em consideração os aspectos presentes no relatório desenvolvido por O'Neill para o *Goldman Sachs*, razão pela qual, apesar de muitos dados sobre o país já terem sido apresentados, a pesquisa a respeito dos programas de financiamento estudantil sul-africanos não será contemplada neste estudo (PRADO, 2014).

2.2.2 Brasil

2.2.2.1 Fundo de Financiamento Estudantil – FIES

Conforme Silva, Piscopo e Serra (2015), o governo federal, por intermédio do Ministério da Educação (MEC), foi o responsável pela expansão das IES privadas, adotando medidas que concediam isenções fiscais e liberando-as para passarem a atuar como empresas comerciais, com o objetivo do cumprimento das metas contidas no Plano Nacional da Educação (PNE).

De acordo com Queiroz (2015), os organismos internacionais com o argumento da democratização do acesso ao ensino recomendaram medidas como a eliminação das fronteiras entre o público e o privado, a compra de vagas públicas em instituições privadas, com a consequente formação da classe trabalhadora em instituições de ensino massificado e nas quais está presente a lógica do lucro.

O primeiro programa de financiamento estudantil que seguia a lógica da concessão de crédito a estudantes para cursarem o ensino superior em IES privadas foi o Programa de Crédito Educativo (PCE) em 1975. Esse programa foi reformulado durante o governo Collor pela Lei n.º 8.436, de 25 de junho de 1992, transformando-se no Programa de Crédito Estudantil para estudantes carentes (CREDUC), pelo qual os encargos educacionais podiam ser financiados numa proporção de 50% a 100%, e teve seu término em 1997 (QUEIROZ, 2015).

O FIES foi criado por meio da Medida Provisória n.º 1.827, de 27 de maio de 1999, convertida na Lei n.º 10.260, em 2001, e desde então passou por diversas alterações que reforçaram o empresariamento, privatização e mercantilização da educação superior brasileira (QUEIROZ, 2015).

Com vistas ao cumprimento das metas pactuadas no PNE, era necessário induzir a população das classes mais desfavorecidas economicamente a ingressar no ensino superior, o que só foi possível com a criação do PROUNI e das alterações ocorridas no FIES, como o financiamento de 100% das mensalidades escolares e a dispensa da apresentação do fiador para os estudantes das classes mais desfavorecidas economicamente, que passaram a dispor da opção de adesão ao Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo - FGEDUC (SILVA *et al.*, 2015).

As alterações promovidas a partir de 2010 no programa do FIES, que criaram as condições necessárias para o maior acesso da classe de menor renda ao ensino superior, e foram responsáveis pelo crescimento exponencial do programa, podem ser visualizadas no Anexo 1.

Segundo a lei que rege o FIES, as instituições de ensino privadas recebem títulos do tesouro nacional (Certificados Financeiros do Tesouro Nacional, série E – CTF-E), para o pagamento dos encargos educacionais cobrados dos alunos, encargos que podem ser trocados por dinheiro ou utilizados para a quitação de tributos federais. Ressalte-se que os certificados são corrigidos pelo Índice Geral de Preços ao Mercado (IGP-M).

Os cursos que podem participar do FIES são aqueles que tenham obtido conceito maior ou igual a 3 no Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior (PONTUSCHKA, 2016).

Ampliando a política neoliberal, durante o governo Lula foram realizadas alterações no programa que cediam aos interesses das entidades representativas do ensino superior privado; entre elas, a introduzida pela Portaria Normativa n.º 02, de 31 de março de 2008, que concedeu o financiamento para a parcela não abrangida pelas bolsas de 50% do PROUNI.

Do ponto de vista do tomador do financiamento, ou seja, o aluno, as condições são as dispostas no Quadro 3.

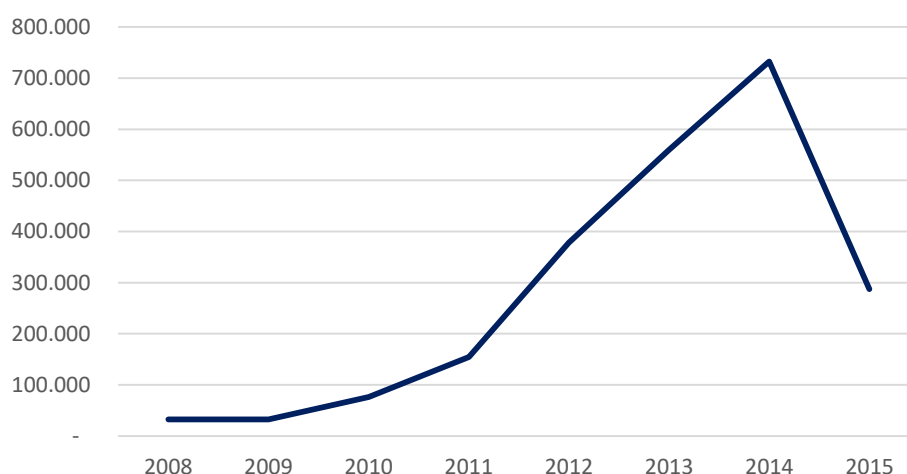
Quadro 3 – Condições do FIES

Um estudante que financiou todo o curso com duração de 4 anos	
Durante o curso	Pagamento trimestral de até R\$ 150,00.
Carência	Nos 18 meses após a conclusão do curso, o estudante pagará, a cada três meses, o valor máximo de R\$ 150,00.
Amortização	Ao final da carência, o saldo devedor do estudante será dividido em até 12 anos [3 x 4 anos (período financiado do curso)].

Fonte: Elaborado pelo autor com base em <<http://sisfiesportal.mec.gov.br/condicoes.html>>. Acesso em 03 jan. 2017.

Uma alteração determinante na expansão dos contratos do FIES foi a retirada da exigência do fiador para os alunos de baixa renda ou de cursos de licenciaturas, que passaram a ser garantidos pelo Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo (FGEDUC), criado pela Lei n.º 12.087, de 11 de novembro de 2009 (conversão da Medida Provisória n.º 464, de 2009). A cobertura inicial de 80% foi ampliada para 90% pela Lei n.º 12.712, de 2012. O aumento da quantidade de contratos do FIES é demonstrado na Figura 8.

Figura 8 – Evolução da quantidade de contratos do FIES



Fonte: Elaborada pelo autor com base nas Prestações de Contas Ordinárias anuais de 2007, 2014 e 2015. Disponível em <http://portal.mec.gov.br/index.php?option=com_content&view=article&id=14949&Itemid=1064>. Acesso em 03 jan 2017.

Percebe-se, com base na Figura 5, que a partir de 2010 ocorreu um crescimento, em grande escala, de novos contratos do FIES, contudo em 2015 houve uma queda brusca na

quantidade de novas contratações, que, segundo estudos realizados, tiveram impactos negativos na captação de alunos, lucratividade e no fluxo de caixa da segunda maior IES privada do país (SILVA *et al.*, 2015).

A redução significativa do número de matrículas no ensino superior em 2015 ocorreu devido às mudanças nos critérios de elegibilidade, como a exigência de nota mínima no Exame Nacional de Nível Médio (ENEM) de 450 pontos, e obter nota diferente de zero na redação, somadas ao contingenciamento de repasses do FIES para as IES, referentes às mensalidades do segundo semestre de 2014, além do nível de incerteza gerada pelo desconhecimento da regulamentação dessas medidas (SILVA *et al.*, 2015).

2.2.2.2 Programa Universidade para Todos – PROUNI

O programa, criado pela Lei 11.096 de 13 de janeiro de 2005 (Brasil, 2005), tem como objetivo a oferta de bolsas de estudo integrais ou parciais a estudantes de baixa renda, sem diploma de ensino superior, em instituições de ensino privadas. Vale ressaltar que as bolsas oferecidas podem ser em cursos presenciais ou na modalidade a distância.

Os requisitos básicos exigidos dos postulantes para participar do programa são:

- ser aprovado no Exame Nacional do Ensino Médio – ENEM, com a nota mínima de 450 pontos;
- possuir renda familiar *per capita* de até três salários mínimos;
- ter cursado todo o ensino médio em escola pública, ou particular, desde que beneficiado com bolsa de estudo integral, ou ser portador de deficiência, ou, ainda, ser professor da rede pública de ensino básico.

Segundo Catani *et al.* (2006), o PROUNI foi o carro-chefe do governo Lula na democratização da educação superior brasileira, promovendo uma política pública de acesso à educação superior, mas tendo como principal falha o descaso com a permanência desse estudante no ensino. Além disso, os autores afirmam que os cursos de formação universitária oferecidos pelas instituições particulares são de baixa qualidade tendo como pano de fundo o atendimento às demandas imediatas do mercado.

Para os alunos com renda familiar *per capita* de até um salário mínimo e meio, as bolsas concedidas são integrais; já as bolsas parciais de 50% são destinadas a estudantes com renda familiar de até três salários mínimos por pessoa. E, ainda, existem bolsas parciais de 25% para

cursos cuja mensalidade seja de até R\$ 200,00 (duzentos reais). Para a manutenção do benefício, o estudante deve manter um aproveitamento de no mínimo 75% nas disciplinas cursadas.

Em 2006 foi instituída a bolsa-permanência para cursos presenciais que oferecessem carga horária diária de no mínimo 6 horas e seis semestres de duração para os estudantes beneficiados com bolsa integral, o que não foi suficiente para garantir a continuidade dos estudos contemplados (CATANI *et al.*, 2006).

A contrapartida das instituições particulares de ensino que ofertam as bolsas de estudo por meio do PROUNI é a isenção a determinados tributos, retomando uma política governamental de benefícios ao setor privado e promovendo uma intensificação da privatização do ensino superior (CATANI *et al.*, 2006).

Ainda, segundo Catani *et al.* (2006), o projeto de lei do PROUNI recebeu 292 emendas que visavam sempre beneficiar as mantenedoras de instituições de ensino particulares, o que acabou por desfigurar o projeto inicial, fazendo com que ficasse limitado a uma política assistencialista de acesso do estudante ao ensino superior relegando a um segundo plano sua permanência e a qualidade dos cursos oferecidos.

Um dos pontos mais polêmicos quanto ao PROUNI está no artigo 13 da Lei 11.096, de 13 de janeiro de 2005 (Brasil, 2005), que concede privilégios às instituições sem fins lucrativos permitindo que se transformem em instituições que visem ao lucro, passando a recolher de forma gradual, na base de 20% ao ano, cumulativamente, a cota patronal das contribuições previdenciárias sobre a folha de pagamento, até atingirem 100% de recolhimento.

O maior exemplo desse favorecimento à expansão do ensino privado é a Universidade Estácio de Sá que, na época da promulgação da lei, contava com mais de 100 mil alunos e mudou seu estatuto, convertendo-se de entidade assistencial para entidade com fins lucrativos. Com isso, além do benefício descrito, ainda teve reduzida de 20% para 8,5%, de participação no seu faturamento como obrigatoriedade na oferta de bolsas ao PROUNI. Mais recentemente, a Estácio de Sá era a segunda maior instituição privada do país com aproximadamente 500 mil alunos até ser adquirida pelo maior grupo privado do ensino superior brasileiro, a Kroton (SILVA *et al.*, 2015).

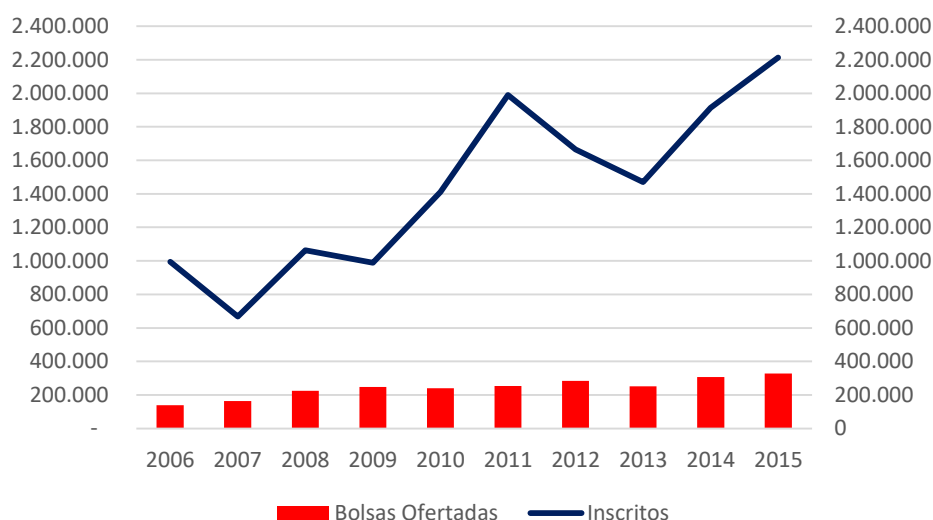
Segundo Valente e Helene (2005), o PROUNI aumentou as isenções fiscais para as instituições de ensino privadas, que cometem diversas irregularidades, como remuneração

ilegal dos sócios, falta de transparência na prestação de contas e na concessão de bolsas de estudo próprias, entre outras.

É possível depreender, ao analisar-se a Figura 9, que desde 2010 a procura por bolsas do PROUNI tem aumentado, sem o correspondente incremento nas bolsas disponíveis. Em 2015 foi registrada a maior diferença da série histórica entre procura e oferta no PROUNI. Combinando-se com os dados apresentados na Figura 8, essa constatação pode indicar a busca por estudantes que antes se enquadravam nas regras do FIES, e que a partir das mudanças implementadas não mais atendem os critérios de elegibilidade, ou mesmo pela redução da oferta de vagas no FIES, fazendo com que esses indivíduos, a grande maioria sem condições de arcarem integralmente com os encargos educacionais dos cursos ofertados por IES privadas, passassem a concorrer pelas vagas no PROUNI.

Na Figura 9, a evolução do número de bolsas ofertadas pelo PROUNI e o número de inscritos nos últimos 10 anos.

Figura 9 – Prouni – Inscritos x Bolsas ofertadas



Fonte: Elaborada pelo autor com base no site eletrônico do PROUNI <<http://prouniportal.mec.gov.br/dados-e-estatisticas>>. Acesso em 27 jan 2017.

2.2.2.3 Programas de financiamento estudantil privado

Neste item serão apresentados os principais programas de financiamento estudantil privados existentes em âmbito nacional, ressalte-se que as informações apresentadas foram compiladas dos sítios eletrônicos das organizações que se propõem a oferecer os programas.

Entre as instituições bancárias, apenas 03 (três) possuem algum tipo programa de financiamento estudantil privado, a saber: Banco Bradesco S.A.; Banco Itaú S.A. e Banco Santander (Brasil) S.A.

O Banco Itaú S.A. não oferece diretamente o financiamento estudantil. Em visita a seu sítio eletrônico, a opção disponível para universitários é um crédito pessoal padrão. No entanto o grupo Itaú tem sua participação nesse mercado, a partir de 2010, por meio de uma parceria com a empresa Ideal Invest S.A., gestora do programa de crédito universitário PRAVALER. O sítio eletrônico da Ideal Invest traz as principais informações sobre a empresa, além da cronologia de suas atividades expressas na Figura 10.

A Ideal Invest existe desde 2001, com o objetivo de trazer soluções financeiras para o setor de educação.

Ao longo desses anos de atuação, acumulou uma sólida experiência na gestão de cinco FIDCs (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios). Atualmente, é gestora de três FIDCs, todos com foco no setor de crédito estudantil, sendo o FIDC Crédito Universitário responsável pelo programa PRAVALER e principal fundo da gestora. Desde o início das atividades, foram emitidas 14 séries de cotas seniores e 1 emissão de cota mezanino no FIDC, com pagamento de todas amortizadas de acordo com o cronograma.

É especialista na análise, aquisição e manutenção de direitos creditórios educacionais, lastreados em pagamentos de mensalidades ou parcelas de financiamentos estudantis.

A empresa detém alta reputação por seu conhecimento de mercado e possui investidores como Itaú, IFC, Victoria Capital, Ribbit Capital, além de ex-executivos de bancos.

Figura 10 – Cronologia das atividades da Ideal Invest



Fonte: Disponível em <<http://instituicao.idealinvest.com.br/>> Acesso em 25 jan. 2017.

Constata-se, com base na Figura 10, que a principal estratégia de captação de recursos da Ideal Invest, para o desenvolvimento de seus serviços (financiamento estudantil), é a utilização dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC); pela sua atividade situa-se, entretanto, como uma intermediária entre o mercado de capitais e as IES, continuando a ocorrer nesse modelo de negócio a intermediação financeira.

As informações a respeito do programa de crédito universitário PRAVALER estão disponíveis em seu sítio eletrônico (<http://www.creditouniversitario.com.br/>), no qual é possível realizar simulações do financiamento, localizar as faculdades parceiras e realizar o cadastro do pretendente para obter o crédito estudantil.

Ressalte-se que as condições de financiamento, em especial quanto ao item juros varia de acordo com a faculdade na qual o aluno se inscrever, pois existe a modalidade de isenção total de juros, juros parcialmente subsidiados pela IES, e juros totais cobrados do aluno. No Quadro 4 são apresentadas as condições obtidas em uma das simulações realizadas.

Quadro 4 – Condições do crédito universitário PRAVALER

Item	Condição
1	A aquisição do crédito universitário PRAVALER está sujeita à análise, aprovação de crédito e condições vigentes do programa PRAVALER na época de sua contratação.
2	A condição sem juros pode ser exclusiva para calouros e cursos específicos, podendo haver limitação de vagas. A validação está sujeita à análise da Instituição de Ensino. Consulte as condições disponíveis.
3	Os juros do financiamento em todas as contratações semestrais são integralmente subsidiados pela Instituição de Ensino, não havendo incidência para o aluno.
4	O PRAVALER não garante a contratação de todos os semestres/períodos do curso, tampouco a manutenção das mesmas condições contratuais a cada nova contratação.
5	O valor das parcelas do crédito universitário PRAVALER está diretamente relacionado ao valor da mensalidade vigente na época da contratação. Na hipótese de haver valor divergente, prevalecerá sempre o valor da Instituição de Ensino.

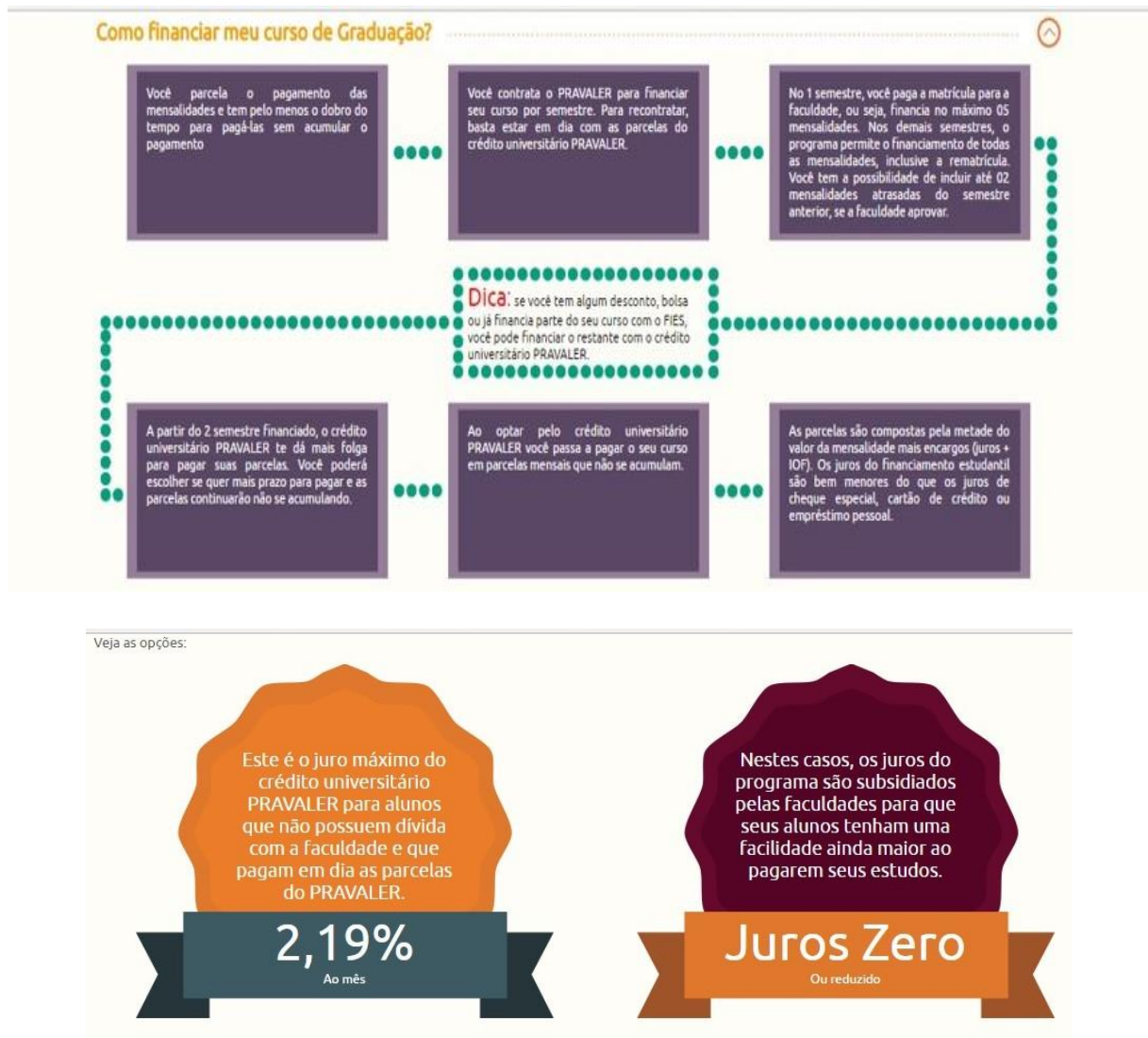
6	As parcelas são corrigidas pelo IPCA (Índice de Preço ao Consumidor Amplo) a cada 12 meses da data de assinatura de cada contrato.
7	A presença e a continuidade do crédito universitário PRAVALER depende da manutenção da parceria entre a Ideal Invest e a Instituição de Ensino.
8	Leia as condições definitivas em seu contrato, as quais serão válidas para o respectivo semestre/período nele indicado, bem como a incidência de eventuais encargos sobre a forma de pagamento.

Fonte: Elaborado pelo autor com base no sítio eletrônico do PRAVALER

<<http://www.creditouniversitario.com.br/simulador/>>. Acesso em 25 jan. 2017.

Em outro sítio eletrônico do mesmo programa, (<https://www.portalpravalor.com.br/credito-universitario>), é possível obter outras informações a respeito do programa, que são apresentadas na Figura 11.

Figura 11 – Como financiar o curso de graduação



Fonte: Disponível em <<https://www.portalpravalor.com.br/credito-universitario>>. Acesso em 25 jan. de 2017.

O grande atrativo para os alunos interessados é a perspectiva de financiar seus estudos com juros zero, apenas corrigidos pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), entretanto esta modalidade consome recursos da IES que subsidia os juros da operação. O custo médio³ para as IES pode variar de 25% (juros parcialmente subsidiados) a 44% (juros totalmente subsidiados) da receita gerada pelo aluno ao longo da duração do curso, o que representa um alto índice de renúncia de receitas, que pode inviabilizar a parceria, devido à corrosão da margem de lucro da IES.

O Banco Bradesco apresenta o programa de financiamento estudantil de maneira estruturada, cujas informações podem ser obtidas em seu sítio eletrônico (<https://universitario.bradesco/html/cub/produtos-servicos/emprestimo-financiamento/credito-universitario-bradesco.shtm>).

As principais características do programa são apresentadas no Quadro 5.

Quadro 5 – Principais características do programa de financiamento estudantil do Bradesco

Item	Descrição
1	12 meses para pagar o semestre, com débito automático em conta corrente.
2	Vencimento da 1ª parcela em 30 dias após a contratação.
3	Taxa de juros de acordo com o convênio entre o banco e a IES.
4	IOF financiado e adicionado ao valor das parcelas.
5	Disponível para correntistas com idade mínima de 18 anos.
6	Financiamento em nome do responsável legal, caso tenha 17 anos ou menos, ou não tenha como comprovar renda.

Fonte: Elaborado pelo autor com base no sítio eletrônico <<https://universitario.bradesco/html/cub/produtos-servicos/emprestimo-financiamento/credito-universitario-bradesco.shtm>>. Acesso em 25 jan. 2017.

A título de se obterem mais detalhes, realizou-se uma simulação de crédito estudantil no sítio eletrônico do Banco Bradesco, considerando uma mensalidade de R\$ 2.081,17, cujos resultados estão apresentados na Figura 12.

³ Dados obtidos pelo pesquisador em 2015, quando atuava como gestor financeiro de uma IES, na ocasião da realização da parceria.

Figura 12 – Resultado da simulação do financiamento estudantil no Banco Bradesco



Fonte: Sítio eletrônico <<https://banco.bradesco/html/classic/produtos-servicos/emprestimo-e-financiamento/encontre-seu-credito/simuladores-educacao-viagens.shtm#box-uni-bradesco>>. Acesso em 25 jan. 2017.

Por último, dentre as instituições bancárias, o sítio eletrônico do Banco Santander (<https://www.santanderuniversidades.com.br/produtos-e-servicos/universitarios>), apresenta o Credi-Universidade, cujas principais características são apresentadas no Quadro 6.

Quadro 6 – Principais características do Programa Credi-Universidade do Banco Santander

Valor do crédito	Até R\$ 2.000,00
Prazos	De 2 à 36 meses
Forma de pagamento	Parcelas mensais e sucessivas, debitadas em conta corrente.
Taxa de juros	2,2915% a.m. (até 24 meses); 2,8972% a.m. (até 36 meses).

Fonte: Elaborado pelo autor com base no sítio eletrônico do Banco Santander <<https://www.santanderuniversidades.com.br/produtos-e-servicos/universitarios>>. Acesso em 25 jan. 2017.

O nível de detalhamento das informações encontradas no sítio eletrônico do Banco Santander é bastante limitado e não explica como se dá a análise do crédito, se há necessidade de fiadores, carência etc.

Em pesquisa com a ferramenta de buscas *Google*, e na página do Fórum dos Executivos Financeiros para as IES privadas do Brasil - FinancIES (<http://financies.com.br/2016/>), aparecem outras organizações que ofertam programas de bolsas e crédito educativo. Entre elas,

a Educa Mais Brasil (<https://www.educamaisbrasil.com.br/>) e a Fundacred (<https://portal.fundacred.org.br/estudante-web/#/>). Entretanto tais organizações não ofertam programas de financiamento estudantil propriamente ditos; suas atividades consistem em administrar, mediante convênio, vagas ociosas nas IES, ou a concessão de crédito próprio das IES.

Dessarte, dados os objetivos deste trabalho, e a premissa de que as IES, especialmente, as pequenas e médias não dispõem de recursos próprios para financiar seus alunos, esses programas (Educa Mais Brasil e Fundacred) não serão abordados.

2.2.3 Rússia

Este tópico tem por objetivo destacar algumas características relevantes do sistema de ensino superior da Rússia, relatar os principais dilemas no âmbito educacional que a sociedade russa está enfrentando em decorrência das mudanças no cenário econômico, e informar sobre a situação da questão acerca do financiamento estudantil, entendido como aquele em que ocorre um reembolso dos custos pelos alunos. Para tanto, foram privilegiados artigos científicos recentes cujo período de publicação situou-se entre 2010 e 2016.

Ao se estudar o cenário da educação superior na Federação Russa⁴ (neste trabalho a expressão Rússia e Federação Russa serão utilizadas como sinônimas), não se pode esquecer do contexto em que ela está envolvida. São dois os principais pontos a serem considerados: a abertura econômica iniciada em 1991, que ainda está em curso, e o fato de a Rússia estar inserida no Espaço Europeu de Ensino Superior, lançado em 2010, por ocasião do 10.º aniversário do Processo de Bolonha.

Até o presente, a Rússia não se tem mostrado capaz de definir um modelo eficaz quanto ao ensino superior: se deve considerá-lo um bem público ou um serviço (SENASHENKO e TKACH, 2012).

O sistema de educação é um recurso importante no desenvolvimento econômico, além de ser um meio de adaptação social, especialmente na sociedade do conhecimento, pós-industrial. E um dos principais problemas na implementação de uma educação capaz de atingir esses objetivos diz respeito ao seu financiamento (SENASHENKO e TKACH, 2012).

⁴ A Federação Russa é formada por um conjunto de 88 divisões.

A sociedade russa vê-se em meio a uma mudança em seu sistema de ensino superior que se deslocou do Estado para um modelo que opera em condições próximas ao de mercado, suscitando inúmeras reações na comunidade acadêmica (SENASHENKO e TKACH, 2012).

Uma concepção a respeito da educação como bem público ou como serviço é a de que, do ponto de vista de mercado, proporcionar educação gratuita é um absurdo, pois a principal forma de uma instituição de ensino auferir renda é por meio da cobrança de seus serviços; além do mais, “uma instituição educacional é um participante ativo da economia” (ZHURAVLEVA, 2009 *apud* SENASHENKO e TKACH, 2012).

Em outras palavras, qualquer organização tem ativos fixos, gerencia gastos, faz planejamentos financeiro e estratégico, constituindo-se num agente econômico (SENASHENKO e TKACH, 2012).

Durante a vigência da União Soviética, todo o sistema de ensino era público, sem qualquer vestígio de relações de mercado, tendo o Estado lidado com o problema de alocar os graduados em empregos (SENASHENKO e TKACH, 2012).

A constituição russa e a legislação específica determinam a política de educação no país, entretanto em nenhuma base normativa há qualquer menção sobre a transformação do sistema educacional para a adoção de financiamento sob as regras de mercado (SENASHENKO e TKACH, 2012).

Algumas questões são suscitadas dentro da perspectiva do avanço do conceito de educação superior como um serviço de mercado na Rússia: Como fortalecer o sistema de educação com a participação ativa do Estado? Como preservar a qualidade do ensino superior? Como garantir acesso equitativo à educação, independentemente da situação financeira do postulante? E como proteger os interesses dos alunos na condição de expansão das oportunidades educacionais? (SENASHENKO e TKACH, 2012).

Essas questões não podem ser vistas de maneira isolada, como pertencentes a um quadro interno da Rússia. Antes, devem ser analisadas no contexto da globalização com o estabelecimento e, muitas, vezes, a unificação de regras em âmbito regional e mundial, em que os processos educacionais estão cada vez mais padronizados e adaptados às necessidades das corporações transnacionais (SENASHENKO e TKACH, 2012).

A educação na Europa entrou numa nova etapa: a da integração internacional, que tem como potencial a convergência mútua e a complementariedade dos sistemas nacionais de

educação dos diferentes países, com a coordenação dos processos educativos fazendo surgir um único espaço de ensino para atingir mais eficazmente os objetivos da futura comunidade europeia (PARFENOVA e JUSCIUS, 2010).

A par disso, em 2001 duas conferências, nas cidades de Salamanca (Espanha) e Gotemburgo (Suécia), estudantes e gestores de instituições de ensino superior expressaram apreensões sobre a possível redução da qualidade da educação superior, o aumento do seu custo e a consequente redução do acesso ao ensino superior (SENASHENKO e TKACH, 2012).

Em várias reuniões posteriores, os ministros da Educação dos países europeus responderam a essas declarações de protesto reafirmando que: (a) a educação é um bem público; (b) que deve ser garantido o acesso a todos os cidadãos a uma educação de qualidade, com o apoio financeiro do Estado aos estratos da população menos favorecidos, para elevar o nível de conhecimento, habilidades e competências na sociedade europeia e reduzir as desigualdades (SENASHENKO e TKACH, 2012).

Para os opositores políticos, apesar da fundamentação contida nos documentos oficiais, a situação real é a adoção da lógica do mercado, privatização do ensino superior e uma educação de elite no espaço europeu (SENASHENKO e TKACH, 2012).

Especialmente ao que diz respeito à Rússia, as transformações de maior impacto, tais como condições de acesso e a transformação do sistema educacional - em particular - têm ocorrido num cenário de emergência contínua sem a devida discussão com a sociedade para a compreensão dessas alterações. Para se ter uma ideia, dos 60.000 cidadãos da Comunidade dos Estados Independentes (pertencentes à Federação Russa), matriculados nas instituições de educação superior russas, 90% pagam algum tipo de taxa como contraprestação pelos serviços recebidos (SENASHENKO e TKACH, 2012).

Essa transição do público para o privado fez nascer a necessidade de avaliação de mudanças em sua forma de financiamento. Em 2008 havia 690 instituições de ensino superior públicas e 674 privadas. Os estudantes, entretanto, ainda preferem o sistema público de ensino, considerado mais estável e de melhor qualidade, mas não em todos os cursos, naqueles mais demandados pelo mercado como programadores de computador, advogados, administradores, economistas etc., há uma prevalência do ensino privado. Além disso, há uma diferença regional no investimento privado no ensino. Tome-se por exemplo que, na região de Samara, o volume de serviços privados ultrapassou 21 vezes o da região de Kostroma. Um ponto em que há concordância tanto do setor público quanto do privado de ensino superior é a necessidade da

melhoria da qualidade dos serviços oferecidos, especialmente sob fortes restrições de recursos financeiros (PARFENOVA e JUSCIUS, 2010).

Considerando o ambiente econômico em rápida mutação, e tendo-se em conta que o mercado de financiamento estudantil na Rússia está subdesenvolvido, é necessário criar um modelo de crédito para os estudantes capaz de satisfazer os padrões mundiais e ao mesmo tempo ser acessível aos cidadãos russos (BULATOVA *et al.*, 2016).

Os programas de financiamento estudantil na Rússia iniciaram-se por volta de 15 anos, no entanto ainda é um produto bancário raro. Em 2001 havia um programa adotado pelo Banco *Sberbank*; em 2006, o número de programas ofertados em diversos bancos comerciais aumentou para 15, com o crédito abrangendo apenas as despesas com as mensalidades escolares. A tendência de aumento continuou, tanto que em 2007 o número de programas oferecidos estava na casa de 32. Na ocasião, a taxa de juros cobrada estava por volta de 8% a 14% ao ano, e o prazo de amortização era de até 15 anos, condicionado à apresentação de fiadores. Entretanto, em 2014, o número de instituições financeiras caiu para 10 (RUZMANOVA, 2013 *apud* BULATOVA *et al.*, 2016).

Atualmente, na Rússia, existe uma demanda por financiamento estudantil privado, que ainda não ultrapassa vários milhares de pessoas, com algumas instituições financeiras tentando atender essa procura (BULATOVA *et al.*, 2016).

As principais características dos financiamentos estudantis em vigor na Rússia atualmente são apresentadas a seguir. A taxa de juros é um pouco menor do que aquelas cobradas para os empréstimos em geral. Nos grandes bancos, as taxas são de 3% a 6% menores, enquanto nos bancos médios e regionais a diferença gira em torno de 1% a 3%. No tocante ao prazo de amortização do financiamento, o reembolso dá-se por volta de 10 a 12 anos, incluindo o período de carência. O mutuário paga apenas os juros, durante o período em que está cursando o ensino superior. Após formado, e com o início da vida profissional, inicia-se o período de amortização do principal. Existe a possibilidade de o pagamento ser adiado em um ano, no caso de licença acadêmica, ou pelo período em que o aluno for convocado para prestar o serviço militar (BULATOVA *et al.*, 2016).

A opção mais utilizada na Rússia atualmente é um empréstimo que concede o prazo de um ano, o que permite ao estudante o financiamento dos anos iniciais de estudo, ocorrendo geralmente que, no terceiro ano, o aluno consegue um emprego ou um financiamento direto

com o Estado. As taxas desses empréstimos estão por volta de 16% a 18% ao ano e não há concessão de carência (BULATOVA *et al.*, 2016).

Pesquisa realizada com 197 estudantes russos de ensino superior identificou os principais fatores que têm efeito imediato sobre a demanda por crédito educacional, cujos resultados são relatados na sequência. O prazo é um fator primordial: 49% dos entrevistados declararam que o período de amortização mais conveniente é de 8 a 12 anos. Os financiamentos garantidos pelo Estado na Rússia seguem esse padrão, enquanto nos países ocidentais o prazo de pagamento é mais longo, situando-se entre 15 e 25 anos. No entanto, dada a situação do setor bancário russo, o aumento dos prazos acarretaria uma elevação nas taxas de juros, devido à necessidade de reforços nas reservas legais provisionadas para possíveis perdas. Outro ponto importante é a taxa de juros: segundo os respondentes, o nível considerado ideal está entre 5% e 9% ao ano. Os programas atualmente disponíveis cobram juros na ordem de 12% a 25% ao ano, o que ocasiona o reembolso duplo ou triplo da quantia principal, para um período de 10 anos. A exigência de garantias é outro item limitador na procura por financiamento estudantil. Como o objeto do financiamento é imaterial, não havendo a possibilidade de ser retomado no caso de inadimplemento, os bancos são levados a exigir a apresentação de avalistas e fiadores. Além disso, o longo período para a amortização aumenta a probabilidade da ocorrência de inadimplência (BULATOVA *et al.*, 2016).

Reputa-se que o potencial dessa modalidade de financiamento ainda não foi plenamente realizado por parte das instituições bancárias que não se aperceberam das oportunidades que um relacionamento de longo prazo pode produzir na construção de uma base confiável de clientes. É bastante provável que, após formados e inseridos no mercado de trabalho, os estudantes irão demandar outros produtos bancários e a tendência é que se dirijam à instituição financeira na qual já criaram um vínculo (BULATOVA *et al.*, 2016).

Falta também, por parte dos bancos, um aumento na conscientização dos estudantes a respeito das vantagens desse tipo de financiamento, pois, de acordo com a pesquisa, 60% dos entrevistados não conseguiram articular com clareza a ideia de financiamento estudantil (BULATOVA *et al.*, 2016).

Considerando que, quanto mais pessoas atingirem o ensino superior, mais um país se desenvolve, o ensino superior deve de alguma forma ser apoiado pelo setor público, fazendo o financiamento estudantil dispor de uma proteção social que não pode ser aplicada ao crédito ao consumidor em geral (BULATOVA *et al.*, 2016).

2.2.4 Índia

Este item introduz uma breve descrição do panorama do ensino superior na Índia para em seguida apresentar os padrões de financiamentos estudantis existentes.

A Índia é um país com uma população de 1,3 bilhão de habitantes, ficando em segundo lugar, atrás apenas da China no conjunto dos países que compõem o BRICS e no mundo. Além disso a maioria da sua população, cerca de 75%, pertence à religião Hindu que, durante séculos, vem interferindo na estrutura social, por meio da instituição de castas, promovendo a desigualdade entre as pessoas. Por último, a maior parte da população, em torno de 800 milhões de pessoas, vive em áreas rurais. Essas características não podem ser olvidadas ao adentrar-se no tema do financiamento do ensino superior.

No decorrer das últimas décadas, o governo indiano promoveu uma aumento considerável no sistema de ensino superior com o número de faculdades aumentando de 496 em 1947-1948 para 25.951 em 2009-2010, as universidades saíram de 20 estabelecimentos para 504 no mesmo período, conseqüentemente o incremento no número de matrículas foi substancial, conforme apresentado na Tabela 8 (PUTTASWAMAIAH, 2011).

Tabela 8 – Evolução do ensino superior na Índia

Período	Faculdades	Universidades	Matrículas (em milhões)
1947-1948	496	20	0,2
1950-1951	578	28	0,2
1960-1961	1.819	45	0,6
1970-1971	3.277	93	2,0
1980-1981	4.577	123	2,8
1990-1991	6.627	184	4,4
2001-2002	11.146	272	8,8
2002-2003	15.343	300	9,3
2006-2007	18.064	369	11,08
2008-2009	22.064	471	12,37
2009-2010	25.951	504	13,60

Fonte: Puttaswamaiah (2011, pág. 327).

Na concepção de Thorat (2006), um dos indicadores para se medir em que extensão o ensino superior atingiu as pessoas é a taxa de matrículas. Na Tabela 9 apresentam-se as Taxas Brutas de Matrículas (TBM) da Índia de 2002-2003, detalhadas por estado.

Como se pode verificar, com base na Tabela 9, a taxa bruta de matrículas da Índia em 2002-03 era de 8,97%, considerada baixa (PUTTASWAMAIAH, 2011). Quando comparada com os demais países do BRICS, a Índia ocupa a penúltima posição à frente apenas da África

do Sul conforme relatado na Tabela 6. Além disso, com base nos dados apresentados é possível inferir que a maioria dos estados (16 contra 12) estão abaixo da taxa bruta de matrículas nacional, o que reforça a questão da desigualdade dentro da sociedade indiana.

Entretanto, para uma análise mais acurada, é necessário o detalhamento dos indicadores educacionais no âmbito do ensino superior com vistas a captar a dimensão das desigualdades em sua maior extensão.

Tabela 9 – Taxa bruta de matrícula por estado no ensino superior em 2002-2003

Estados com TBM acima do nível nacional	TBM (%)	Estados com TBM abaixo do nível nacional	TBM (%)
1. Goa	13,47	1. Rajasthan	8,77
2. Manipur	13,19	2. Orissa	8,71
3. Himachal Pradesh	12,76	3. Assam	8,67
4. Maharashtra	12,30	4. Punjab	8,53
5. Uttaranchal	12,25	5. West Bengal	8,21
6. Meghalaya	10,94	6. Jharkhand	8,12
7. Tamil Nadu	10,91	7. Madhya Pradesh	7,77
8. Haryana	10,56	8. Kerala	7,66
9. Karnataka	9,92	9. Bihar	7,30
10. Gujarat	9,65	10. Chattisgarh	7,27
11. Andhra Pradesh	9,51	11. Uttar Pradesh	7,03
12. Mizoram	9,51	12. Arunchal Pradesh	6,37
		13. Sikkim	6,29
		14. Tripura	5,84
		15. Jammu & Kashmir	4,95
		16. Nagaland	4,33
Geral			8,97

Fonte: Goi (2005) *apud* Puttaswamaiah, 2011, pág. 330.

As matrículas no ensino superior têm aumentado ao longo dos anos conforme demonstrado na Tabela 8, contudo a taxa bruta de matrículas para as mulheres ainda é inferior à dos homens como pode ser visto na Tabela 10.

Tabela 10 – Taxa bruta de matrículas por gênero

Gênero	2010-2011	2012-2013
Feminino	17,9%	19,8%
Masculino	20,8%	22,3%
Total	19,4%	21,1%

Fonte: *Annual Report of Department of School Education and Literacy - Department of Higher Education Ministry of Human Resource Development - Government of India 2014-15* pág. 85.

Os dados apresentados confirmam a desigualdade de acesso ao ensino superior entre os gêneros. Ademais esse indicador para 2006-2007, quando destacado em áreas urbana e rural revela outro aspecto da desigualdade da sociedade indiana. Na área urbana a TBM está em 24,5%, enquanto na área rural registra-se a taxa de 9%, o que é mais agravante se for considerado que a maior parte da população indiana reside no campo. Baseando-se na dimensão religiosa, os muçulmanos registram a TBM (2006-2007) de 5,34%, enquanto os hindus mais de 10%. Comparando-se hindus, muçulmanos e sikhs, os da casta *Schedule Tribes* possuem as taxas mais baixas em relação aos demais grupos sociais, conforme demonstrado na Tabela 11 (THORAT, 2006).

Tabela 11 – Taxa bruta de matrículas da população por subgrupos – 2006-2007

Subgrupos	Taxa bruta de matrícula %
Rural	9
Urbana	24,5
Castas	
<i>Schedule Tribes</i>	4,6
<i>Schedule Castes</i>	7,0

Fonte: Adaptada pelo autor com base em Thorat, 2006, pág.

Como pode ser visto, há necessidade da mobilização de esforços políticos e recursos financeiros com vistas a superar as desigualdades de acesso ao ensino superior na sociedade indiana.

As reformas econômicas implementadas nas últimas décadas conduziram à privatização do ensino superior, o que ressalta a necessidade de os formuladores de políticas tratarem a questão do acesso à educação superior com atenção redobrada, a fim de se evitar a continuidade da exclusão dos grupos marginalizados (PUTTASWAMAIAH, 2011).

A partir da crise financeira ocorrida nos anos de 1990, várias medidas foram tomadas para contornar a queda do investimento público na educação, entre elas a diversificação de

receitas pela cobrança dos serviços educacionais aos estudantes, e o lançamento de programas de financiamentos estudantis, dada a privatização ocorrida no setor (PUTTASWAMIAH, 2011).

A tendência à privatização fica nítida a partir da constatação de que as matrículas no ensino superior privado representam um terço do ensino superior geral e quatro quintos do ensino superior profissional: 91% das escolas de engenharia, 95% de farmácia, 64% de negócios e 50% de medicina são particulares (TIWARI e ANJUM, 2013).

Os programas de financiamento estudantil foram introduzidos em 2000-2001, operacionalizados por instituições bancárias, abrangendo as taxas escolares e despesas de subsistência dos estudantes. Nos últimos anos, os financiamentos estudantis constituíram-se numa importante forma de financiar o ensino superior (PUTTASWAMIAH, 2011).

Segundo Varghese (2009), os financiamentos estudantis são mecanismos que transferem os custos para os beneficiários do ensino superior. Estima-se que, para cada aumento de 1% no PIB, a demanda por financiamento educacional aumenta em 3% (CHAKRABARKY, 2011).

A *Indian Banks Association* (IBA) aconselha a adoção por parte das instituições bancárias das diretrizes formuladas para a oferta de financiamento estudantil, cujos detalhes estão transcritos no Quadro 7 (TIWARI e ANJUM, 2013).

Quadro 7 – Normas dos financiamentos estudantis (IBA)

Limites do financiamento	
Para estudos na Índia	1 milhão de rúpias
Para estudos no exterior	2 milhões de rúpias
Taxa de juros	Juros a serem cobrados por taxas vinculadas à taxa básica, conforme decidido pelos bancos individuais.
Normas de garantia	
Até 400 mil rúpias	Sem garantias, os pais devem ser fiadores/avalistas.
Acima de 400 mil até 750 mil rúpias	Garantia adicional sob a forma de garantia de terceiros adequada; os pais para executar o documento como fiadores/avalistas. No entanto o banco pode renunciar a garantia de terceiros, se satisfeito com o patrimônio líquido dos pais
Acima de 750 mil rúpias	Pai(s) para ser(em) fiador(es)/avalista(s). Caução tangível de valor adequado para o banco, e atribuição de renda futura do estudante para pagamento de parcelas.
Programa de reembolso	
Para montantes até 750 mil rúpias	Até 10 anos.

Para montantes acima de 750 mil rúpias	Até 15 anos.
Margem	
Até 400 mil rúpias	Nenhuma.
Acima de 400 mil rúpias - estudos na Índia	5%.
Acima de 400 mil rúpias - estudos no exterior	15%.
Ordem do pedido de empréstimo	15 dias a 1 mês, mas não excedendo as normas de tempo estipuladas para a disposição de pedidos de empréstimo no âmbito de empréstimos do setor prioritário.

Fonte: *Indian Banks Association apud TIWARI e ANJUM, 2013.*

O leque de cursos elegíveis a financiamento estudantil foi ampliado, de forma que qualquer grau ou diploma, fornecido por uma instituição de ensino aprovada pelo órgão regulador, poderá participar do programa de financiamento. Em outubro de 2012, foi realizada uma feira no distrito de Madurai com a participação de 25 bancos, ocasião na qual num único dia foram recebidos 1.800 pedidos de financiamento. A evolução das concessões dos financiamentos estudantis pode ser vista na Tabela 12 (TIWARI e ANJUM, 2013).

Tabela 12 – Evolução das concessões de financiamento estudantil

Ano	Quantidade de concessões	Acréscimo %
2005	468.207	-
2006	679.945	45,22
2007	944.397	38,89
2008	1.246.870	32,03
2009	1.603.385	28,59
2010	1.911.460	19,21
2011	2.326.812	21,73
2012 (até março)	2.460.000	5,72

Fonte: Adaptada pelo autor com base em *Ministry of Finance, Business Line apud Tiwari e Anjum, 2013.*

Apesar do decréscimo percentual no número de concessões ao longo dos anos, os montantes em valores absolutos de financiamentos estudantis em circulação têm aumentado ao longo dos anos; entretanto, quanto à sua evolução percentual, manteve-se a tendência de queda conforme apresentado na Tabela 13.

Tabela 13 - Tendência de crescimento do valor em circulação dos financiamentos educacionais

Ano	Saldos devedores (em 10 milhões de rúpias)	Acréscimo %
2005	6.713	-
2006	10.012	49,14
2007	14.283	42,66
2008	19.817	38,75
2009	27.646	39,51
2010	35.887	29,81
2011	47.591	32,61
2012 (até março)	49.069	3,11

Fonte: Adaptado pelo autor, com base em *Ministry of Finance, Business Line* apud Tiwari e Anjum, 2013.

Contudo a participação do setor educacional em relação a outros setores da economia ainda é baixo, ocupando o penúltimo lugar com base nos dados de 2009, sendo as possíveis causas: falta de conscientização do público-alvo ou a incapacidade de atender às condições exigidas para a obtenção do crédito educacional (PUTTASWAMIAH, 2011).

Na Tabela 14 apresenta-se o montante dos desembolsos concedidos por setor da economia pelos bancos públicos.

Tabela 14 – Montante dos desembolsos concedidos por setor prioritário da economia pelos bancos públicos

Período	Agricultura	Pequenas Indústria	Comércio varejista	Educação	Consumo	Habitação	Outros Setores	Total setores prioritários
Desembolsos concedidos (em milhões de rúpias)								
março 1991	16.871	16.756	2.563	77	23	367	5.655	42.312
março 1995	23.328	25.636	3.893	158	31	1.068	6.688	60.802
março 2000	45.296	46.045	8.224	543	386	9.215	17.769	127.478
março 2001	53.571	48.400	8.711	1.028	686	17.029	19.691	149.116
março 2002	88.143	54.268	10.298	1.527	579	25.027	8.357	171.485
março 2003	70.502	53.029	12.077	2.870	914	38.702	22.075	200.169
março 2004	84.435	58.311	14.252	4.179	1.923	56.647	24.709	244.456
março 2005	109.917	67.999	19.888	6.398	898	78.791	23.155	307.046

março 2006	155.219	82.434	40.069	10.804	1.302	85.832	34.088	409.748
março 2007	202.614	102.550	28.992	14.012	3.137	133.057	37.014	521.376
março 2008	249.397	-	40.519	19.748	-	146.868	153.918	610.450
março* 2009	298.211	-	43.061	26.913	-	156.590	195.308	720.083

Fonte: Puttaswamaiah, 2011, pág. 336.

* Provisório.

Segundo Rani (2011), esse modelo de programa de financiamento estudantil não é sensível às necessidades das camadas mais pobres da população, não atentando para o aspecto da equidade, sem nenhuma previsão diferenciada em termos de garantias, taxas de juros ou período de amortização para essa faixa da população.

Para reverter essa situação e facilitar a concessão de financiamentos estudantis pelas instituições bancárias, o governo indiano criou em março de 2014 a *National Credit Guarantee Trustee Company Ltd.* (NCGTC), uma sociedade fiduciária com a função de gerenciar e operar diversos fundos garantidores de crédito, entre eles o *Credit Guarantee Fund for Education Loans* (CGFEL), criado em setembro de 2015 (anexo 2), que opera nas bases expostas no Quadro 8 (anexo 3).

Quadro 8 – Critérios de elegibilidade para entrada de financiamento de educação

N.º	Verificações Quantitativas de Elegibilidade	
01	Empréstimo de Educação deveria ter sido aprovado até a data da Notificação, ou seja, 16 de setembro de 2015.	
02	O montante de empréstimo aprovado deve ser até 750.000 rúpias.	
03	A cobertura da garantia pode ser obtida sobre o montante do empréstimo em dívida, ou seja, a garantia só pode ser obtida após o desembolso total ou parcial do empréstimo.	
04	Os juros cobrados ao mutuário pela MLI não devem ser superiores a 2% sobre a taxa base de juros.	
05	A conta de empréstimo deve ser uma conta-padrão no momento de solicitar uma garantia.	
06	A conta de empréstimo do mutuário não está vencida como no <i>data material</i> .	
07	Montante do empréstimo	Margem
	Até 400 mil rúpias	Nenhuma
	Acima de 400 mil rúpias	5% estudo na Índia, e 15% estudo no exterior.
08	O montante do primeiro desembolso ou do desembolso acumulado não será superior ao montante aprovado.	

N.º	Verificações Qualitativas de Elegibilidade
Elegibilidade do mutuário	
01	Nacionalidade indiana.

02	Qualificação Mínima - HSC (10 mais 2 ou equivalente).
03	Deve ter garantido a admissão a um curso de ensino superior em instituições reconhecidas na Índia ou no exterior.
Elegibilidade de registros de empréstimo de educação	
01	O empréstimo de educação aprovado de acordo com o Programa de Empréstimo de Educação Modelo IBA para estudar o Ensino Superior na Índia / no Exterior seria elegível para o Esquema de Garantia de Crédito.
02	Cursos elegíveis de acordo com o modelo IBA modelo de empréstimo de educação para ensino superior na Índia / no exterior circulado pela IBA.
03	Nenhuma garantia colateral ou garantia de terceiros deve ser anexa ao Empréstimo.
04	Nenhuma cobertura adicional de empréstimos de educação por Gov./ Geral Segurador / Qualquer pessoa ou associação de pessoas que exerçam a atividade de seguro, garantia ou indenização.
05	Sem inconsistência com a Lei / quaisquer diretrizes ou instruções emitidas pelo CG ou pelo RBI.
06	A atividade do mutuário para a qual a facilidade de crédito foi concedida não cessou na data material.
07	Na data material, a Facilidade de Crédito não foi total ou parcialmente utilizada para o ajuste de quaisquer dívidas duvidosas ou duvidosas sem obter o consentimento prévio a esse respeito do NCGTC.

Fonte: *Eligibility Checks for Education Loan input file (1st Batch)* – Anexo 2.

O Fundo fornecerá garantia de até 100% dos débitos inadimplidos, e a liberação ocorrerá na seguinte ordem (Anexo 1):

- 75% do crédito inadimplido até 30 dias após o pedido por parte da instituição bancária;
- 25% restantes, após a comprovação de que todas as medidas legais foram tomadas para a recuperação do crédito, sem sucesso.

Para se beneficiar da garantia, a Instituição de Crédito (*Member Lending Institution* – MLI) deverá pagar uma taxa anual de garantia para cobertura das eventuais ocorrências de 0,50% sobre o total dos créditos concedidos em conformidade com as especificações fundo. Todas as instituições financeiras associadas à IBA são membros elegíveis para participarem do fundo de garantia ao crédito de financiamentos estudantis (Anexo 1).

2.2.5 China

Neste ponto do trabalho, serão apresentadas em linhas gerais as principais alterações ocorridas no sistema de ensino superior da China ao longo do tempo, para, em seguida, se adentrarem as características dos programas de financiamento estudantil em vigor naquele país.

As particularidades gerais, que não podem ser esquecidas para melhor se entender o contexto em que se desenvolve o ensino superior na China, são comentadas a seguir.

É a nação com a maior população mundial. Cerca de 1.390,2 milhões de pessoas vivem na China atualmente, sem considerar as regiões administrativas de Hong Kong e Macau (UNFPA, 2016). Some-se a isso o fato de que a China tem presenciado um aumento constante da população na faixa etária de 18 a 22 anos, o que exerce pressão sobre a oferta de ensino superior (FENGLIANG, 2012);

Possui disparidades regionais, com a divisão em três grandes zonas de desenvolvimento econômico: a área costeira inclui províncias altamente desenvolvidas; a área central, local em que estão compreendidas províncias médio-desenvolvidas; o oeste, uma região menos desenvolvida. E, mesmo dentro das províncias, existem desigualdades (WANG, 2001);

O governo chinês vem implantando reformas econômicas e políticas para transformar a economia chinesa de planejada para passar a ser orientada para o mercado (WANG, 2001).

A China, como em vários países em desenvolvimento, tem no centro de suas atenções a preocupação com a reforma do ensino superior, incluindo o seu financiamento (WANG, 2001).

Wang (2001) separa em três períodos as reformas no ensino superior chinês para melhor compreensão, a saber:

- o primeiro período, de 1978 até o início dos anos de 1980, quando houve o estabelecimento de metas de longo prazo para o desenvolvimento da nação com vistas ao desenvolvimento social, econômico e educacional. Nesse período, ocorreu uma grande expansão do ensino superior, com as matrículas passando de 625.319 em 1977 para 1.703.115 em 1985;
- o segundo período, de 1985 a 1992, com a primeira onda de reforma do ensino superior devido à necessidade de diminuir o controle excessivo do governo sobre as IES, descentralizando a tomada de decisões e permitindo maiores iniciativas das IES em áreas como: formatação do currículo e admissão de estudantes pagantes para satisfazer as necessidades advindas do desenvolvimento. O número de IES aumentou de 598 em 1978 para 1.075 em 1988, e as matrículas atingiram a marca de 2,06 milhões em 1988. Nesse período, a gestão do ensino superior passou a ser em três esferas: central, provincial e municipal, incentivando o surgimento de faculdades especializadas com cursos de duração de três anos, faculdades comunitárias com cursos de duração de dois anos, educação de adultos e a continuidade das instituições tradicionais de

bacharelado. Essas mudanças proporcionaram uma redução da dependência de recursos públicos por parte das IES, com a diversificação das fontes de financiamento que passaram a vir não somente do governo central, mas também dos governos das províncias e rendas privadas por intermédio dos alunos pagantes ou patrocinados pelas empresas. Outras fontes que surgiram a partir desse período foram a contratação de pesquisas remuneradas, empréstimos no Banco Mundial e doações de empresas e pessoas físicas, o que fez as rendas privadas aumentarem de 64 milhões de yuans em 1978 para 692 milhões de yuans em 1987 (em dólares estadunidenses: US\$ 38 milhões e US\$ 185 milhões, respectivamente);

- o terceiro período, de 1992 em diante, em que, em decorrência da expansão do ensino superior, o governo chinês viu as despesas totais com esse nível do ensino aumentarem numa proporção maior do que o aumento de suas receitas, comprometendo o investimento público em educação. Outros fatores agravantes foram os altos índices inflacionários a partir de 1988, que corroeram o poder de compra, e o uso ineficiente de recursos. Segundo dados da *State Education Commission* (SEdC), o tamanho médio das instituições em 1989 era inferior a 2.000 alunos o que eleva os custos unitários e a utilização ineficaz dos recursos disponíveis. Isso é corroborado pela baixa utilização das instalações, como salas de aula com uma taxa de ocupação em torno de 47 e uma taxa de 62% de utilização dos laboratórios (WORLD BANK, 1986). Outro item que potencializou a ineficiência na utilização dos recursos foi a criação de cursos muito especializados gerando uma relação estudante/professor pequena e baixas cargas de aulas para os professores.

As reformas introduzidas a partir de 1992 procuraram melhorar e ajustar o sistema de ensino à realidade chinesa, com a transição de uma economia planejada para de orientação ao mercado, com o ensino sendo organizado em 02 níveis: central e provincial (WANG, 2001).

A diretrizes traçadas na Quarta Conferência Nacional sobre Educação Superior em 1993, são (MAUCH, 1997 apud WANG, 2001):

- diversificação das fontes de financiamento das IES;
- descentralização da estrutura administrativa e expansão da autonomia universitária;
- reconstrução de universidades para eficiência, eficácia e expansão.

Em dezembro de 1994, durante a realização do Fórum Nacional de Reforma do Ensino Superior, foram formuladas cinco propostas para a modernização desse nível de ensino: construção conjunta, cooperação, fusão, transformação e reatribuição, e esforços combinados (WANG, 2001).

Uma das principais mudanças foi a implantação da partilha de custos entre o governo, estudantes e outros setores. Antes de 1980, o financiamento da educação era exclusivamente suportado pelo setor público, o que incluía também despesas com residência, alimentação e outras despesas de subsistência dos estudantes. A partir de 1989, houve a introdução nas IES dos alunos pagantes e patrocinados por empresas (WANG, 2001). A Tabela 15 mostra a composição da receita da educação superior em termos percentuais de 1995 a 2004.

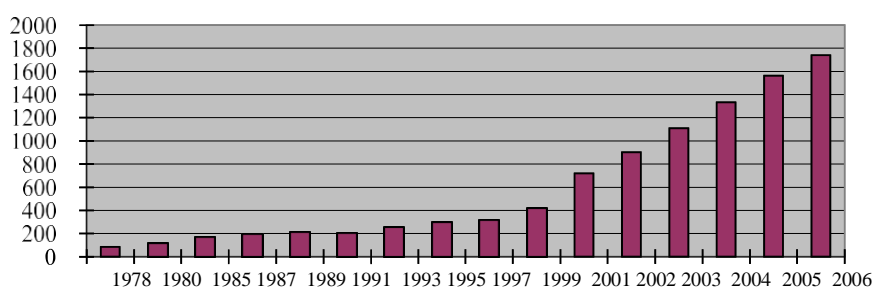
Tabela 15 – Composição da receita da educação superior (%)

Ano	Recursos Públicos	Mensalidades (alunos pagantes)	Outras receitas	Doações e caridade	Serviços sociais	Outros rendimentos
1995	70,9	13,6	-	1,6	9,7	4,3
1996	70,0	14,4	-	1,7	8,7	5,2
1997	67,6	15,7	-	2,3	8,7	5,6
1998	64,9	13,4	13,1	2,1	2,1	6,4
1999	61,0	17,2	12,8	2,3	1,8	5,0
2000	56,7	21,3	13,4	1,7	1,8	5,1
2001	53,6	24,7	13,3	1,5	1,4	5,5
2002	50,7	27,0	14,4	1,9	1,1	4,8
2003	48,6	30,0	12,8	1,5	1,1	5,9
2004	47,1	32,4	12,1	1,1	1,1	6,2

Fonte: Fengliang (2012, pág. 196).

A partilha de custos no ensino superior chinês levou-o a uma fase de massificação como pode ser visto na Figura 12, em que fica claro o aumento substancial das matrículas a partir de 1998 (FENGLIANG, 2012).

Figura 12– Evolução das matrículas no ensino superior



Fonte: Fengliang (2012, pág. 196).

Com isso, a taxa bruta de matrículas no ensino superior teve um crescimento elevado em apenas 10 anos, com um crescimento de 2% ao ano a partir de 1999, chegando ao final de 2008 com o índice de 23,3% (FENGLIANG, 2012).

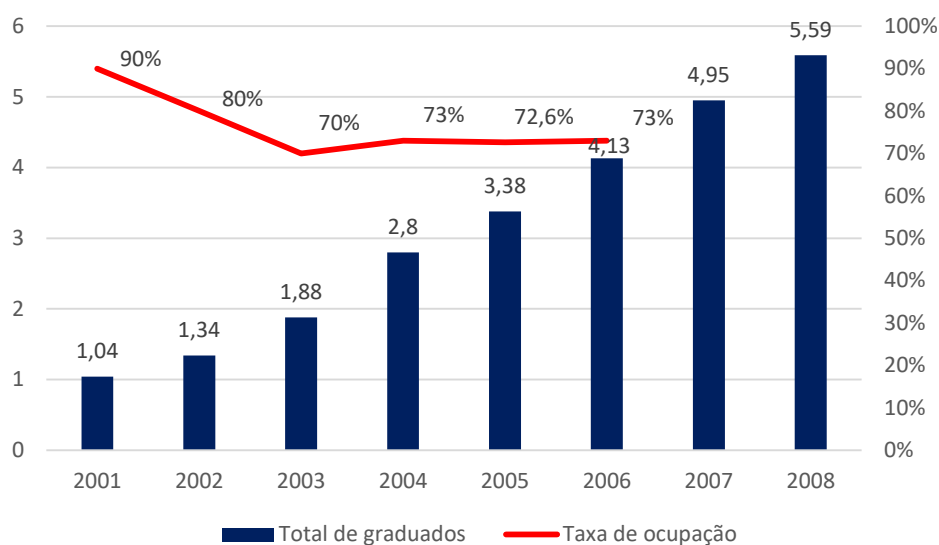
O sistema de partilha de custos, além de permitir a expansão do ensino superior, melhorou o acesso aos estudantes de níveis socioeconômicos mais baixos (FENGLIANG, 2012). Ding (2006) criou um Índice de Educação Superior Gini, no qual 0 (zero) representa condições iguais de acesso entre os diferentes grupos de renda da população; valores mais altos indicam igualdade decrescente. De acordo com os cálculos, de 1991 a 2002 o Índice evoluiu de 0,47 para 0,15. Outro aspecto da desigualdade quanto ao acesso ao ensino superior dá-se com relação às populações rurais e urbanas. Pesquisas empíricas retratam que de 2000 a 2003 houve um aumento de 18% a 22% de estudantes rurais no ensino superior (LI, 2006).

O financiamento estudantil é consequência da implantação do sistema de partilha de custos. Estudos empíricos demonstram que estudantes que contratam financiamentos apresentaram grau acadêmico mais alto e conseguiram empregos com salários iniciais mais altos em comparação com os que não dispunham de financiamento (LI, 2006).

As preocupações quanto aos financiamentos dizem respeito à taxa de recuperação e os custos com a recuperação dos créditos concedidos. A combinação de baixas taxas de recuperação e altos custos de recuperação irá desencorajar a participação dos bancos, impedindo a evolução do programa (FENGLIANG, 2012).

Uma questão importante a ser considerada é a expectativa de o estudante conseguir um emprego após formado. Na Figura 14 apresenta-se o número total de diplomados de 2001 a 2008, e a respectiva taxa de ocupação, indicando uma queda de 90% em 2001 para 73 em 2006 (FENGLIANG, 2012).

Figura 14 – Total de diplomados (em milhões) e taxa de ocupação



Fonte: Fengliang (2012, pág. 201).

Atualmente existem quatro programas diferentes de financiamento estudantil na China, descritos no Quadro 9 (WEI e WANG, 2009).

Quadro 9 – Programas de financiamento estudantil na China

Programa	Descrição
Financiamento em bancos comerciais com base em IES.	Concedidos pela sucursal regional de um banco comercial perto da instituição de ensino superior do estudante.
Financiamento em cooperativas de crédito rural, com base em domicílios.	Concedidos por uma sucursal de uma cooperativa de crédito rural na região de origem do estudante.
Financiamento do BDC*, com base em IES.	Fornecidos por intermédio de um ramo regional do BDC perto da IES do aluno.
Financiamento do BDC, com base em domicílios.	Fornecidos pelo Centro de Gestão de Assistência Financeira Estudantil do <i>Bureau</i> de Educação do condado-nível na região de origem do estudante.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Wei e Wang (2009).

* Banco de Desenvolvimento da China.

O governo chinês criou o primeiro programa de financiamento estudantil subsidiado em 2000 e após uma década da sua implantação tornou-se a principal política de ajuda financeira para acesso ao ensino superior (LU e CHEN, 2014).

Após a iniciativa do governo central, muitas províncias fizeram inovações em programas de financiamento estudantis. Em julho de 2001, a província de Zhejiang foi a primeira a oferecer um programa por intermédio de uma cooperativa de crédito rural com base no domicílio do estudante, vindo a ser seguida por várias outras no país (WEI e WANG, 2009.)

Os programas passaram por duas grandes reformas (2003 e 2007) e, atualmente, estão no formato apresentado no Quadro 10, de acordo com os aspectos referentes a: fornecimento dos recursos financeiros, elegibilidade do mutuário, montante do crédito, acesso ao programa, subsídio de juros, compartilhamento de riscos, condições de amortização e responsabilidade pela cobrança (WEI e WANG, 2009).

Quadro 10 – Principais características dos programas de financiamento estudantil na China

Aspecto	Bancos comerciais com base em IES	Cooperativas de crédito rural com base em domicílios	BDC com base em IES	BDC com base em domicílios
Fornecimento dos recursos financeiros	Banco comercial	Cooperativa de crédito rural	Banco de Desenvolvimento da China.	Banco de Desenvolvimento da China.
Elegibilidade do mutuário	Os mutuários são estudantes de tempo integral de três anos, estudantes universitários, segunda graduação e estudantes de IES pública.	Os mutuários são estudantes ou seus pais; isso varia de localização para localização	Os mutuários são estudantes de tempo integral de três anos, estudantes universitários, segunda graduação e estudantes de IES pública.	Os alunos e seus pais são coobrigados; os empréstimos são concedidos apenas para estudantes universitários de três anos e estudantes de graduação, excluindo pós-graduandos e segundo bacharelado.
Montante do crédito	Máximo de 6.000 yuans por mutuário para cada ano letivo.	Máximo de 6.000 yuans por mutuário para cada ano letivo.	Máximo de 6.000 yuans por mutuário para cada ano letivo.	Máximo de 6.000 yuans por mutuário para cada ano letivo.
Acesso ao programa	Por intermédio da IES e dos bancos comerciais.	Por meio das cooperativas de crédito rural.	Principalmente por intermédio da IES.	Centro de Gerenciamento de Assistência Financeira para estudantes do condado.
Subsídio de juros	Subsidiado pelo governo no nível correspondente de acordo com a filiação de IES.	Subsidiado pelo governo provincial em algumas províncias, coberta pelo governo local ao nível correspondente de acordo com a filiação de instituições de ensino superior nos outros.	Geralmente subsidiado pelo governo local no nível correspondente de acordo com a filiação de IES.	O nível de subsídio do governo depende da afiliação e localização da IES em que o aluno está matriculado.
Compartilhamentos de riscos	Fundo de compensação de riscos: o Governo e as IES dividem metade do fundo de compensação de risco; a parte suportada pelo	Fundo de compensação de risco: varia em diferentes províncias. Garantia: em algumas províncias os mutuários	Fundo de compensação de riscos: o Governo e as IES dividem metade do fundo de compensação de risco.	Fundo de compensação de risco: o governo sustenta todo o fundo de compensação de risco, o nível de governo depende da afiliação e

	governo é determinada de acordo com a filiação de IES	devem apresentar garantias.		localização da IES que o aluno está matriculado
Condições de amortização	O principal e os juros devem ser pagos dentro de seis anos após a formatura por parcela mensal, trimestral ou anual.	Geralmente, é exigido que o principal e os juros sejam pagos dentro de seis anos após a formatura por parcela anual.	É exigido que o principal e juros sejam pagos dentro de seis anos após a formatura por parcela anual.	Geralmente, é exigido que o principal e os juros sejam pagos dentro de dez anos após a formatura por parcela anual.
Cobrança	As IES e os bancos comerciais são responsáveis pela cobrança.	As próprias cooperativas de crédito rural são responsáveis pela cobrança.	As instituições de ensino superior são responsáveis pela cobrança.	Os Centros de Assistência Financeira aos Estudantes do Condado são responsáveis pela cobrança.

Fonte: Wei e Wang (2009, págs. 271 e 272).

As principais deficiências apontadas por Wei e Wang (2009), nos programas, são:

- alunos de camadas sociais desfavorecidas ainda não são totalmente elegíveis aos financiamentos;
- o montante do crédito não atende as necessidades dos alunos. De acordo com estudos realizados, a despesa média necessária seria de 10.000 yuans anuais (SONG, 2008);
- a penetração dos programas ainda é baixa considerando-se que em 2005 os alunos atendidos representavam 7,11% nas IES ligadas ao Ministério da Educação; 7,5% nas IES subordinadas a outros ministérios centrais e de 6,5% nas IES controladas localmente;
- há dificuldade de se determinar o *status* econômico do agregado familiar, tendo em vista que não existe um sistema de declaração do Imposto de Renda rigoroso para comprovação da veracidade das informações apresentadas pelos pretendentes;
- sistema de compartilhamento de risco – as IES assumem a responsabilidade pela metade dos recursos dos fundos de compensação de riscos, mas não de forma proporcional ao número dos seus estudantes participantes dos programas. Nos bancos comerciais e cooperativas de crédito rural, o fundo é considerado parte de suas receitas, portanto, na eventualidade de sobras, estas ficaram com eles e não será destinado nada para as IES. No caso dos programas por meio do BDC, somente após 6 ou 10 anos pode haver alguma sobra de recursos para as IES, devido ao fato de que o cálculo é considerado por rodada de empréstimo, o que não cria um incentivo em tempo real e, quando os recursos do fundo são insuficientes, as IES e os governos assumem o prejuízo, o que pode ser particularmente penoso para os governos, considerando que os graduados podem

encontrar emprego em qualquer parte do país. Por último, o fato de a formação do fundo ser por rodada de empréstimo, pode resultar num excesso de demanda para cobertura num ano específico;

- o prazo de amortização – o período de 6 anos em três dos quatro programas é curto, comparando-se com critérios internacionais, o que sobrecarrega os mutuários e inexistem mecanismos para situações de desemprego, doenças graves, variações no nível de renda e outras eventualidades.

2.3 Securitização

2.3.1 Origem e evolução

Securitização é um vocábulo traduzido do inglês *securitization*, que surgiu para a definição de um produto financeiro, numa entrevista concedida em 1977 ao *The Wall Street Journal* por Lewis S. Ranieri. O vocábulo passou a ser utilizado para denominar operações financeiras que tinham como lastro contratos de hipoteca. Na ocasião, Ranieri era o *Chief Executive Officer* do *Salomon Brothers*, quando o banco realizou a primeira operação de securitização de ativos privados nos Estados Unidos (RANIERI, 1996 *apud* PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

Para Leon T. Kendall e Michael J. Fishman, em seu livro *A primer on Securitization* de 1996, a securitização pode ser definida como um processo no qual o empréstimo e outros instrumentos de dívida se agrupam para a finalidade de conversão de ativos ilíquidos em valores mobiliários que serão vendidos posteriormente a investidores (SANTOS; CALADO, 2011).

A diferença entre uma cessão de créditos única e simples e a securitização está em que, na primeira, o ativo originado transferido é, para todos os fins, idêntico ao recebido pelo cessionário, ou seja, continua com o atributo de iliquidez, enquanto na segunda há uma transformação qualitativa do ativo transferido, resultante da diversificação e reforço creditício oferecido, que contribui para a obtenção de melhores classificações de risco no mercado (GREENBAUM; TAKOR, 1987 *apud* FAVERO JÚNIOR, 2014).

No Quadro 11 apresentam-se as vantagens para o originador dos créditos e para o investidor.

Quadro 11 – Benefícios das operações de securitização

Originador	Investidor
Redução do endividamento, pois a necessidade de financiar as vendas diminui.	Taxas atrativas, decorrentes da desintermediação financeira.
Transferência de riscos para o investidor, que será tanto mais efetiva quanto menor for a parcela de títulos securitizados adquiridos pelo originador.	Excelente classificação creditícia dos títulos securitizados, advinda: <ul style="list-style-type: none"> ▪ da segregação do risco do originador; ▪ da diversificação dos recebíveis que os lastreiam; ▪ dos mecanismos de <i>credit enhancement</i> que atenuam o risco; ▪ do processo de governança que existe sobre a estruturação financeira, em que se segregam as funções de originação, administração, auditoria e classificação do crédito.
Redução do capital requerido, no caso de instituições financeiras, como consequência da transferência de riscos para o investidor.	
Aumento do retorno sobre o patrimônio, ao permitir o aumento da originação com a mesma estrutura de capital.	
Redução do custo de captação decorrente: <ul style="list-style-type: none"> ▪ da eliminação do intermediário financeiro; ▪ do acesso direto ao investidor; ▪ da elevada qualidade creditícia que o título securitizado pode alcançar. 	

Fonte: Pinheiro e Savoia (2009, pág. 307).

De acordo com o Quadro 11, para o originador dos créditos a securitização de recebíveis possibilita o acesso direto ao mercado de capitais, reduzindo os custos com a intermediação financeira. Além disso, produz uma melhoria nos índices de endividamento, uma vez que na operação de securitização a entrada dos recursos ocorre com a venda dos direitos creditórios, e não com a tomada de empréstimos. Tem-se ainda que, como o risco é calculado sobre os títulos de crédito cedidos e não sobre a empresa originadora, a taxa de juros para a captação dos recursos, no caso representada pelo deságio na venda dos direitos creditórios é menor do que numa operação de crédito tradicional (empréstimo ou financiamento).

Segundo Gorton e Metrick (2011), a securitização tem alterado de forma substancial o mercado de capitais, o funcionamento do processo de intermediação financeira, desafiando as teorias que tratam do papel desempenhado pelos intermediários financeiros.

Do ponto de vista do investidor, a separação do risco do originador de seus títulos e a diversificação deles se traduzem num risco menor da operação. O retorno proporcionado pela operação também é atrativo, pois uma parte da redução dos custos eliminados pela desintermediação financeira é canalizada para o investidor. Por ser uma operação com forte regulação, o processo de governança, aliado aos mecanismos de mitigação do risco de crédito (*credit enhancement*) constituem fatores de segurança para o investidor.

Os direitos creditórios representam créditos cuja origem se reporta a operações dos setores financeiros, comercial, industrial, imobiliários e de prestação de serviços (PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

De acordo com Kothari (2006) *apud* Pinheiro e Savoia (2009), o primeiro modelo de securitização teve origem no mercado de financiamento imobiliário, cuja finalidade era desenvolver um mercado secundário para os créditos originados pelos financiamentos adotados, pois a demanda por esse tipo de recurso crescia num ritmo maior do que a capacidade das instituições financeiras em captá-lo.

O desenvolvimento do mercado de securitização nos EUA ocorreu a partir dos anos de 1970, devido aos benefícios proporcionados por esse tipo de operação financeira, entre os quais podem ser citados: acesso direto, por parte das empresas, ao mercado de capitais para o financiamento de seus ativos; aumento da competitividade do mercado de crédito, redução dos riscos do sistema bancário (PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

Dado o ambiente econômico instável no qual se encontrava a economia estadunidense após a grande depressão, na década de 1930, o governo criou o órgão federal *Federal Housing Administration* (FHA), com o objetivo de segurar os financiamentos imobiliários cuja origem dos recursos era privada, absorvendo os riscos da operação (FAVERO JÚNIOR, 2014).

Como continuidade dos esforços do governo norte-americano em desenvolver o mercado secundário de títulos, foi criado em 1938 o *Federal National Mortgage Association* (FNMA), mais conhecido como *Fannie Mae*, para realizar a compra e venda de financiamentos imobiliários segurados pela FHA. Em 1968, o *Fannie Mae* foi dividido em duas organizações: uma, mantendo o nome original, passou a ser uma entidade privada, e outra, de ordem pública chamada *Government National Mortgage Association* (GNMA), também chamada de *Ginnie Mae*. A partir de 1970, o governo dos Estados Unidos possibilitou que o *Fannie Mae* passasse a adquirir financiamentos privados que não eram segurados pela FHA (FAVERO JÚNIOR, 2014).

Ainda em 1970, foi criado o *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC), conhecido no mercado como *Freddie Mac*, cuja finalidade era competir com o *Fannie Mae* visando à melhoria das condições do mercado secundário de financiamento imobiliário, aumentando a capacidade de *funding* para as operações de financiamento imobiliário residencial (FAVERO JÚNIOR, 2014).

Essas entidades (*Fannie Mae*, *Ginnie Mae* e *Freddie Mac*) foram as responsáveis pelo início do mercado de securitização nos Estados Unidos, com a primeira operação de securitização lastreada exclusivamente em direitos creditórios provenientes de financiamentos imobiliários, segurados pela FHA, realizada pelo *Ginnie Mae*, em 1970 (KHOTARI, 2006).

Complementando a estrutura da operação, havia a garantia pelo pagamento dos juros e principal dos ativos lastros, pelo próprio *Ginnie Mae*, com a criação de um título imobiliário vendido a investidores (HULL, 2012).

De acordo com Gorton e Haubrich (1987) *apud* Favero Júnior (2014), a constituição dessa garantia, de origem estatal (*Ginnie Mae*), foi essencial para a viabilização das operações de securitização e seu posterior desenvolvimento nos Estados Unidos.

É importante notar que qualquer ativo que produza um fluxo de caixa ou um direito a um fluxo de caixa, que irá ocorrer ao longo de determinado período de tempo, pode ser securitizado (COWLLEY; CUMMINS, 2005).

Diante do sucesso alcançado pelas operações de securitização no mercado de financiamento imobiliário, a partir de 1980, passou-se a utilizar essa operação em outros produtos como: financiamento de veículos, recebíveis de cartão de crédito etc., disseminando-se também esse mecanismo de captação de recursos para outras partes do mundo (HULL, 2012).

Na Tabela 16 demonstra-se a evolução da emissão dos títulos securitizados pelas agências estadunidenses, ao longo dos anos.

Durante os 45 anos (1970-2015) apresentados na Tabela 16, percebe-se um crescimento vigoroso no volume de operações, saindo de um montante de US\$ 452 milhões em 1970, para o valor de US\$ 1,599,778 trilhões em 2015, o que atesta o sucesso e a aceitação por parte dos investidores desse novo tipo de operação financeira, com foco no mercado imobiliário.

Em continuidade, na Tabela 17, ao se apresentar o desdobramento da securitização para outros ativos além do mercado imobiliário, também demonstra-se o sucesso alcançado, iniciando-se em 1985 com US\$ 1,231 milhão, e após 32 anos, em 2016, alcançou o montante de US\$ 207,552 milhões em títulos securitizados.

Destaque-se que, a partir de 1993, conforme se representa na Tabela 17, iniciaram-se as operações nos Estados Unidos, com títulos provenientes de financiamento estudantil, com um total de US\$ 459 milhões, e até 2016 atingiram a marca de US\$ 13,515 milhões, o que representa um crescimento de 2.844%.

Os valores apresentados nas Tabelas 16 e 17 e sua análise, seja em números absolutos ou relativos, demonstram o enorme sucesso e desenvolvimento alcançados pelas operações de securitização nos Estados Unidos, incluídos os direitos creditórios provenientes de

financiamento estudantil, o que corrobora a percepção, ressalvadas as devidas proporções, de um grande potencial a ser explorado para o mercado brasileiro.

Tabela 16 – Emissão de títulos securitizados pelas agências *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* e *Freddie Mac* (em milhões de dólares estadunidenses)

Ano	Mortgage-Backed Securities ¹				Collateralized Mortgage Obligations ²				Total Geral
	Fannie Mae	Freddie Mac	Ginnie Mae	Total	Fannie Mae	Freddie Mac	Ginnie Mae	Total	
1970			452	452					452
1971		65	2,702	2,767					2,767
1972		494	2,662	3,156					3,156
1973		323	3,277	3,600					3,600
1974		46	5,754	5,800					5,800
1975		950	9,350	10,300					10,300
1976		1,360	14,340	15,700					15,700
1977		4,657	15,843	20,500					20,500
1978		6,412	11,888	18,300					18,300
1979		4,546	23,554	28,100					28,100
1980		2,526	20,600	23,126					23,126
1981	717	3,526	14,300	18,543					18,543
1982	13,403	24,169	16,000	53,572					53,572
1983	13,107	19,691	50,700	83,498		1,685		1,685	85,183
1984	12,700	18,684	28,097	59,481		1,805		1,805	61,286
1985	23,126	38,828	45,980	107,934		2,625		2,625	110,559
1986	61,722	100,198	101,433	263,353	2,392	2,233		4,625	267,978
1987	70,300	75,018	94,890	240,208	9,917	0		9,917	250,125
1988	63,279	39,777	55,181	158,237	17,005	12,985		29,990	188,227
1989	83,398	73,518	57,074	213,990	41,715	39,754		81,469	295,459
1990	112,792	73,815	64,395	251,002	68,291	40,479		108,770	359,772
1991	111,539	92,479	62,630	266,648	112,808	72,032		184,840	451,488
1992	193,667	179,207	81,917	454,791	170,205	131,284		301,489	756,280
1993	220,595	208,724	137,989	567,308	210,630	143,336		353,966	921,274
1994	128,629	117,110	111,191	356,930	73,365	73,131	3,111	149,607	506,537
1995	103,107	85,877	72,895	261,879	9,681	15,372	2,226	27,279	289,158
1996	147,333	119,702	100,900	367,935	30,780	34,145	8,018	72,943	440,877
1997	145,807	114,258	104,300	364,365	85,415	84,366	8,805	178,586	542,950
1998	321,236	250,564	150,200	722,000	84,147	135,162	14,761	234,070	956,069
1999	294,740	233,031	151,500	679,271	55,160	119,565	30,021	204,746	884,017
2000	204,189	166,901	103,300	474,390	39,554	48,202	18,568	106,324	580,714
2001	521,971	389,611	174,600	1,086,182	139,403	192,437	46,330	378,170	1,464,352
2002	725,742	547,046	174,000	1,446,788	170,795	331,672	66,204	568,671	2,015,459
2003	1,199,549	713,280	217,900	2,130,729	260,919	298,118	72,939	631,976	2,762,705
2004	524,885	365,148	125,000	1,015,033	94,686	215,506	50,748	360,940	1,375,974
2005	498,549	397,867	86,900	983,316	123,813	208,450	30,173	362,436	1,345,752
2006	479,773	360,023	83,300	923,096	124,856	169,396	22,746	316,998	1,240,094
2007	620,998	470,976	97,010	1,188,984	112,563	133,321	36,718	282,602	1,471,587
2008	541,902	357,861	269,980	1,169,743	67,559	64,305	37,750	169,614	1,339,357
2009	804,784	475,412	454,030	1,734,226	100,846	86,202	101,672	288,720	2,022,946
2010	627,101	393,037	399,750	1,419,888	179,767	136,539	200,584	516,890	1,936,778
2011	610,495	301,174	328,459	1,240,128	139,819	166,359	83,706	389,884	1,630,012
2012	865,507	466,479	424,899	1,756,885	151,239	124,376	49,500	325,115	2,082,000
2013	764,514	460,766	417,385	1,642,665	121,237	111,436	78,400	311,073	1,953,738
2014	407,673	279,533	313,491	1,000,697	59,608	105,174	92,167	256,949	1,257,646
2015	516,394	389,991	454,321	1,360,706	63,433	82,620	93,019	239,072	1,599,778

Fonte: *Securities Industry and Financial Markets Association – SIFMA*. Disponível em <<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>> Acesso em 29 jan. 2017. (1) *Mortgage-Backed Securities* (MBS) é uma operação em que os pagamentos de juros e principal são repassados diretamente e de forma equitativa aos investidores. (2) *Collateralized Mortgage Obligations* (CMO) são um tipo de MBS, em que há transformação do fluxo de pagamentos, em função da existência de *tranches* na estrutura de emissão.

Na Tabela 17 demonstram-se as emissões de títulos nos Estados Unidos, oriundos da securitização de outros ativos financeiros (*Asset-Backed Securities*).

Tabela 17 – Emissão de títulos securitizados nos EUA, oriundos de outros ativos financeiros (em milhões de dólares estadunidenses)

Ano	Auto	Collateralized Debt Obligations	Credit Cards	Equipment	Other	Student Loans	Total
1985	1,039.30			191.70			1,231.00
1986	9,763.00			174.00	66.30		10,003.30
1987	6,092.10		2,295.20	111.50	229.70		8,728.50
1988	5,717.50		6,920.30	221.70	617.90		13,477.40
1989	5,998.40	170.00	10,992.90	141.30	288.40		17,591.00
1990	13,075.80	302.80	22,581.40	600.00	644.50		37,204.50
1991	17,675.40	286.50	21,821.20	482.80	269.00		40,534.90
1992	24,768.80	300.00	17,362.20	2,283.70	1,261.00		45,975.70
1993	24,577.90	385.00	19,608.40	4,344.28	2,900.10	459.00	52,274.68
1994	18,985.10	48.10	31,522.70	6,604.23	6,994.70	3,072.30	67,227.13
1995	30,009.20	1.50	48,702.18	4,603.69	5,531.50	3,162.40	92,010.47
1996	37,700.50	383.50	48,587.10	12,856.00	13,926.10	8,422.50	121,875.70
1997	42,506.80	19,436.60	40,656.70	8,238.10	18,758.90	12,563.90	142,161.00
1998	41,339.80	39,468.50	43,070.00	12,294.70	39,712.90	10,229.20	186,115.10
1999	49,105.00	51,738.40	40,676.80	14,152.70	30,737.10	12,147.29	198,557.29
2000	70,729.00	56,608.80	54,846.30	18,451.90	25,888.90	20,251.50	246,776.40
2001	84,496.80	56,448.80	68,618.40	12,669.20	26,616.08	17,959.85	266,809.13
2002	95,344.90	58,148.70	69,536.90	6,983.70	15,007.00	28,829.40	273,850.60
2003	85,175.50	59,678.40	63,731.20	14,864.50	21,463.60	42,993.00	287,906.20
2004	81,257.30	126,570.50	52,242.30	12,042.30	27,621.80	49,494.10	349,228.30
2005	109,075.80	198,922.90	60,858.30	17,427.10	32,049.80	64,144.90	482,478.80
2006	92,269.10	411,946.60	64,898.90	14,532.70	26,412.60	68,048.68	678,108.58
2007	83,581.56	344,077.60	99,027.20	14,185.40	31,057.40	62,074.60	634,003.76
2008	71,145.80	22,713.70	117,035.60	6,140.60	15,601.20	56,704.00	289,340.90
2009	64,381.32	2,256.70	46,089.23	8,893.11	11,709.76	20,664.01	153,994.13
2010	58,194.97	3,792.80	6,121.69	8,389.67	16,405.80	15,451.98	108,356.91
2011	66,020.31	8,465.91	12,276.32	11,269.91	14,495.84	13,963.40	126,491.69
2012	88,038.22	44,689.78	30,063.17	20,128.14	24,960.63	25,338.81	233,218.74
2013	88,488.99	80,367.10	33,255.57	18,672.67	23,802.29	17,851.91	262,438.52
2014	94,901.00	107,649.57	51,960.53	17,583.16	23,425.83	14,095.43	309,615.52
2015	97,891.84	75,648.85	23,897.14	16,194.02	27,949.31	13,584.10	255,165.26
2016	90,456.20	28,302.39	29,549.44	13,792.58	31,937.44	13,514.88	207,552.92

Fonte: *Securities Industry and Financial Markets Association – SIFMA*. Disponível em <<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>>. Acesso em 29 jan. 2017.

Já a disseminação das operações de securitização para outras partes do mundo, particularmente para o continente europeu, é apresentada na Tabela 18.

Tabela 18 – Emissão de títulos securitizados na Europa, por origem dos direitos creditórios (em milhões de dólares estadunidenses)

	Asset-Backed Securities					Collateralized Debts Obligations	Mortgaged-Backed Securities			Small and Medium Business	Whole Business Securitization	
Ano	Auto	Consumer	Credit Cards	Leases	Other	CDO	Commercial	Mixed	Residential	SME	WBS/PFI	Total
1985	-	-	-	-	-	-	-	-	55.55	-	-	55.55
1986	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1987	-	-	-	-	-	-	-	-	1,010.62	-	-	1,010.62
1988	-	-	-	-	-	-	-	-	5,635.07	-	-	5,635.07
1989	-	-	-	-	-	-	275.98	-	2,736.07	-	-	3,012.04
1990	-	-	-	-	-	-	-	-	3,862.96	-	-	3,862.96
1991	390.83	-	-	-	-	-	502.53	-	4,877.67	-	-	5,771.03
1992	279.72	-	-	-	-	-	-	-	1,483.12	-	-	1,762.84
1993	745.44	1,128.75	-	284.35	140.00	108.24	478.61	-	1,564.57	-	-	4,449.97
1994	-	905.85	371.59	382.07	278.22	364.90	841.76	-	6,108.83	-	-	9,253.22
1995	-	1,116.59	932.98	270.00	200.00	-	713.14	-	2,475.36	-	498.92	6,206.99
1996	1,354.16	1,417.37	824.14	1,462.50	2,626.08	11,558.57	1,609.19	-	4,113.36	-	132.52	25,097.89
1997	420.29	415.19	658.46	613.81	383.13	3,442.88	9,284.08	-	8,965.75	-	1,448.64	25,632.23
1998	1,151.76	1,594.33	2,287.67	1,106.51	3,051.02	4,761.94	1,097.40	942.92	14,152.49	2,386.55	685.88	33,218.47
1999	2,690.56	2,516.16	2,198.78	1,267.29	12,110.34	8,543.86	5,872.12	117.58	26,461.11	7,506.48	2,867.79	72,152.05
2000	1,909.17	2,574.95	3,711.88	910.05	3,742.71	15,704.72	10,476.48	-	41,756.03	1,262.69	1,294.73	83,343.40
2001	3,760.35	4,118.24	1,374.57	3,435.27	19,556.22	25,537.11	13,608.77	1,300.71	50,950.32	10,053.02	4,484.74	138,179.32
2002	7,875.83	4,061.48	5,144.47	6,772.36	6,774.40	14,030.01	14,973.96	7,331.15	66,386.13	6,700.01	6,534.20	146,584.00
2003	4,680.37	14,342.73	7,824.91	3,427.17	7,328.53	25,327.49	14,104.52	837.15	136,788.27	10,037.12	14,157.77	238,856.04
2004	9,530.89	2,490.38	8,234.03	10,989.35	25,514.02	43,302.33	26,019.81	56.00	154,201.87	14,742.56	6,975.06	302,056.30
2005	7,956.32	4,017.78	14,641.28	9,372.60	23,427.50	51,117.37	55,313.32	7,241.74	192,299.82	40,567.39	10,713.41	416,668.54
2006	14,824.73	16,074.60	3,785.70	8,879.74	29,260.59	79,160.20	79,359.56	2,936.87	322,441.43	35,583.06	10,832.38	603,138.87
2007	19,365.28	11,531.61	613.29	6,101.71	12,891.36	84,229.39	67,917.79	3,535.83	495,425.94	107,416.67	10,836.68	819,865.54
2008	18,630.48	36,690.13	18,210.58	19,178.73	5,513.66	130,650.01	8,123.70	7,274.43	897,020.54	67,958.30	-	1,209,250.57
2009	21,365.86	28,786.06	1,647.64	9,476.23	13,736.28	66,591.42	27,430.12	12,308.43	317,108.70	88,626.08	2,605.51	589,682.33
2010	18,847.18	10,102.87	7,584.18	2,459.29	3,067.54	37,296.03	8,572.25	841.44	361,033.06	53,090.87	5,904.89	508,799.60
2011	32,412.33	25,975.63	10,814.34	21,315.22	12,317.13	13,593.25	3,228.80	1,969.97	308,269.93	86,336.36	4,484.90	520,717.88
2012	34,513.36	16,557.99	10,728.04	2,549.71	3,403.71	17,799.75	6,545.81	-	176,776.00	57,591.90	4,760.70	331,226.96
2013	38,091.81	26,669.73	14,128.60	4,326.96	12,658.21	12,338.69	11,737.78	-	85,820.54	26,540.43	7,237.43	239,550.17
2014	38,950.52	8,714.78	9,903.23	3,603.37	1,911.17	19,602.04	8,198.37	-	148,148.33	44,132.82	5,037.17	288,201.80
2015	32,254.98	24,623.38	11,698.08	2,998.40	1,269.05	15,789.60	6,551.33	-	113,175.06	29,598.84	850.20	238,808.91
2016	31,036.06	31,007.18	3,027.96	11,605.25	1,572.02	23,389.18	4,101.97	-	132,391.44	21,537.41	3,201.95	262,870.43

Fonte: *Securities Industry and Financial Markets Association – SIFMA*. Disponível em <<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>>. Acesso em 29 jan. 2017.

O desenvolvimento das operações de securitização, no mercado financeiro europeu, conforme apresentado na Tabela 18, segue o mesmo sentido de crescimento exponencial apresentado pelo mercado estadunidense. Na Europa, as operações tiveram início em 1985, com um valor total de US\$ 55,55 milhões, e em 2016 atingiram o montante de US\$ 262,870 milhões, representando uma grande expansão na ordem de 473.114%.

A diferença que se observa é que, enquanto nos Estados Unidos as operações originadas no mercado imobiliário representam 86% do total das securitizações realizadas em 2015 (somando-se os valores das Tabelas 16 e 17), na Europa, o setor imobiliário tem uma representatividade menor, cerca de 47% do total das operações (Tabela 18).

2.3.2 Securitização no Brasil

2.3.2.1 Evolução histórica

No Brasil a primeira operação de securitização de que se tem conhecimento ocorreu em 1994, por meio da qual a empresa Mesbla Trust S.A. utilizou como lastro os direitos creditórios oriundos das vendas de cartão de crédito nas lojas de departamento Mesbla (LUXO, 2007; NORONHA, 2004; PINHEIRO, 2008).

De acordo com Noronha (2004), após essa operação seguiram-se outras:

- 1995 – Feniciapar Comerciais e Mappin Trust Comerciais;
- 1996 – Tectoy Comerciais, Dominunpar, Energipar, *Golden Cross* Comerciais, Bahia Trust e Rossi *Securities*;
- 1997 – Infovia Comerciais e Fininvest *Trust*;
- 1998 – Metal *Trust*;
- 1999 – TRK Brasil *Trust*;
- 2000 – *Chemical Trust*.

Somente em 1998, a partir da Resolução n.º 2.493, de 7 de maio de 1998, do Conselho Monetário Nacional (CMN), as instituições financeiras foram autorizadas a ceder os direitos creditórios originados de suas operações para companhias securitizadoras financeiras, com a finalidade de realizar operações de securitização.

Observa-se que no Brasil as operações de securitização se iniciaram pelos setores comerciais e industrial; posteriormente, foi introduzida no setor bancário, sendo indicada como possível causa a forte regulação à qual este setor é submetido (FAVERO JÚNIOR, 2014).

Inicialmente no Brasil foram utilizadas as Sociedades de Propósito Específico (SPE), com o objetivo de separar os riscos dos recebíveis em relação ao seu originador. Com a evolução da legislação, novos instrumentos foram incorporados para viabilizar as operações de securitização: os FIDC, os Certificados de Recebíveis Imobiliários e os Fundos de Investimento Imobiliário (SANTOS, 2013).

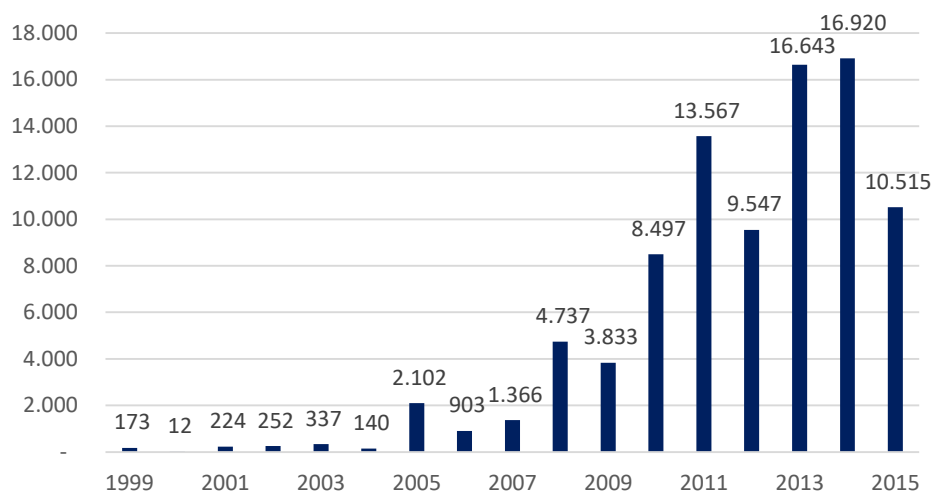
Atualmente existem no Brasil 04 (quatro) opções de constituição de mecanismos que facultam operações de securitização (FAVERO JÚNIOR, 2014):

- companhias securitizadoras de crédito financeiro;
- companhias securitizadoras de crédito imobiliário;
- companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio;
- fundos de investimento em direitos creditórios.

Com relação às companhias securitizadoras de crédito financeiro, a Resolução CMN n.º 2.493 foi revogada pela Resolução CMN n.º 2.686, de 26 de janeiro de 2000, na qual se especifica que essas companhias são constituídas sob a forma de sociedades anônimas por ações, e que se dedicam exclusivamente à compra de créditos oriundos das atividades praticadas por bancos múltiplos, comerciais, de investimentos, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil, companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimo e a Caixa Econômica Federal. A captação de recursos das companhias securitizadoras de crédito financeiro somente poderá ocorrer no país pela emissão de ações ou debêntures não conversíveis; no exterior, poderá ocorrer por meio da emissão de títulos e valores mobiliários.

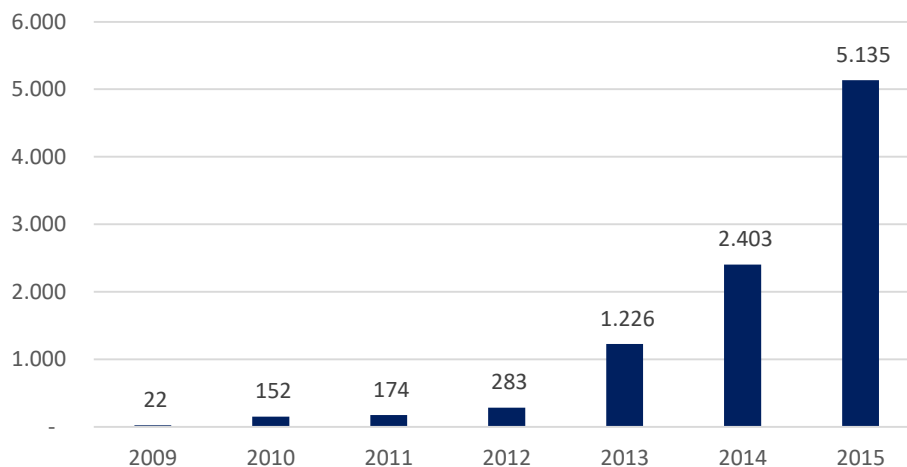
A Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997, criou no ordenamento jurídico brasileiro a figura da companhia securitizadora de crédito imobiliário, cuja finalidade é a aquisição e securitização de créditos provenientes de financiamento imobiliário, públicos ou privados, com a posterior emissão e venda no mercado financeiro de títulos denominados de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), que podem ter uma vinculação a crédito específico que serve de lastro, constituindo dessa forma um patrimônio separado da companhia emissora. Na Figura 15 apresenta-se a evolução das emissões de CRI.

Figura 15 – Evolução das emissões de CRI (em milhões de reais)



Fonte: Adaptado pelo autor com base em Anuário Finanças Estruturas 2016 – Uqbar, pág. 85.

Com relação às companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, o seu surgimento ocorre simultaneamente à regulação dos títulos de crédito do agronegócio com a publicação da Lei n.º 11.076, de 30 de dezembro de 2004. Especificamente sobre a securitização de direitos creditórios do agronegócio, a lei faz menção aos certificados de recebíveis do agronegócio (CRA), de emissão exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, e também financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária (art. 23, § 1.º, da Lei 11.076/2004). O aumento das emissões de CRA ao longo do tempo é demonstrado na Figura 16.

Figura 16 – Evolução das emissões de CRA (em milhões de reais)

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Anuário Finanças Estruturas 2016 – Uqbar, pág. 109.

Uma característica comum aos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) é a isenção do imposto de renda sobre os rendimentos de ambos os títulos, de acordo com a Lei 11.033, de 21 de dezembro de 2004, prevista em seu artigo 3.º, incisos II e IV respectivamente. A isenção do imposto de renda pode explicar em parte o aumento do interesse dos investidores por esses títulos, como pode ser constatado na Figura 16, pois o retorno proporcionado configura-se num patamar superior aos demais títulos, com base nesse benefício.

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) foi regulamentado pela Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n.º 356, de 17 de dezembro de 2001, e pela Instrução CVM n.º 484, de 21 de julho de 2010, sendo uma operação na qual os recursos captados com os investidores são destinados à aquisição de direitos creditórios (SANTOS, 2013). Referidos direitos compõem os ativos dos FIDCs, que no Brasil tiveram início em 2001 com a Resolução n.º 2.907 do Conselho Monetário Nacional (CMN).

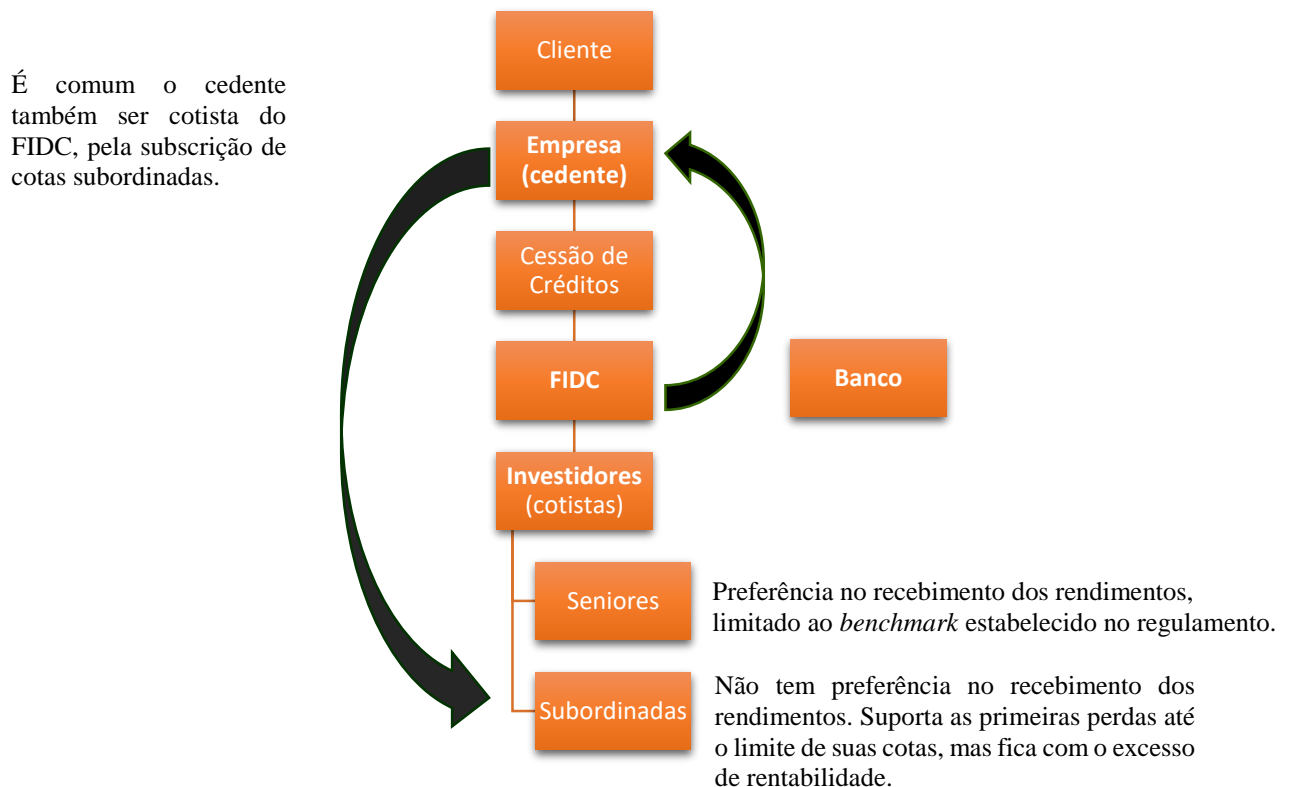
Com relação às IES, atualmente o veículo adequado para as operações de securitização são os FIDCs, pois a Instrução Normativa CVM n.º 356, no inciso I do artigo 2.º, especifica que direitos creditórios são direitos e títulos representativos de créditos, originados das atividades dos segmentos financeiro, comércio, indústria, imobiliário, hipotecas, arrendamento mercantil e prestação de serviços.

A operação inicia-se com um originador (empresa que detém os ativos e que necessita de recursos). Vale ressaltar que, quanto aos ativos lastros, mais especificamente se forem fluxos de caixa (recebíveis), podem ser de duas categorias: “performados” e “a performar”. Os performados são aqueles que a entrega do produto objeto da venda mercantil já se realizou ou a prestação de serviços ocorreu. Os da categoria “a performar” são resultantes de contrato de entrega futura, ou de serviços a executar (BM&FBOVESPA, 2016).

A partir desse ponto, deve ser identificado o montante a ser cedido, o prazo da cessão, para, na sequência, escolher o veículo que receberá os créditos cedidos, SPE ou FIDC (SANTOS, 2013).

O fluxo de uma operação tradicional de securitização, com a utilização do FIDC, pode ser visualizado na Figura 17.

Figura 17 – Fluxo de uma operação de securitização com a utilização do FIDC



Fonte: Luna, 2014. Semana Nacional de Educação Financeira – 2014, disponível em < www.portaldoinvestidor.gov.br/.../export/.../FundosEstruturados-SemanaENEF.ppt >. Acesso em 04.01.2017.

A sequência de atividades desenvolvidas numa operação de securitização por intermédio de um FIDC é a seguinte (SANTOS, 2013):

1. o originador faz a cessão dos créditos a receber para o FIDC;
2. o FIDC emite cotas sênior e subordinadas. Cada série de notas paga determinada taxa de juros, por um prazo específico;
3. no ambiente da Bolsa de Valores, as cotas são vendidas a investidores;
4. os investidores compram as cotas em troca de um prêmio, em certas condições de risco.

Além dos 03 (três) principais agentes envolvidos numa operação de securitização (originador, FIDC e investidores), outros participam desse tipo de operação, os quais são apresentados na sequência:

- o administrador do fundo, constituído sob a forma de pessoa jurídica, que institui propriamente o FIDC, e dispõe de todos os poderes necessários para a prática de atos necessários ao funcionamento do fundo, como a contratação de serviços da agência classificadora de risco (*rating*), auditoria, custódia, e de gestão da carteira, representando o fundo perante terceiros (FAVERO JÚNIOR, 2014);
- agência de *rating* responsável pela emissão da classificação de risco das cotas do FIDC que serão ofertadas publicamente, que serve como balizamento da probabilidade do não recebimento do principal e juros de um título (LUXO, 2007) e
- a agência de custódia, que tem como responsabilidade verificar não só a documentação que demonstra o lastro dos direitos creditórios, mas também se atendem aos critérios de elegibilidade do regulamento do fundo, além de efetuar a cobrança, liquidação física e financeira, em nome do fundo (FAVERO JÚNIOR, 2014).

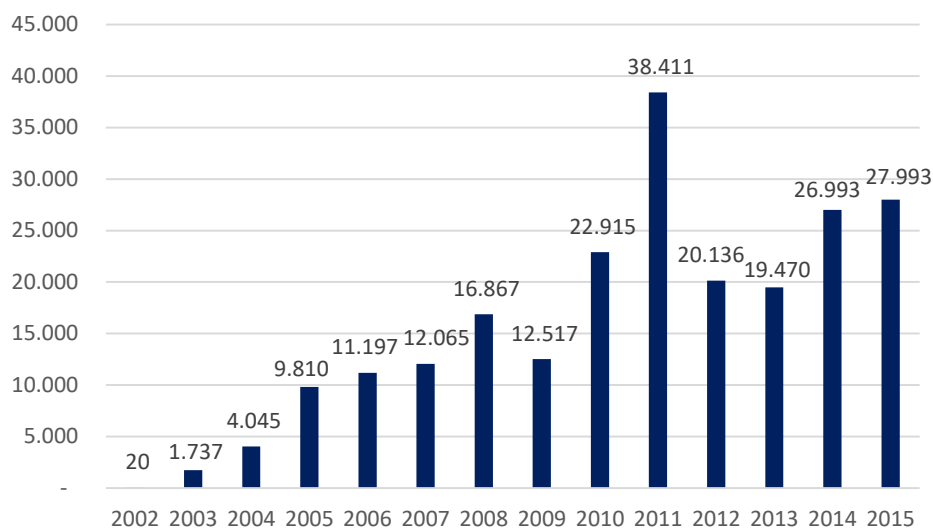
De acordo com Santos (2013), as operações de securitização de direitos creditórios movimentaram R\$ 149,8 bilhões, de 2000 a 2012, ou o equivalente a 3,4% do PIB de 2012, cuja composição está demonstrada na Tabela 19.

Tabela 19 – Composição das operações de securitização de 2000 a 2012 no Brasil

Instrumento	Quantidade de operações	R\$ (em bilhões)
Cotas de FIDC	596	87,8
Fundos de Investimento Imobiliário	391	39,3
Certificado de Recebíveis Imobiliário	563	22,6

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Santos (2013).

Na Figura 18 apresenta-se o volume total de emissões de cotas de FIDC, em milhões de reais, de 2002 a 2015.

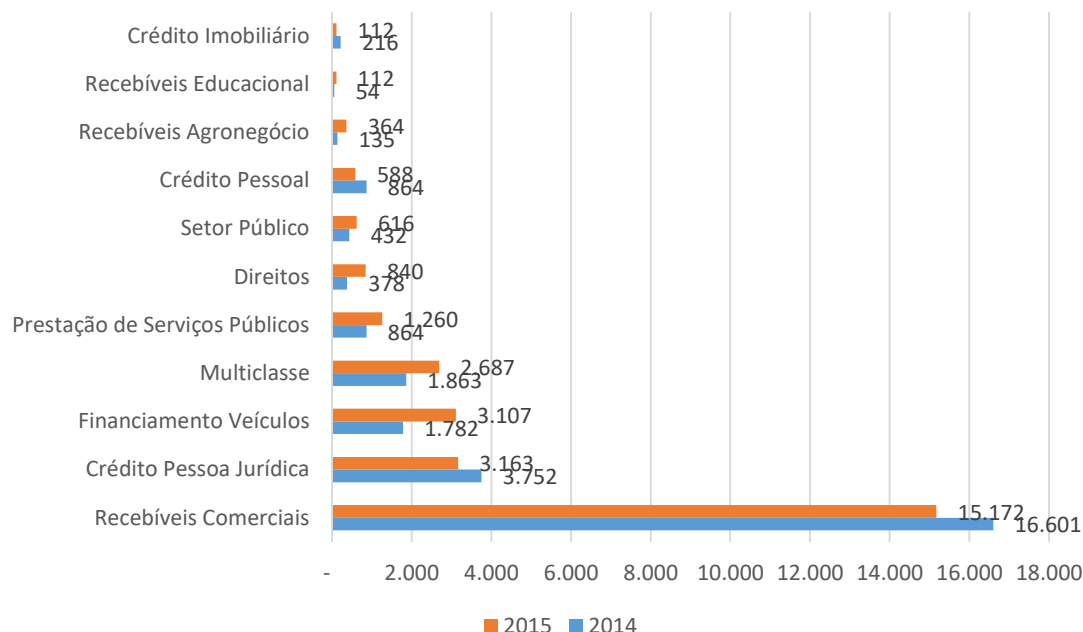
Figura 18 – Emissões de cotas de FIDC* no Brasil (em milhões de reais)

Fonte: Adaptado pelo autor com base em Anuário Finanças Estruturas 2016 – Uqbar, pág. 44

*Não incluso o FIDC Sistema Petrobrás – Não padronizado.

Com referência à origem dos ativos, na Figura 19 apresenta-se a composição das emissões de cotas dos FIDC por ativo lastro para 2014 e 2015.

Figura 19 – Emissões de cotas de FIDC* no Brasil por ativo lastro – em milhões de reais



Fonte: Adaptado pelo autor com base em Anuário Finanças Estruturas 2016 – Uqbar, pág. 45.

* Não incluso o FIDC Sistema Petrobrás – Não padronizado.

Verifica-se pela análise da Figura 19 que, de acordo com o ramo de atividade dos ativos lastros que originaram as cotas dos FIDCs, especialmente quanto ao setor educacional, os valores foram de R\$ 112 e R\$ 54 milhões, para 2015 e 2014, respectivamente, o que representa apenas 0,40% em 2015 e 0,20% em 2014 do total das emissões. Comparativamente ao mercado estadunidense em que a securitização dos recebíveis educacionais representaram em 2015 e 2014, os percentuais de 5,32% e 4,55%, respectivamente, excluindo-se as operações do mercado imobiliário, no segmento educacional brasileiro a securitização é pouco explorada. Percebe-se um potencial de crescimento considerável para o mercado brasileiro de operações de securitização originadas por recebíveis educacionais.

Quanto à remuneração das cotas do FIDC, a prática nacional tem sido a sua indexação às taxas dos Certificados de Depósitos Interfinanceiros (CDI), portanto, na maioria das vezes, utiliza-se uma remuneração pós-fixada (PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

2.3.2.2 Riscos presentes numa operação de securitização

Do ponto de vista do investidor, o risco de crédito é um dos principais riscos considerando-se que o retorno de uma securitização está ligado diretamente ao recebimento dos créditos adquiridos (PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

A prática que possibilita ajustar o nível de risco de crédito ao limite aceitável do investidor denomina-se *credit enhancement*. Entre os métodos de *enhancement* existem: a vinculação à carta de crédito, a incorporação de uma apólice de seguro de crédito, a existência de *spread* entre as taxas de remuneração do ativo e do passivo, a sobrecolateralização e as estruturas de senioridade e subordinação (FABOZZI JR. *et al.*, 2006 *apud* PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

No caso brasileiro, o método de qualidade creditícia (*enhancement*) geralmente utilizado é o da senioridade e subordinação das cotas. O FIDC emite cotas seniores que não se subordinam às demais quando houver o pagamento de amortização e resgate do ativo securitizado (lastro), e cotas subordinadas, cuja característica é que o pagamento de amortização e resgate subordina-se à cota sênior. Ao receber os pagamentos das operações de crédito da carteira, o administrador do fundo em primeiro lugar amortiza e remunera as cotas seniores, e em segundo lugar, as cotas subordinadas, se existirem recursos. Assim, a inadimplência dos ativos lastros reflete-se principalmente sobre as cotas subordinadas, e somente no caso de sua elevação irá comprometer as cotas seniores. Ressalte-se que geralmente as cotas subordinadas são adquiridas pela companhia que originou os recebíveis (PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

O *credit enhancement* é utilizado para se obter uma boa nota de crédito, nas agências classificadoras de risco, com a consequente redução do custo de captação (FAVERO JÚNIOR, 2014):

- a cota subordinada expõe o cedente às perdas iniciais ou aos recebimentos residuais do fluxo de caixa da carteira de ativos cedidos;
- também fornece uma motivação para que o cedente tenha interesse no desempenho dos ativos, pois ele participa da operação como investidor, funcionando com uma sinalização para o mercado da qualidade dos ativos cedidos (LANDSMAN; PEASNELL; SHAKESPEARE, 2008);

- protege os investidores do problema de seleção adversa em função de o cedente possuir maior conhecimento sobre o risco de crédito dos ativos transferidos (CHEN; LIU; RYAN, 2008).

Pinheiro e Savoia (2009) destacam que as outras possíveis fontes de riscos para os investidores em cotas de FIDC são os descasamentos das taxas entre os ativos e passivos do fundo, pois normalmente os créditos adquiridos são prefixados e as cotas emitidas são remuneradas por taxas posfixadas, e a volatilidade das taxas de juros, pois, caso as taxas do CDI se elevem a um patamar considerável, aumentando a remuneração das cotas do FIDC, poderá causar a falta de recursos do fundo para o cumprimento de suas obrigações.

Diversos autores mencionam outros riscos na securitização, como: o risco de preço, quando o valor da dívida supera o valor do bem financiado, levando o tomador a não quitar sua dívida; o risco de liquidez, pelo descasamento do fluxo de caixa (entradas e saídas) do fundo; o risco sistêmico, caracterizado por um aumento generalizado da inadimplência; o risco cambial, quando o ativo lastro é indexado à moeda estrangeira; riscos operacionais das atividades desempenhadas pelas partes envolvidas (originador do crédito, prestadores de serviços, administrador do fundo etc.) e o risco de seleção adversa, observado quando são mantidos os piores ativos na carteira do originador (CARNEIRO e GOLDFAJN, 2000; RANIERI, 1996; KOTHARI, 2006; GREENBAUM e THAKOR, 1987 *apud* PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

Em estudo conduzido por Pinheiro e Savoia (2009), com a análise de alguns cenários possíveis de elevação de riscos, concluiu-se que a hipótese do cotista sênior receber uma remuneração abaixo da indicativa é remotíssima, o que justifica as elevadas classificações concedidas (*rating*) pelas agências classificadoras de risco a essa operação. Quanto às cotas subordinadas, dentro das condições de normalidade de cenário, todas as simulações apresentaram retornos superiores à taxa do CDI em 99% das vezes, com uma única exceção - a 95%. Em condições de *stress*, a remuneração média das cotas subordinadas mostrou-se superior à taxa do CDI no percentil de 1% em 20 tipos de simulações, portanto considerado de baixo risco.

Outro mecanismo de mitigação de riscos é a possibilidade do estabelecimento de condições a serem cumpridas por parte do cedente. Existem duas formas de cessão dos direitos creditórios: a com coobrigação e a sem coobrigação. No caso da primeira, o cedente encontra-se coobrigado com a realização dos fluxos de caixa dos direitos creditórios transferidos. Na

segunda alternativa, não existe referida coobrigação, ou seja, não existe a compensação por parte do cedente com o cessionário, de compensação do créditos inadimplidos (NORONHA, 2004).

Além disso, a partir da promulgação da Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, mais especificamente no § 1.º, do artigo 136, conhecida como Lei de Falências no Brasil, foi instituída uma garantia a mais aos investidores ao dispor que, na hipótese de securitização de créditos, não será revogado o ato de cessão dos direitos creditórios ou declarada sua ineficácia, no caso de decretação de falência do originador.

Por último, no caso dos títulos emitidos por instituição financeira, no caso particular de operações de securitização, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), existe a cobertura instituída pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC), que teve sua criação autorizada por meio da edição da Resolução n.º 2.197, do Conselho Monetário Nacional (CMN), de 31 de agosto de 1995, constituindo-se numa entidade privada, sem fins lucrativos, com a finalidade de administrar mecanismos de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras. São instituições associadas ao FGC as instituições financeiras que recebem depósitos à vista, a prazo, em contas de poupança, e as associações de poupança e empréstimo, com exceção das cooperativas de crédito e as seções de crédito das cooperativas (CMN, 1995).

De acordo com a Resolução do Banco Central do Brasil (BCB) n.º 4.469, de 25 de fevereiro de 2016, que alterou a Resolução BCB n.º 4.222, de 23 de maio de 2013, a contribuição mensal das entidades associadas ao FGC é de 0,0125% (cento e vinte e cinco décimos de milésimos por cento) do montante dos saldos mensais das contas referentes aos seguintes instrumentos: depósitos à vista, poupança, Certificados de Depósito Bancário (CDB), LCI, LCA e Letras de Crédito (BCB, 2016).

O montante da cobertura dos créditos proporcionada pelo FGC é de até R\$ 250 mil, considerado para cada depositante, identificado pelo seu respectivo Cadastro de Pessoa Física (CPF), contra cada instituição financeira associada, ou contra todas as instituições associadas do mesmo conglomerado financeiro, limitado ao saldo existente (BCB, 2013).

2.3.2.3 Instituições de Ensino e securitização

Segundo Saurin (2004), há três fontes de recursos privados para a educação superior:

- cobrança de encargos educacionais, compreendida pelas matrículas e mensalidades pagas pelos estudantes pagantes;
- crédito educativo, caracterizado por um sistema de pagamento diferenciado que possibilita o acesso de alunos com bom nível intelectual provenientes de famílias de baixa renda;
- prestação de serviços remunerados, que contribui com a geração de recursos para a IES e seu desenvolvimento acadêmico.

Dentre as alternativas para atender as necessidades de financiamento das IES, de acordo com seu perfil, destacam-se os fundos imobiliários e a securitização de recebíveis (SAURIN, 2004).

No caso dos fundos imobiliários, ocorre a venda dos prédios da IES a esses fundos que na sequência os aluga de volta para as IES, utilizando-se de um título conhecido como Certificado de Recibo Imobiliário, enquanto na securitização de recebíveis existe a antecipação de um fluxo de receitas futuras das mensalidades a receber (SABBAG, 2003).

Algumas IES brasileiras realizaram operações de securitização, segundo Santos (2013), tendo como lastro recebíveis de contratos de educação com alunos, estruturadas na forma de debêntures (instrumento de dívida), como a Universidade Luterana do Brasil (ULBRA), do Rio Grande do Sul, em 2003, cujo volume atingiu o montante de R\$ 333 milhões; o Centro Universitário da Cidade (UniverCidade), do Rio de Janeiro, em 2004, com o montante de R\$ 61 milhões e a Universidade de São Paulo (UNICID), de São Paulo, no valor de R\$ 40 milhões.

No caso das debêntures emitidas pela UNICID, as agências de risco *LF Rating* e a *Austin Rating* atribuíram nota A+ e BB+, respectivamente. A classificação informada é indicativa de grau de investimento, ou seja, com baixo risco para os investidores e baixa probabilidade de *default* (inadimplência). As notas de risco são um dos requisitos para a operação dos títulos na Bolsa de Valores (SANTOS, 2013).

Este capítulo teve como finalidade retratar o panorama da educação superior no Brasil, especificamente no segmento de graduação de modo amplo, com sua evolução histórica e mecanismos de avaliação e regulação. Foram apresentados também os principais programas de financiamento estudantil, públicos e privados, no Brasil e nos demais países integrantes do

bloco econômico BRICS, com exceção da África do Sul. Demonstrou-se, ainda, a origem e evolução da securitização no seu país de origem (EUA) e no Brasil, apontando os segmentos da atividade econômica que se utilizam dessa operação financeira, nos mercados estadunidense, europeu e brasileiro. No final, expuseram-se casos de IES brasileiras que realizaram operações de securitização que tiveram por base recebíveis educacionais.

O capítulo a seguir, Método de Pesquisa, evidencia o caminho trilhado para o desenvolvimento da pesquisa neste estudo.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Este capítulo tem como propósito explicitar quais técnicas e procedimentos foram utilizados pelo pesquisador para responder ao problema de pesquisa. São fornecidos os critérios para a seleção dos respondentes, bem como os instrumentos para coleta dos dados e sua validação e, finalmente, como se deu sua análise.

A administração de empresas, assim como as demais ciências sociais, entre elas a psicologia, antropologia, educação e outras têm em comum a preocupação com o estudo de aspectos e fenômenos culturais, educacionais, políticos, econômicos etc. (GODOY, 1995).

Segundo Matias-Pereira (2012), o método de pesquisa é a maneira pela qual os fatos serão verificados em sua dimensão de veracidade, e da forma pela qual os pesquisadores disporão para a explicação dos fenômenos objeto do estudo.

3.1 Delineamento da pesquisa

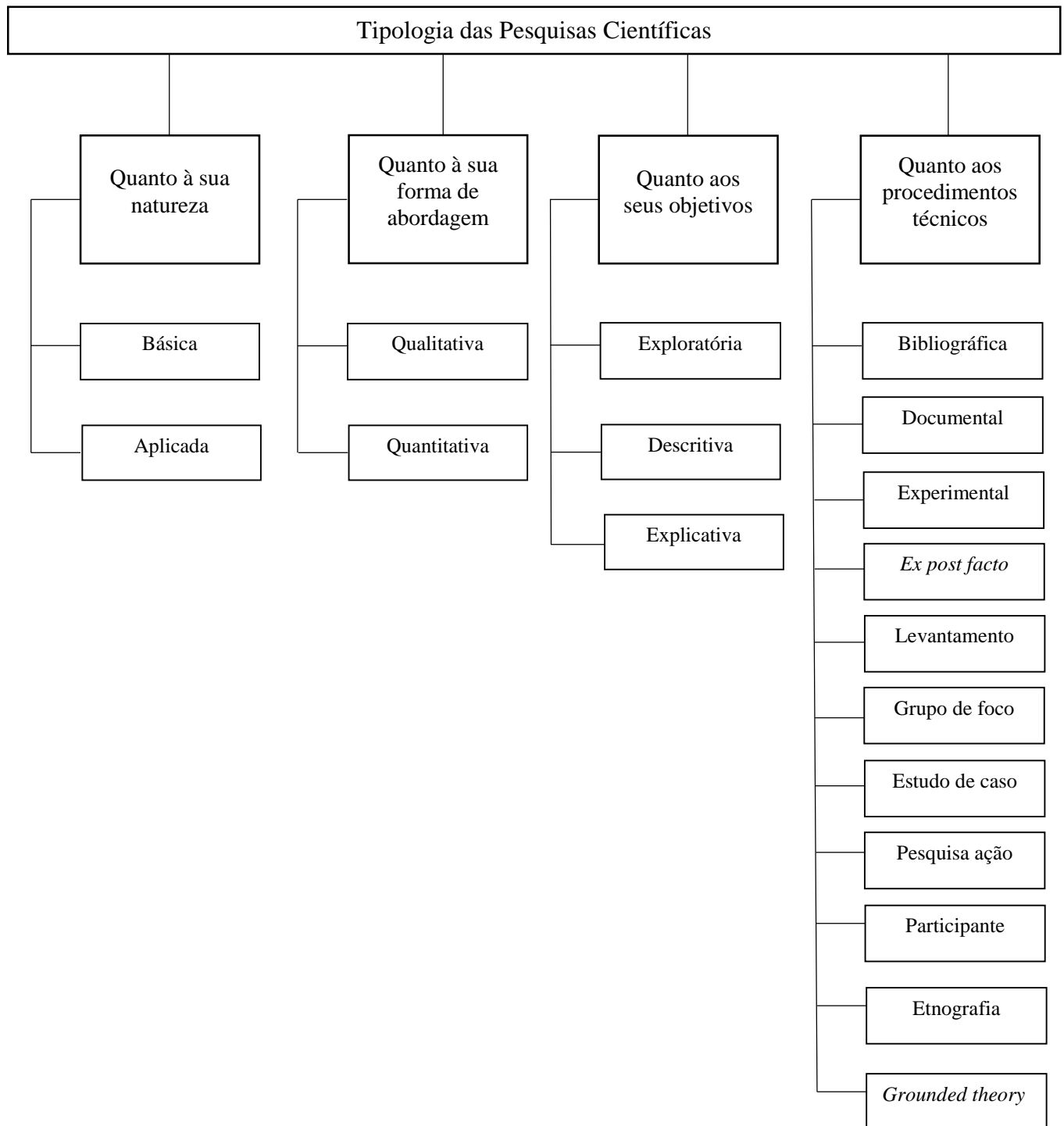
De acordo com Nielsen, Olivo e Morilhas (2017), pode-se classificar a pesquisa científica em quatro dimensões distintas, as quais são detalhadas na Figura 20, quanto

- à natureza;
- à sua forma de abordagem;
- aos seus objetivos;
- aos seus procedimentos técnicos.

No tocante à natureza, as categorias possíveis são: pesquisa básica ou aplicada. A pesquisa básica tem como propósito preencher uma lacuna no conhecimento, enquanto a pesquisa aplicada tem como finalidade a resolução de problemas distintos presentes nas sociedades (GIL, 2010).

Com base nas definições mencionadas, verifica-se que o presente estudo está inserto nas pesquisas aplicadas, pois teve como objetivo propor soluções para um problema atual que se faz sentir no segmento da atividade econômica relativo ao ensino superior brasileiro.

Figura 20 – Tipologia das pesquisas científicas



Fonte: Nielsen *et al.* (2017).

No aspecto relativo à forma de abordagem, as classificações indicadas são: qualitativa e quantitativa.

A perspectiva qualitativa busca compreender um tema ainda pouco estudado quanto a grupos específicos (SAMPIERI; COLLAD; LÚCIO, 2013), enquanto a abordagem quantitativa, em especial o projeto de levantamento, tem como objetivo a generalização, partindo-se de uma amostra para a população (CRESWELL, 2010).

No presente estudo adotou-se o enfoque misto, de maneira sequencial. Nesse sentido, o estudo da securitização de recebíveis, como forma de financiamento estudantil no âmbito das instituições de ensino superior privadas no Brasil, mostra-se aderente ao método de pesquisa misto pelas razões expostas a seguir.

Conforme mencionado na Justificativa, foram encontrados apenas 08 (oito) trabalhos que citam a securitização como fonte de financiamento da educação superior, caracterizando o tema como pouco estudado no Brasil, corroborando o que é relatado por Sampieri, Collad e Lúcio (2013), adequando-se, dessa forma, na abordagem qualitativa da pesquisa.

Quanto à abordagem quantitativa, o levantamento proporcionou a apresentação de um quadro das formas de financiamento estudantil utilizadas pelas instituições de ensino superior privadas brasileiras e sua participação na captação de alunos, além das taxas de inadimplência dos recebíveis educacionais, custo do capital de terceiros e sua participação na estrutura de capital das IES.

Sobre a dimensão dos objetivos da pesquisa, os tipos são: exploratória, descritiva e explicativa. A perspectiva exploratória tem como fim tornar mais explícito o problema ou construir hipóteses, proporcionando maior familiaridade com ele. Aplicando-se, desta forma, a um fenômeno pouco conhecido e estudado. A pesquisa descritiva, utilizando-se de variáveis relacionadas com a classificação, medida ou quantidade, busca descrever as características de uma população, fenômeno ou experimento. Pode ainda ter a finalidade de identificar possíveis relações entre as variáveis, sendo a maioria realizadas com objetivos profissionais. E, por fim, sob o enfoque explicativo, a pesquisa é caracterizada entre aquelas com o propósito de identificar as causas que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos estudados, explicando a razão e o porquê das coisas, além dos seus efeitos (GIL, 2010; NIELSEN *et al.*, 2017).

Dito isso, a pesquisa desenvolvida no presente estudo enquadra-se quanto aos seus objetivos na abordagem descritiva, uma vez que se buscou relatar características de programas de financiamento estudantil, públicos e privados, em âmbito nacional e no exterior (BRIC), apresentar operações de captação de recursos por meio da securitização de recebíveis, retratando suas particularidades, levantar com profissionais dos segmentos educacional e financeiro informações que pudessem colaborar na elaboração de uma proposta de modelo de financiamento estudantil.

Quanto aos procedimentos técnicos utilizados, são apresentados na seção seguinte.

3.2 Etapas da Pesquisa

Para a consecução dos objetivos propostos, a pesquisa foi formulada com as seguintes etapas:

- 1 – levantamento, de natureza quantitativa, do tipo descritivo, como forma auxiliar para o desenvolvimento da etapa 2, com enfoque no conhecimento prático do tema e descrição da situação atual das IES brasileiras sobre o financiamento estudantil, bem como descobrir instituições de ensino que tenham realizado operações de securitização;
- 2 – estudo de caso, de natureza qualitativa, por meio do qual se busca: (i) analisar as decisões implementadas e seus respectivos resultados por uma ou mais instituições de ensino superior privada que tenham utilizado a securitização de recebíveis no Brasil e (ii) captar as percepções dos profissionais de finanças estruturadas quanto à participação do setor educacional na securitização de recebíveis em âmbito nacional.

Quadro 12 – Etapas da pesquisa

Critérios	Etapa 1	Etapa 2
Tipo	Descritiva	Descritiva
Natureza	Quantitativa	Qualitativa
Técnica	Levantamento	Estudo de Caso
Fonte de dados	Primários: obtidos por questionário aplicado por meio eletrônico.	Primários: obtidos por roteiro estruturado de entrevista. Secundários: obtidos por análise documental.
Amostra	Executivos financeiros das IES.	Por conveniência: IES privadas brasileiras. Amostra não probabilística: profissionais de finanças estruturadas.

Fonte: Adaptado de Guedes, 2016.

Essas etapas serão descritas com mais detalhes nos próximos tópicos.

3.2.1 Etapa 1 - Levantamento de natureza quantitativa, do tipo descritivo

A pesquisa de natureza descritiva tem por objetivo detalhar as características de um fenômeno, população, utilizando-se de classificações, medidas e quantidade quanto a seu tema de estudo (NIELSEN *et al.*, 2017).

A abordagem quantitativa explora um fenômeno em sua amplitude, permitindo generalizações. Dessa forma, a descrição de eventos realiza-se preferivelmente por intermédio de pesquisas quantitativas (NIELSEN *et al.*, 2017).

Segundo Gil (2010), o levantamento dirige-se ao recolhimento de informações de um grupo significativo de pessoas sobre o tema em estudo, sendo mencionadas as vantagens e desvantagens inerentes aos levantamentos, as quais estão apresentadas no Quadro 13.

Quadro 13 – Vantagens e desvantagens do levantamento

Vantagens	Desvantagens
Conhecimento direto da realidade.	Ênfase nos aspectos perceptivos.
Economia e rapidez.	Pouca profundidade no estudo do fenômeno.
Quantificação.	Apreensão limitada do processo de mudança.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Gil (2010).

Esta etapa da pesquisa, portanto, deu-se pela coleta de dados por questionário estruturado que teve, como grupo-alvo, o que abaixo se identifica:

- gestores financeiros de instituições de ensino superior privadas no Brasil, para descobrir quais são os principais mecanismos de financiamento estudantil utilizados, sua importância na captação de alunos, taxa de inadimplência dos recebíveis da educação superior, custo do capital de terceiros utilizados, prazo de amortização e sua participação na estrutura de capital da IES, além de se conhecerem instituições que já se serviram das operações de securitização de recebíveis.

Com os gestores financeiros foi utilizada uma amostra não probabilística que se constituiu dos membros congregados no FinancIES – Fórum dos Executivos Financeiros para as Instituições de Ensino no Brasil, que, segundo seu sítio eletrônico⁵, é composto por cerca de 1.200 profissionais financeiros. A escolha desse grupo baseia-se nos seguintes argumentos:

⁵ www.financies.com.br

- pela expressividade do número de participantes, levando-se em conta que atualmente existem 2.364 IES, das quais 2.069 instituições privadas, de acordo com o censo da educação superior 2015, no Brasil (INEP, 2015);
- em razão dos conhecimentos técnicos específicos desse público relacionados com a área financeira.

Os respondentes foram contactados por *e-mail*, que pode ser visto no apêndice A, no qual resumidamente são apresentados: o pesquisador deste trabalho, o tema da dissertação, seus objetivos e o convite para participarem do estudo.

O referido e-mail foi enviado para a base de dados do FinancIES, na qual constam 560 (quinhentas e sessenta) IES diferentes. Na primeira rodada foram obtidas 16 (dezesseis) respostas. Como o número foi considerado baixo, foi solicitado ao diretor do Fórum que fizesse uma nova rodada de envio do questionário, ocasião em que se obtiveram mais 15 (quinze) participações, totalizando 31 (trinta e uma) respostas.

3.2.2 Etapa 2 - Estudo de caso

O estudo de caso é necessário quando se deseja entender fenômenos sociais complexos (YIN, 2010).

De acordo com Yin (2010), o estudo de caso como método de pesquisa possui algumas características marcantes, as quais estão listadas ao lado de sua aplicação nesta pesquisa, como apresentado no Quadro 14.

Quadro 14 – Características do estudo de caso e sua aplicação nesta pesquisa

Características do estudo de caso	Aplicação nesta pesquisa
Investiga fenômenos contemporâneos com profundidade, em seu contexto, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos.	Tanto a expansão do FIES (2010) quanto seu declínio (2015) são fenômenos recentes, ainda não determinada toda a extensão de suas consequências para o setor educacional.
Enfrenta situação técnica diferenciada, exibindo mais variáveis de interesse do que fontes de dados.	A formulação e execução de programas de financiamento estudantil privados é um fenômeno específico e complexo, com poucos dados disponíveis e muitas variáveis.
Múltiplas fontes de evidência, com a necessidade de triangulação dessas.	Os dados serão triangulados com base na teoria e análise das informações obtidas com executivos financeiros das IES e operadores do mercado financeiro.
Beneficia-se do desenvolvimento anterior de proposições teóricas para a realização da coleta e análise dos dados.	Os dados obtidos serão analisados sob o enfoque das teorias de finanças corporativa e de securitização.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Yin (2010).

De acordo com Creswell (2010), a estratégia de investigação do tipo estudo de caso é adequada quando se pretende explorar processos, atividades e eventos.

Com base no exposto, cotejando com o objetivo principal deste estudo, cujo resultado almejado foi a proposição de um programa de financiamento estudantil, com captação de recursos para seu desenvolvimento por meio da securitização de recebíveis, no âmbito das instituições brasileiras de ensino superior privadas, em nível de graduação, tem-se que o método de estudo de caso foi capaz de evidenciar informações relevantes da organização, com vistas a extrair lições para o aperfeiçoamento do programa proposto.

Quanto às unidades de análise que se propuseram a participar da etapa de estudo de caso, temos as seguintes IES: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RIO), que declarou nas observações do questionário que nunca tinha realizado operações de securitização, Universidade Cruzeiro do Sul (SP), Faculdade Nova Roma (PE), FAESA – Faculdades Associadas Espírito Santenses (ES) e Universidade FEEVALE (RS).

Todas as 05 (cinco) IES mencionadas foram contactadas, mais de uma vez, por meio do canal disponibilizado (telefone ou e-mail), quando se solicitou o preenchimento do roteiro estruturado (apêndice E). Todavia, após várias tentativas, somente as instituições FEEVALE e PUC-RIO preencheram efetivamente o instrumento de coleta, o qual foi objeto de discussão posterior por meio de ligação telefônica para validação e complemento das informações.

Além dessas IES, foram realizados contatos com as instituições de ensino identificadas no item 2.3.2.3 *Instituições de Ensino e securitização*, deste trabalho: Universidade Luterana do Brasil (ULBRA) do Rio Grande do Sul e Universidade da Cidade de São Paulo (UNICID), de São Paulo. O Centro Universitário da Cidade (UniverCidade) do Rio de Janeiro não foi procurado em virtude de ter sido descredenciado pelo Ministério da Educação – MEC, em 2014, conforme apurado em notícias veiculadas na imprensa.

A ULBRA, até o fechamento deste estudo, não respondeu às informações solicitadas e, quanto à UNICID, apurou-se que ela foi incorporada pela Universidade Cruzeiro do Sul (SP), fato confirmado por sua Gerente Financeira, que se prontificou a levantar as informações a respeito da operação de securitização da UNICID. Contudo, até o término desta dissertação, não houve nenhuma resposta, nem da UNICID, nem da Universidade Cruzeiro do Sul, apesar de vários contatos realizados após a conversa inicial.

Quanto aos profissionais do mercado financeiro, foram contactados aqueles que figuram na publicação Anuário Finanças Estruturadas 2016 (Uqbar, 2016), da empresa Uqbar Educação

e Informação Financeira Avançada Ltda., criada em 2003, que se dedica ao fornecimento de informações especializadas sobre o mercado - nacional e internacional - de finanças estruturadas. O anuário elabora uma série de classificações com os agentes que mais movimentam o mercado financeiro brasileiro de títulos securitizados. Dessa forma, foram escolhidas as empresas que atuam como administradoras e/ou gestoras de fundos de investimentos em direitos creditórios, em função de suas atividades desenvolvidas, conforme explicitado no item 2.3.2.1 *Evolução histórica* (Securitização no Brasil) do presente estudo.

A relevância dos administradores selecionados no mercado dos FIDCs está demonstrada na Tabela 20, com base no total do Patrimônio Líquido administrado ao final de 2015.

Tabela 20 – *Ranking* de Administradores de FIDC por montante de PL em 2015.

Nome	Montante	Posição	Participação %
Oliveira Trust	2.444.097.351	1	36,9
Bradesco DTVM (BEM)	1.931.897.929	2	29,1
Gradual Investimentos	636.980.672	3	9,6
SOCOPA	524.361.428	4	7,9
Santander Securities Services	417.422.773	5	6,3
Concórdia Corretora de Valores	311.485.794	6	4,7
BRL Trust	193.487.804	7	2,9
Petra Capital	83.089.664	8	1,3
Planner	56.052.593	9	0,8
Intrader DTVM	25.616.023	10	0,4
Dez maiores	6.624.492.031	-	99,9
Total do mercado	6.632.196.192	-	100,0

Fonte: Adaptado pelo autor com base no Anuário Finanças Estruturadas 2016 (Uqbar, 2016, pág. 152).

Na Tabela 21 apresenta-se a expressão dos gestores na indústria dos FIDCs, com base em 2015, também tomando-se por base o critério do montante do Patrimônio Líquido sob a gestão dos 10 maiores participantes.

Tabela 21 – Ranking de Gestores de FIDC por montante de PL em 2015.

Nome	Montante	Posição	Participação %
Oliveira Trust	1.927.306.972	1	29,1
Bradesco Asset Management	1.904.326.429	2	28,7
Integral Investimentos	687.611.384	3	10,4
RCB Planejamento Financeiro	401.334.603	4	6,1
Angá Administradora de Recursos	311.485.794	5	4,7
R2C Gestora de Investimentos	224.275.876	6	3,4
Cultinvest Asset Management	149.052.211	7	2,2
BRL Trust	143.442.044	8	2,2
Global Gestão e Investimentos	110.131.220	9	1,7
Vision Brazil Gestão de Investimentos	109.769.494	10	1,7
Dez maiores	5.968.736.027	-	90,2
Total do mercado	6.632.196.191	-	100,0

Fonte: Adaptado pelo autor, com base em Anuário Finanças Estruturadas 2016 (Uqbar, 2016, pág. 161).

Foram contactados todos os 18 (dezoito) participantes, entre administradores e gestores, considerando-se que as empresas BRL Trust e Oliveira Trust atuam nas duas funções simultaneamente. Após diversos contatos diretos com as empresas, obteve-se êxito em somente 02 (duas) respostas, as quais foram fornecidas por empresas que solicitaram que seus nomes não fossem revelados por questão de confidencialidade. Com a finalidade de se aumentar o número de participantes, foram realizadas tentativas junto a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, com o pedido de encaminhamento do instrumento de coleta para as empresas. O responsável pela área de Comunicação Institucional da Associação, após consulta à diretoria da entidade, respondeu negativamente em virtude de a ANBIMA estar impossibilitada de repassar aos seus associados quaisquer tipos de pesquisas ou de divulgar os contatos de seus membros.

Por último, considerando que nenhuma das IES que participaram do Estudo de Caso tinham realizado operações de securitização, e havendo a necessidade de triangulação da coleta das evidências, foi realizada uma entrevista que não estava originalmente prevista. A entrevista do tipo por pautas, de forma não estruturada, deu-se com o Superintendente de Produtos e Novos Negócios da empresa Ideal Invest S.A., gestora do principal FIDC atuante no mercado nacional, cujos direitos creditórios são oriundos do segmento da educação superior. Além disso foram obtidos dados secundários do Fundo nos sítios eletrônicos⁶ das empresas Ideal Invest e

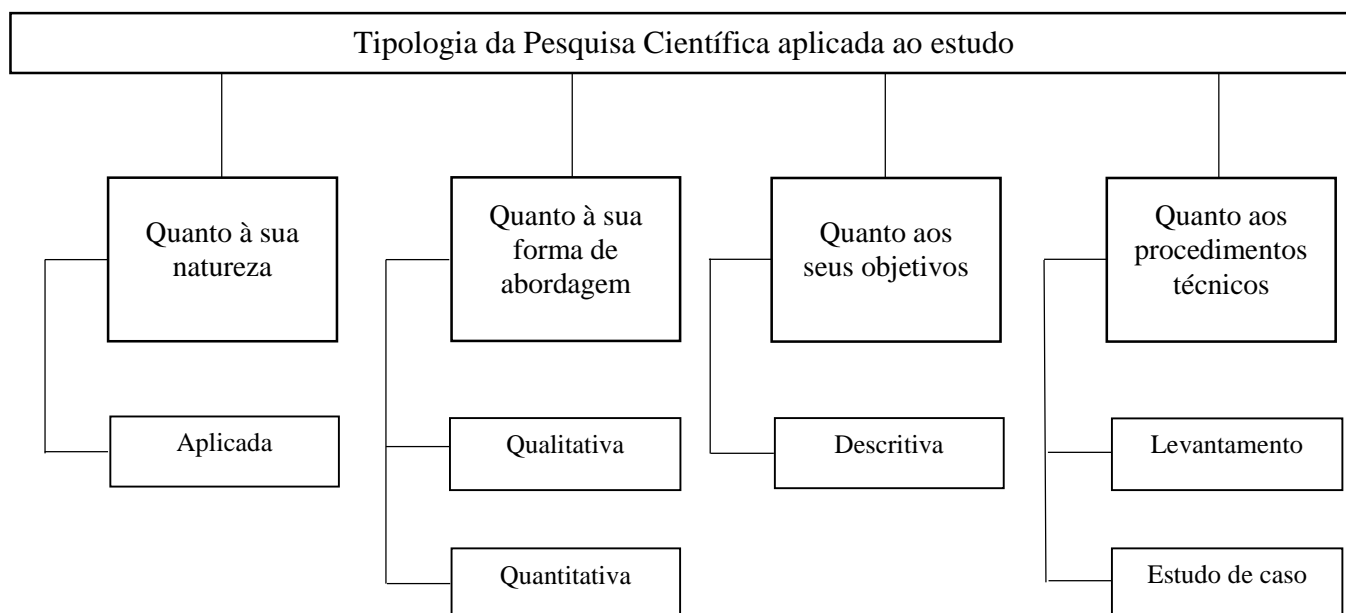
⁶ Disponível em: <<http://instituicao.idealinvest.com.br/>>; <<http://www.oliveiratrust.com.br/portal/>>; <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/fidcs-listados.htm>. Acesso em 27 out de 2017.

Oliveira *Trust*, gestora e administradora, respectivamente do FIDC Crédito Universitário e da BM&FBOVESPA, a saber:

- a) Ideal *Invest* - Formulário de Referência; Lâmina de informações do exercício de 2017 e Política de Gestão de Riscos;
- b) Oliveira *Trust* - Demonstrações Financeiras Auditadas 2016; Demonstrativo Trimestral – 1.º Trimestre de 2017 e dos 2.º, 3.º e 4.º trimestres de 2016 e Relatórios de *Rating* de janeiro-março-julho-agosto de 2016 e janeiro e fevereiro de 2017, emitidos pela Standard & Poor's Ratings do Brasil Ltda.;
- c) BM&FBOVESPA - Regulamento do Crédito Universitário FIDC, Informes mensais de outubro/2016 a setembro/2017 e Relatório de Monitoramento de Risco.

No desenvolvimento desta pesquisa, valeu-se dos aspectos quanto à natureza, forma de abordagem, objetivos e aos procedimentos técnicos, constantes na Figura 21.

Figura 21 – Tipologia da pesquisa científica aplicada neste estudo



Fonte: Adaptado pelo autor com base em Nielsen *et al.*, 2017.

3.3 Processo de análise dos dados

Os dados coletados em todas as etapas são considerados relevantes para responder à pergunta de pesquisa.

Tais dados foram classificados no Quadro 12 como primários e secundários. Dados primários são aqueles coletados para completar o projeto de pesquisa, originados por meio de levantamentos (questionários, entrevistas etc.). Por sua vez, dados secundários são aqueles coletados para outro propósito de pesquisa (HAIR, JR. *et al.*, 2007).

A partir dos dados coletados nas 02 (duas) etapas mencionadas, procedeu-se à análise da maneira a seguir exposta.

No tocante à etapa 1 – Levantamento de natureza quantitativa, do tipo descritivo, foram aplicados procedimentos de estatística descritiva, tais como: tabulação dos dados, contagem de frequência e medidas de tendência central (HAIR, JR. *et al.*, 2007). Dessa forma não foram realizadas correlações, projeções ou extrapolações com os dados coletados.

Com relação à etapa 2 – Estudo de caso, considerado uma pesquisa empírica, possui uma história para contar, sendo a adoção de uma estratégia analítica a orientação geral para descrever essa história. A análise do estudo de caso compreende a organização dos dados em categorias, tabelas e na recombinação de evidências, constituindo-se a estratégia analítica em quatro possíveis abordagens (YIN, 2010):

- contar com as proposições teóricas;
- desenvolver descrições do caso;
- usar dados quantitativos e qualitativos;
- examinar as explorações rivais.

Considerando o objetivo desta etapa da pesquisa, a estratégia analítica geral utilizada será o desenvolvimento da descrição do caso. Dessa forma, o estudo de caso está estruturado para cobrir os tópicos, a saber:

- 1 as motivações da IES para a utilização de operações de securitização de recebíveis; as principais dificuldades encontradas na preparação antes, durante e após a operação de securitização; os custos implicados; a coordenação necessária entre os diversos agentes envolvidos; o tempo utilizado para a concretização de todo o processo de securitização, podendo ser dividido em etapas e finalmente os resultados alcançados pela IES;

- 2 as percepções dos profissionais de finanças estruturadas a respeito de fatores como a relevância da origem dos direitos creditórios (bens vendidos *versus* serviços prestados), do porte da empresa cedente, da reputação dos administradores do fundo, isenção de impostos, existência ou não de garantias colaterais, evolução futura do mercado de securitização no Brasil e custos envolvidos;
- 3 a forma de atuação do Crédito Universitário FIDC, com detalhes da sua operação, taxa de inadimplência dos recebíveis, custos de manutenção do fundo, deságio na aquisição dos direitos creditórios, remuneração das cotas e resultados financeiros obtidos.

Entretanto, como mencionado, uma vez que as IES que se propuseram a participar da pesquisa não tinham realizado operações de securitização, o tópico 1, acima, foi prejudicado.

Segundo Yin (2010), cada uma das estratégias analíticas citadas pode ser utilizada para a aplicação de 05 (cinco) técnicas específicas de análise dos dados, ressaltando-se que as técnicas e estratégias não são mutuamente exclusivas, podendo ocorrer a combinação de várias técnicas e estratégias. As técnicas em comento são:

- combinação de padrão;
- construção da explanação;
- análise das séries temporais;
- modelos lógicos;
- síntese cruzada dos dados.

Para a análise dos dados será utilizada a técnica de combinação de padrão, sendo considerada uma das mais desejáveis, e compreende basicamente a comparação entre os resultados observados com os previstos com base na teoria. Caso ocorra a coincidência entre os resultados, haverá fortalecimento da validade interna do estudo de caso (YIN, 2010).

Apoiando-se na teoria sobre securitização, espera-se que os seguintes resultados, considerados como o padrão sejam observados: custos de captação de recursos financeiros menores do que aqueles que ocorrem nas formas tradicionais em que há intermediação financeira; acesso a um volume maior de recursos financeiros; a possibilidade de concessão de prazos dilatados aos estudantes para a quitação dos encargos educacionais. Espera-se, também, que a combinação desses fatores influa positivamente na captação de estudantes, diminua a capacidade ociosa com o preenchimento de mais vagas, maximize os resultados econômico-financeiros das IES, com a consequente geração de valor para os *stakeholders* envolvidos.

Considerando-se a discussão apresentada, no Quadro 15 apresentam-se as variáveis dependentes bem como os respectivos resultados esperados.

Quadro 15 – Variáveis dependentes e resultados esperados.

Variável dependente	Resultados esperados
Custos de captação	Redução, em relação às formas tradicionais.
Prazos	Extensão dos prazos para quitação dos encargos educacionais pelos estudantes.
Acesso a recursos financeiros	Maior acesso a recursos financeiros.
Demanda	Aumento na captação de alunos.
Resultado econômico-financeiro	Geração de valor.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados serão apresentados e discutidos no Capítulo 4.

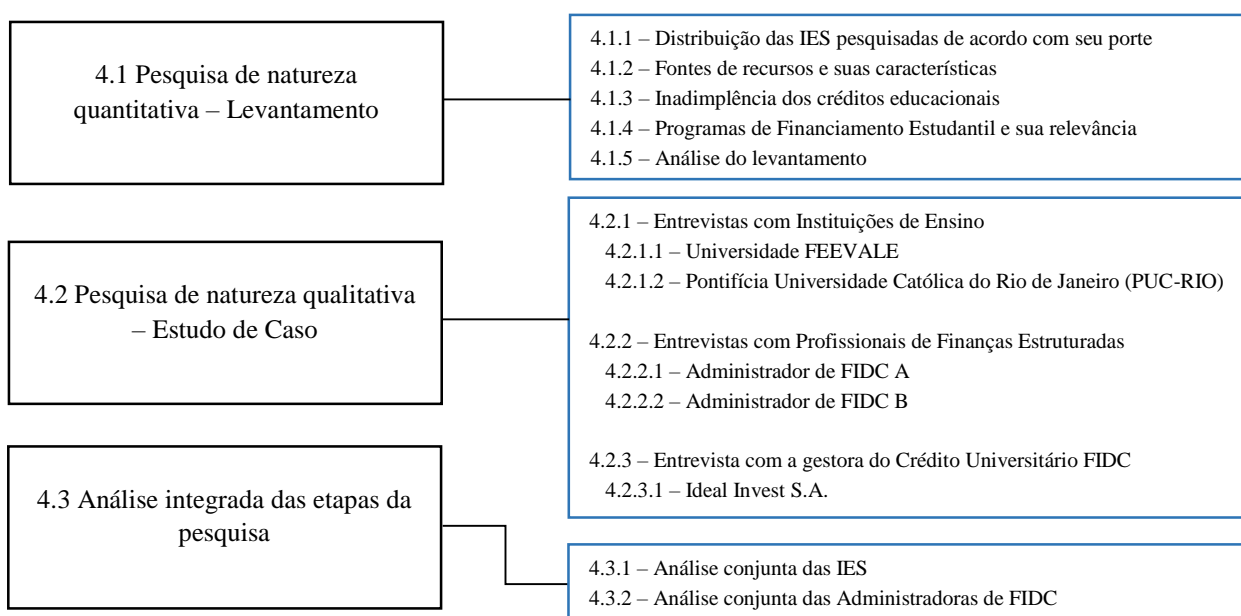
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

O presente capítulo detalha os resultados das investigações empreendidas com os gestores financeiros das IES, os profissionais do mercado de finanças estruturadas e o gestor do Crédito Universitário FIDC, e respectivas análises, considerando-se as etapas de pesquisa deste estudo.

Com referência à etapa 1 – Levantamento, de natureza quantitativa, do tipo descritivo, foi realizada a análise das questões de forma conjunta, com vistas a captar as modalidades de financiamento estudantil utilizadas, qual sua importância na captação de alunos, a taxa de inadimplência dos recebíveis, custo e prazo de amortização do capital de terceiros, considerados em relação ao segmento do ensino superior de graduação brasileiro como um todo. Frise-se que uma das finalidades dessa etapa foi o de conhecer instituições que já se utilizaram de operações de securitização de recebíveis.

Quanto à etapa 2 – Estudo de Caso, em consequência do extenso material obtido por meio das entrevistas realizadas, decidiu-se pela apresentação individual dos casos, com o apontamento de observações específicas e sua análise em particular. Contudo, sopesando os objetivos desta dissertação, para obter uma compreensão do assunto em sua totalidade, ao final deste capítulo procede-se a uma análise integrada dos resultados. Na Figura 22, apresenta-se a estrutura sintética do capítulo.

Figura 22 – Estrutura da apresentação e análise dos resultados



Fonte: Adaptada pelo autor. (NIELSEN, 2005, pág. 135).

4.1 Pesquisa de natureza quantitativa – Levantamento

Esta etapa da pesquisa tem a finalidade de descrever e analisar as características gerais das IES pesquisadas, especialmente quanto a seu porte, as fontes de recursos utilizadas com suas particularidades de custo e prazo de amortização, taxa de inadimplência dos recebíveis, programas de financiamento utilizados e sua relevância sobre o aspecto da captação de alunos.

4.1.1 Distribuição das IES pesquisadas de acordo com seu porte

As 31 (trinta e uma) IES que responderam ao questionário estão localizadas em 11 (onze) Estados brasileiros e no Distrito Federal: São Paulo (10), Santa Catarina (5), Rio de Janeiro (4), Rio Grande do Sul (3), Pernambuco (3), Bahia (1), Ceará (1), Distrito Federal (1), Espírito Santo (1), Goiás (1), Mato Grosso do Sul (1) e Sergipe (1). A sua distribuição quanto ao porte, considerado pelo critério do número total de alunos matriculados, pode ser vista na Tabela 22.

Tabela 22 – Distribuição das IES quanto a seu porte

Porte	Quantidade	%
Pequeno – até 2.000 alunos	2	6,45
Médio – de 2001 a 5.000 alunos	2	6,45
Grande – mais de 5.000 alunos	27	87,10
Total	31	100,00

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.1.2 Fontes de recursos e suas características

Com relação às fontes de recursos que as IES pesquisadas utilizam, foram coletados os seguintes aspectos: origem dos recursos, custo médio mensal aproximado e prazo médio aproximado de amortização do capital de terceiros.

Quanto à origem dos recursos, a participação média de cada fonte de recursos no financiamento das atividades das IES está demonstrada na Tabela 23.

Tabela 23 – Participação média da fonte de recursos de acordo com sua origem

Origem	Participação média (%)	Quantidade
Capital Próprio	85,49	31
Capital de Terceiros	10,87	17
Doações e Subvenções	2,19	6
Outra	1,45	3
Total	100,00	-

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para se obter maior detalhamento, procedeu-se com a classificação da participação média das fontes de recursos de acordo com sua origem, estratificada pelo porte da IES. Na Tabela 24 apresenta-se a referida classificação.

Tabela 24 – Participação média por fonte de recursos quanto ao porte da IES

Origem	Grande	Médio	Pequeno
Capital Próprio	85,18	95,00	80,00
Capital de Terceiros	10,63	5,00	20,00
Doações e Subvenções	2,52	0,00	0,00
Outra	1,67	0,00	0,00
Total	100,00	100,00	100,00

Fonte: Elaborada pelo autor.

A respeito do custo médio mensal aproximado do capital de terceiros, das 31 (trinta e uma) IES participantes do estudo, 11 (onze) são financiadas em 100% por capital próprio, 01 (uma) IES possui 85% de capital próprio, sendo os 15% restantes provenientes de doações e subvenções (10%) e outras fontes (5%), sem custo de capital, restando 19 (dezenove) IES que utilizam capital de terceiros, das quais 02 (duas) IES não informaram o percentual e 01 (uma) IES indicou um valor absoluto, de modo que essas 03 (três) últimas foram descartadas para se calcular a média. Na Tabela 25 demonstra-se o custo médio mensal total das 16 (dezesesseis) IES restantes e classificadas de acordo com seu porte.

Tabela 25 – Custo médio mensal do capital de terceiros

Origem	Grande	Médio	Pequeno
Custo médio mensal	1,57%	2,0%	3,0%
Média geral	1,71%		

Fonte: Elaborada pelo autor.

Das 16 (dezesesseis) IES abrangidas no cálculo da Tabela 25, 02 (duas) indicaram o custo mensal como um percentual da taxa CDI (Certificado de Depósito Interbancário) e 01 (uma), a taxa Selic. Os cálculos foram realizados considerando-se a taxa mensal do CDI de 0,80% e a Selic, também, de 0,80%, para agosto de 2017, momento em que as respostas foram coletadas. Os dados foram obtidos no sítio eletrônico⁷ da ANBIMA, acesso em 15 de outubro de 2017.

Por último, o prazo médio de amortização do capital de terceiros está retratado na Tabela 26.

Tabela 26 – Prazo médio aproximado de amortização do capital de terceiros

Prazo	Quantidade	%	% Acumulada
Até 12 meses	3	16,67	16,67
De 13 a 24 meses	4	22,22	38,89
De 25 a 36 meses	3	16,67	55,56
De 37 a 48 meses	1	5,55	61,11
De 49 a 60 meses	4	22,22	83,33
Mais de 60 meses	3	16,67	100,00
Total	18	100,00	-
Média Geral	35,67 meses		

Fonte: Elaborada pelo autor.

Destaque-se que, das 31 (trinta e uma) IES, 12 (doze) não se utilizam de capital de terceiros, sendo 11 (onze) por possuírem 100% de capital próprio e 01 (uma) por utilizar-se de doações e subvenções e outras fontes não onerosas e, ainda, 01 (uma) IES não informou o prazo médio de amortização, restando, portanto, 18 (dezoito) IES.

Também, quanto ao prazo médio de amortização, procedeu-se à classificação de acordo com o porte da IES, a qual está demonstrada na Tabela 27.

⁷ <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/precos-e-indices/indicadores.htm>.

Tabela 27 – Prazo médio aproximado de amortização do capital de terceiros por porte da IES

Prazo	Grande	Médio	Pequeno
Até 12 meses	2	1	-
De 13 a 24 meses	3	-	1
De 25 a 36 meses	3	-	-
De 37 a 48 meses	1	-	-
De 49 a 60 meses	3	1	-
Mais de 60 meses	3	-	-
Total	15	2	1
Média (meses)	37,53	30,25	18,50

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.1.3 Inadimplência dos créditos educacionais

Quanto à taxa de inadimplência dos direitos creditórios educacionais, foi solicitado às respondentes que indicassem a faixa que melhor representasse a inadimplência verificada em 2016. As respostas estão consubstanciadas na Tabela 28.

Tabela 28 – Taxa anual de inadimplência dos direitos creditórios

Inadimplência	Quantidade	% Relativa	% Acumulada
De 0% a 5%	9	29,03	29,03
De 6% a 10%	13	41,93	70,96
De 11% a 15%	8	25,81	96,77
De 16% a 20%	0	0,00	96,77
De 21% a 25%	1	3,23	100,00
Total	31	100,00	-
Média Geral	8,18%		

Fonte: Elaborada pelo autor.

Assim como os aspectos custo e prazo de amortização do capital de terceiros, a taxa anual de inadimplência foi tabulada considerando-se o porte da IES, e os resultados estão na Tabela 29.

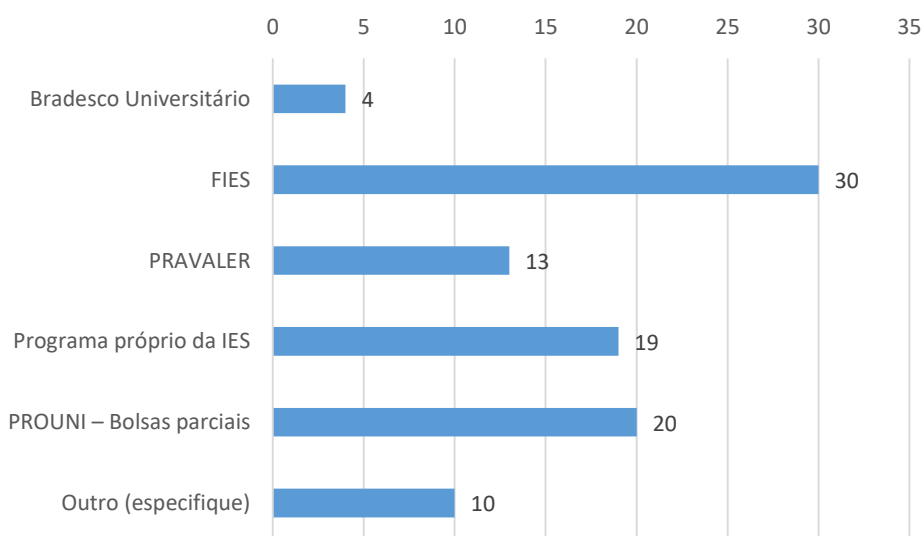
Tabela 29 – Taxa anual de inadimplência dos direitos creditórios por porte da IES

Inadimplência	Grande	Médio	Pequeno
De 0% a 5%	9	-	-
De 6% a 10%	11	1	1
De 11% a 15%	6	1	1
De 16% a 20%	-	-	-
De 21% a 25%	1	-	-
Total	27	2	2
Média (%)	7,83%	10,5%	10,5%

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.1.4 Programas de Financiamento Estudantil e sua relevância

Com o objetivo de se entender a relevância que os programas de financiamento estudantil representam para as IES, formularam-se duas perguntas. A primeira solicitava que a IES indicasse, com base numa lista, os programas de que fazia parte com a possibilidade de indicar algum outro não contemplado, e na pergunta seguinte pediu-se a participação de cada programa de financiamento na captação de alunos, considerando-se o último processo seletivo realizado. Na Figura 23 detalham-se os programas e a respectiva quantidade de IES que os utilizam.

Figura 23 – Programas de Financiamento Estudantil utilizados

Fonte: Elaborada pelo autor.

Das 10 (dez) IES que indicaram que se utilizam de outros programas de financiamento estudantil, 6 (seis) utilizam o Fundacred, programa mencionado no item 2.2.2.3 Programas de Financiamento Estudantil privados, deste estudo, que na essência transferem a administração da seleção dos estudantes, formalização e acompanhamento dos contratos, emissão de boletos e procedimentos de cobrança, incluídos os inadimplentes, nas esferas administrativa e judicial para um terceiro. A IES, porém, faz um diferimento das receitas desses financiamentos, o que equivale a um programa de financiamento próprio. Tem-se, ainda, que 03 (três) instituições assinalaram o PROUNI na modalidade de bolsas integrais e 01 (uma) mencionou bolsas integrais concedidas pelo governo do seu Estado.

Os programas de interesse para fins desta pesquisa são aqueles em que existe a obrigatoriedade de reembolso pelo aluno dos custos educacionais, motivo pelo qual o PROUNI em sua modalidade integral e as bolsas integrais pertencentes a programa de governo estadual não são objeto de análise. Quanto às bolsas parciais do PROUNI, entende-se como uma forma de viabilização dos estudos da população que, sem esse benefício, estaria inclusa no universo de alunos aderentes a programas de financiamento de cunho oneroso.

Na Tabela 30 evidencia-se a adesão das IES aos programas de financiamento estudantil citados, segmentadas em razão do seu porte.

Tabela 30 – Programas de financiamento estudantil ofertados por porte da IES

Programa	Grande	Médio	Pequeno	Total
Bradesco Universitário	4	-	-	4
FIES	26	2	2	30
PRAVALER	13	-	-	13
Próprio	17	1	1	19
PROUNI – Bolsas parciais	17	2	1	20
Outros	8	1	1	10

Fonte: Elaborada pelo autor.

Com a finalidade de se apreender melhor a relevância dos programas de financiamento estudantil para as IES pesquisadas, procedeu-se à tabulação em função da quantidade de programas utilizados de forma simultânea por instituição, com o indicativo do seu porte, o que está reproduzido na Tabela 31.

Tabela 31 – Programas de financiamento estudantil ofertados de forma simultânea e por porte da IES

Programas Simultâneos	Grande	Médio	Pequeno	Total	% Relativa	% Acumulada
5	2	0	0	2	6,45	6,45
4	8	0	0	8	25,81	32,26
3	10	2	1	13	41,94	74,20
2	6	0	1	7	22,58	96,78
1	1	0	0	1	3,22	100,00
Total	27	2	2	31	100,00	-

Fonte: Elaborada pelo autor.

A análise e discussão a respeito da participação das IES respondentes, nos diversos programas de financiamento estudantil levantados pela pesquisa, serão objeto de aprofundamento no item Análise do levantamento, no final deste capítulo.

A importância na captação dos ingressantes em função da disponibilidade dos diversos programas de financiamento mencionados, ofertados aos alunos com a finalidade de facilitar sua entrada no ensino superior foi objeto de pergunta específica. Essa informação é apresentada na Tabela 32.

Tabela 32 – Relevância média dos programas de financiamento estudantil na captação de alunos

Programa	%
Bradesco Universitário	-
FIES	17,38
PRAVALER	5,71
Próprio	8,75
PROUNI – Bolsas parciais	17,24
Outros	19,50
Média geral	44,97

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para uma compreensão melhor e detalhamento do grau de importância na captação de ingressantes em cursos superiores de graduação, em virtude da disponibilidade de financiamento estudantil ofertado em suas diversas modalidades, executou-se a distribuição em função do porte das IES pesquisadas, a qual pode ser vista na Tabela 33.

Tabela 33 – Relevância média dos programas de financiamento estudantil na captação de alunos por porte da IES

Programa	Grande	Médio	Pequeno
Bradesco Universitário	-	-	-
FIES	15,62%	10,0%	44,0%
PRAVALER	5,71%	0	0
Próprio	8,16%	0	20,0%
PROUNI – Bolsas parciais	16,63%	26,0%	20,0%
Outros	14,73%	52,0%	7,0%
Média	41,44%	70,0%	67,5%

Fonte: Elaborada pelo autor.

Finalizando o item concernente à importância dos programas de financiamento estudantil para as IES participantes, foi realizada a tabulação em razão da participação simultânea em mais de um programa na captação dos ingressantes, cujos resultados podem ser vistos na Tabela 34.

Tabela 34 – Participação dos programas de financiamento estudantil utilizados simultaneamente na captação dos ingressantes

Participação	Grande	Médio	Pequeno	Total	% Relativa	% Acumulada
De 7% a 25%	11	-	-	11	35,48	35,48
De 26% a 44%	6	1	1	8	25,81	61,29
De 45% a 63%	5	-	-	5	16,13	77,42
De 64% a 82%	1	-	-	1	3,23	80,65
De 83% a 100%	4	1	1	6	19,35	100,00

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na sequência, serão feitas as análises e comentários sobre os dados apresentados.

4.1.5 Análise do levantamento

De início cabe mencionar que, além dos aspectos objeto de descrição nos itens precedentes, ainda foram feitas mais 03 (três) perguntas. A primeira delas era se a IES já havia realizado alguma operação de securitização de recebíveis, para a qual das 31 instituições, 04 (quatro) se manifestaram positivamente, o que representa 12,9% da amostra, sendo todas de grande porte e localizadas nos Estados do Rio de Janeiro (01), Santa Catarina (01), Sergipe (01) e São Paulo (01). A segunda questão pedia para as IES se manifestarem sobre qualquer assunto

considerado relevante, mas que não tivesse sido abordado. Somente 01 (uma) IES respondeu informando uma característica singular de sua operação, afirmando que era uma instituição municipal pública que cobrava mensalidades de seus alunos. E a última questão era sobre o consentimento em participar da etapa seguinte do estudo, pedindo que, em caso positivo, disponibilizasse os dados para contato. Somente 05 (cinco) IES aceitaram participar, as quais já foram mencionadas no capítulo do Método de Pesquisa. Infelizmente nenhuma delas havia realizado operações de securitização de recebíveis, o que pode caracterizar que as instituições que detêm o conhecimento a respeito do tema, a princípio não queiram partilhar dele, talvez pelo estágio emergente em que se encontra esse tipo de operação no segmento do ensino superior brasileiro e entendendo que, devido ao estágio em que se encontram as demais IES, possuem uma vantagem competitiva, tratando-a como de natureza estratégica. Ao final, somente 02 (duas) IES responderam efetivamente ao roteiro do Estudo de Caso (FEEVALE e PUC-RIO).

Quanto ao porte das IES respondentes, percebe-se que a maioria (87,1%) pertence à categoria de grande porte, totalizando 27 instituições. Essa informação pode denotar que as pequenas e médias IES não percebem a importância de se fomentarem pesquisas para o desenvolvimento do setor, o que pode ser um reflexo do que foi discutido no referencial teórico no que tange à inclusão do segmento não universitário no ensino superior brasileiro, pela participação de centros universitários e faculdades (Dourado, 2011), com perda do enfoque na pesquisa científica, necessária ao desenvolvimento desse nível de ensino. Embora, segundo a ABMES (2016), em 2014 as pequenas e médias instituições representassem 89,8% do total de IES atuantes no ensino superior brasileiro. Ademais, são justamente essas organizações, que deveriam ter uma preocupação maior na busca por novas soluções de financiamento, pois, via de regra, estão sujeitas a maiores dificuldades na captação de recursos financeiros (CINTRA *et al.*, 2013). Pode-se ainda conjecturar que, como o segmento de ensino superior brasileiro é altamente regulado (SGUISSARDI, 2008), naturalmente as pequenas e médias IES não representem a vanguarda na busca por soluções inovadoras, permanecendo como seguidoras das tendências, aguardando as regulamentações que criem novas possibilidades, *e.g.* o caso do FIES.

Quanto ao aspecto das fontes de recursos, foram analisados a participação do capital de terceiros no financiamento das atividades, o custo médio mensal e o prazo médio de amortização. De modo geral, entre as organizações que responderam constata-se que o nível de utilização de capital oneroso é baixo (10,87%), o que pode levar à conclusão de que o seu custo

é considerado alto, como demonstrado na Tabela 25, ou, ainda, corroborar o que foi dito antes sobre a dificuldade de acesso a recursos financeiros por partes das organizações. O prazo é outro item importante na análise, haja vista o tempo de conclusão dos cursos que em sua grande maioria ultrapassa os 36 meses, pois dos 15 cursos com maior número de matriculados, que representam 68,07% do total das matrículas em 2015, 80% deles tinham a duração de 4 a 5 anos (FGV, 2016). Portanto o mais natural seria procurar fontes de recursos que proporcionassem prazos de amortização compatíveis com o período necessário de conclusão dos cursos, por questões de maturidade da formação dos resultados econômico-financeiros correspondentes. Nem mesmo entre as grandes instituições o prazo acompanha essa premissa, pois em 53% dos casos o prazo médio de amortização é de até 36 meses. Para as médias e pequenas IES, a situação é ainda mais desfavorável, pois situa-se em 50% dos casos no período de apenas 12 meses para as primeiras, e de 50% no período de 24 meses para as segundas.

No tocante à taxa de inadimplência, que constitui o principal risco das operações de securitização, conforme citado no tópico correspondente, verifica-se que independentemente do porte da IES o desempenho é muito próximo; até a taxa de 15% ao ano situa-se a maioria das instituições, distribuídas da seguinte forma: 96,3% grandes, 100% médias e pequenas. Em geral, 96,77% das IES pesquisadas estão na faixa de até 15% de inadimplência ao ano.

Por último, comentam-se os programas de financiamento, públicos e privados, dos quais as IES participam. Assim, temos que todas as 31 (trinta e uma) instituições oferecem algum tipo de financiamento aos seus alunos; a maioria (30) participam do FIES e 20 (vinte) do PROUNI, na modalidade de bolsas parciais. Tal fato denota uma grande dependência dos programas governamentais: quanto ao FIES, esse percentual de 96,3% para as de grande porte, e de 100% para médias e pequenas. Para o PROUNI, temos que, das grandes instituições, 62,96% participam, 100% das médias e 50% das pequenas.

Os programas próprios de financiamento são ofertados por 19 (dezenove) IES; esse número chega a 25 (vinte e cinco) se forem consideradas as 6 (seis) IES que declararam os programas da Fundacred no item Outros, o que representa 80,64% de toda a amostra. Daí pode-se chegar à conclusão de que os programas de cunho público e privado têm-se mostrado insuficientes para atender a demanda, fato explorado nos itens que trataram do FIES e do PROUNI no referencial teórico.

Relativamente aos programas de financiamento estudantil de natureza privada, as IES apresentaram somente 02 (dois): o Bradesco (4) e o PRAVALER (13), totalizando 17

(dezessete) IES, todas de grande porte, o que representa 54,84% do total geral e 62,96% das grandes. Percebe-se que há poucas alternativas de programas privados, e que, pelo menos na amostra captada, são mais acessados pelas IES de grande porte.

Uma análise combinada da adesão aos programas de financiamento demonstrou que 96,78% das instituições de ensino ofertam 2 (dois) ou mais programas simultaneamente, 74,2% aos menos 3 (três), e praticamente um terço das IES ofertam, no mínimo, 4 (quatro) programas aos seus alunos, o que corrobora a importância desses instrumentos, seja para captação, seja para a manutenção de seus estudantes.

Especificamente quanto à importância na captação de ingressantes, fator primordial para o desenvolvimento e manutenção das atividades das instituições escolares de nível superior, pois afeta a formação ou não de novas turmas, podendo ocasionar a descontinuidade de cursos existentes, impactando os resultados operacionais das instituições, com a consequente redução ou, em seu extremo, a destruição de valor para as IES implicadas, constatou-se que os programas de financiamento estudantil mostram-se indispensáveis. A pesquisa revelou que essa participação é de 44,97% considerando-se o conjunto das 31 (trinta e uma) IES, e desdobrando-se a análise de acordo com o porte, os percentuais são de 41,44% para as grandes, 70% para as médias e de 67,5% para as pequenas.

Por último, 6 (seis) instituições - sendo 4 (quatro) grandes, 1 (uma) média e 1 (uma) pequena - que representam uma ordem de grandeza de 14,81% e 50% (média e pequena), respectivamente, das IES participantes, declararam ser 100% dependentes dos programas de financiamento estudantil para a captação dos seus ingressantes, o que revela o alto grau de dependência que essas IES tem quanto a esses programas, no quesito captação de alunos.

Na seção seguinte serão apresentados os resultados e as análises da pesquisa qualitativa, executada por meio da técnica do Estudo de Caso.

4.2 Pesquisa de natureza qualitativa – Estudo de Caso

Nesta seção são apresentados e discutidos os resultados obtidos na fase da pesquisa qualitativa, que privilegiou o Estudo de Caso. Os objetivos propostos para essa etapa foram a apreender a percepção, por parte das IES, quanto ao FIES: a perspectiva de futuro do programa e os impactos sofridos em decorrência das mudanças implementadas; quanto a programas próprios: a existência de programas, taxa de inadimplência, fonte de recursos, e suas principais características; no tocante à securitização: análise das decisões implementadas e seus respectivos resultados. Por parte dos profissionais de finanças estruturadas, demonstrar suas percepções quanto às principais características desejadas das organizações e dos ativos lastros utilizados na securitização de recebíveis e, por fim, com referência ao Crédito Universitário FIDC, compreender seu funcionamento e suas principais características, como taxa de inadimplência, volumes captados e resultados obtidos.

Quanto às IES, conforme comentado na seção anterior, as instituições que se propuseram a participar do Estudo de Caso não realizaram operações de securitização de recebíveis, de modo que não será possível apresentar e analisar as decisões e resultados específicos sobre esse item.

4.2.1 Entrevistas com Instituições de Ensino

Participaram das entrevistas as IES: Universidade FEEVALE, do Rio Grande do Sul e a PUC do Rio de Janeiro. O Roteiro do Estudo de Caso (apêndice E) ocupou-se principalmente em obter informações a respeito das percepções das IES quanto aos programas de financiamento estudantil, em especial do FIES e programas privados, administrados por terceiros ou próprios. No caso dos programas próprios, buscou-se identificar as fontes de recursos utilizadas para sua implementação. As respostas foram coletadas por meio de e-mail.

4.2.1.1 Universidade FEEVALE

De acordo com o sítio eletrônico da IES (www.feevale.br), a instituição foi criada a partir da união entre o poder público, a iniciativa privada e a comunidade regional, em 28 de junho de 1969, nascendo a Associação Pró-Ensino Superior em Novo Hamburgo (Aspeur), mantenedora da FEEVALE. O ensino médio foi implantado em 1989. A partir de 1994, passou a ser oferecida educação para todas as faixas etárias, a partir dos cinco anos de idade. Atualmente, a Escola de Educação Básica FEEVALE - Escola de Aplicação oferece educação básica e profissionalizante. O credenciamento da FEEVALE como centro universitário, pelo Ministério da Educação, deu-se em 1999, vindo a tornar-se universidade em 2010. O Teatro FEEVALE foi inaugurado em 2011, colocando a região no mapa cultural do Estado e do País e, em 2015, o Parque Tecnológico do Vale do Sinos passou a chamar-se FEEVALE Techpark, assumindo um novo posicionamento e ficando mais conectado à Universidade FEEVALE e ao sistema produtivo regional.

A FEEVALE possui 02 (dois) *campi*, localizados na cidade de Novo Hamburgo (RS): no *Campus I* funciona a Escola de Educação Básica FEEVALE e alguns cursos de graduação como: Artes Visuais, *Design* de Interiores, Educação Física (Licenciatura e Bacharelado), Fotografia, História, Letras (Português/Inglês) e Pedagogia. Já o *Campus II* congrega a maioria dos cursos de graduação, extensão e pós-graduação (*stricto* e *lato sensu*) ofertados. Ao todo são aproximadamente 14.000 (quatorze mil) alunos, distribuídos em 51 cursos de graduação nas modalidades presencial e a distância, 21 cursos de pós-graduação *lato sensu* e 10 cursos *stricto sensu*.

4.2.1.1.1 A Entrevista na FEEVALE

A entrevista foi conduzida com a Gerência de Atendimento Financeiro e Financiamento Estudantil, o que demonstra que a IES possui um setor específico para tratar do assunto, dada a sua relevância. A encarregada do setor trabalha na instituição há mais de 18 (dezoito) anos e possui graduação em Ciências Contábeis e pós-graduação *lato sensu* em Controladoria.

Com relação aos programas de financiamentos estudantil, as questões abordaram o FIES, destacando os efeitos das mudanças no programa sobre a captação de alunos e custos para a IES, também foram coletadas as impressões a respeito do futuro do FIES e sugestões

para seu aperfeiçoamento. Para os programas próprios, a pesquisa buscou identificar suas características gerais, tais como data de início, quantidade de alunos beneficiados, taxa de inadimplência e as fontes de recursos.

Segundo a entrevistada, as mudanças implementadas no FIES, a partir de 2015, tiveram um impacto significativo na operação da IES, ocorrendo uma redução de 75% (setenta e cinco por cento) nas vagas ofertadas. Além disso, o calendário estipulado pelo governo federal resulta na impossibilidade de contratação de todas as vagas dentro do semestre, postergando-as para o seguinte.

O conjunto de alterações resultou na redução no número de alunos ingressantes, bem como na quantidade de disciplinas contratadas, pois a instituição trabalha com o sistema de créditos na grade curricular, impactando os resultados operacionais da IES. Ela não soube precisar, entretanto, quanto foi essa perda de rentabilidade.

Solicitou-se que fosse feita uma análise da viabilidade da permanência da FEEVALE no programa, considerando-se a totalidade dos custos, que englobam: (i) o aumento dos custos financeiros para a IES, fruto da alteração implementada pela Lei 13.366, de 14 de julho de 2016, na qual ficou estabelecido que dos encargos educacionais serão retidos no momento do repasse 2% para as despesas dos agentes financeiros; (ii) as despesas para o Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo (FGEDUC) na ordem de 2% relativos à garantia diante da inadimplência; (iii) 6,25% a título de Comissão de Concessão de Garantia (CCG) como forma de remuneração do risco assumido nas operações de financiamento; (iv) a obrigatoriedade da concessão do desconto de 5% sobre o valor das mensalidades objeto de contratação conforme definido pela Portaria Normativa n.º 8, de 02 de julho de 2015, do Ministério da Educação e (v) os atrasos costumeiros no repasse dos valores mensais para as IES.

Segundo a entrevistada, mesmo com todos os custos sustentados atualmente pela IES, o programa continua atrativo, porque uma parcela dos ingressantes não seria elegível para outros programas de financiamento estudantil, impossibilitando-lhes o acesso ao ensino superior. Atualmente existem cerca de 2.200 alunos contratados no FIES na FEEVALE.

No tocante ao futuro do FIES, a entrevistada acredita ser imprescindível para o ensino superior brasileiro, mas ressalta a necessidade de sua sustentabilidade econômico-financeira para garantir sua continuidade. Destaca ainda que existem muitas dúvidas sobre as novas regras para 2018, que não foram objeto de regulamentação, o que prejudica o planejamento da IES.

Dentre as contribuições possíveis para melhoria do programa, destaca a necessidade de maior eficiência na cobrança dos inadimplentes, bem como a possibilidade da limitação dos juros cobrados por parte dos bancos, pela utilização dos valores retidos a título de compulsório, uma vez que o governo anunciou que, a partir de 2018, 02 (duas) modalidades do FIES serão por intermédio de bancos privados, que assumirão o risco de crédito, com recursos provenientes de fundos regionais de desenvolvimento e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Indagada sobre as medidas tomadas para mitigar os efeitos da redução no número de vagas no FIES, a gerente informou que foram disponibilizados aos alunos outros programas, de cunho privado, dentre eles o PRAVALER e o CredIES (Fundacred), além de um Programa Específico no Sicredi, que é uma cooperativa de crédito, cujas principais características estão demonstradas no Quadro 16.

Quadro 16 – Principais características do Programa de Financiamento Estudantil Sicredi

Item	Descrição
Público-alvo	Associados da Cooperativa há pelo menos um ano (aluno ou fiador).
Amortização	Pelo dobro de tempo de utilização. Pagamentos durante a realização do curso.
Carência	Não há.
Fiador	Exigido. Com idoneidade financeira.
Renda mínima	2,5 vezes o valor da mensalidade.
Parcela	Limitada a 60% do valor da mensalidade.
Juros	1,98% ao mês.

Fonte: Elaborado pelo autor.

No caso do Programa do Sicredi, a cooperativa antecipa o valor semestral contratado para a IES, com um deságio médio de 11%, no entanto até o momento foram efetivados somente 10 (dez) contratos.

A justificativa para a baixa adesão foi a de que, com o agravamento da crise, que resultou no aumento do desemprego, as famílias têm receio de contrair financiamentos, preferindo o FIES e, no caso de não conseguirem a vaga no programa do governo, muitos alunos desistem de se matricular, adiando a decisão de cursar o ensino superior. Além da restrição do público-alvo, de haver a exigência de filiação de pelo menos 01 (um) ano à Cooperativa.

Relativamente à existência de programa de financiamento estudantil próprio, a gerente informou que ele funcionou de 2003 a 2010, e que foi descontinuado por problemas

operacionais, como análise da documentação e do crédito, atividades consideradas como fora da finalidade da instituição. O programa disponibilizava em torno de 100 vagas por semestre, o que não atendia a demanda, e beneficiou em torno de 1.800 alunos durante sua existência. Suas principais características são apresentadas no Quadro 17.

Quadro 17 – Principais características do Programa de Financiamento Estudantil Próprio - FEEVALE

Item	Descrição
Público-alvo	Alunos com menores rendas tinham prioridade na contratação.
Amortização	Pelo dobro de tempo de utilização.
Carência	Não há.
Fiador	Exigido. Com idoneidade financeira. Alguns contratos, porém, eram feitos sem fiador.
Juros	Sem juros. Acompanhava a atualização do valor da mensalidade corrente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A origem dos recursos para a implementação do programa de financiamento estudantil era por meio de capital próprio. Durante a execução do programa, a taxa de inadimplência ficou em torno de 25%, devido à flexibilização na contratação, em muitos casos sem a exigência de fiador e por estar voltado a famílias mais carentes. O programa foi descontinuado em 2010, e a carteira de recebíveis negociada no PRAVALER. Atualmente, a FEEVALE conta com aproximadamente 2.000 alunos atendidos pelo PRAVALER.

Apesar de contar com um setor específico de financiamento e atendimento financeiro, a gerente acredita que a análise e concessão do crédito deve ser feita por agentes externos, com *expertise* no assunto, pois o aluno, ao acertar o contrato diretamente com a IES, tem um sentimento de que não será cobrado efetivamente em caso de inadimplência, havendo sempre a possibilidade de renegociar seus débitos. Essa constatação foi o que levou a FEEVALE a contratar a Fundacred, cuja operacionalização do financiamento já foi objeto de explicação no tópico próprio a respeito de programas privados.

As questões relativas a operações de securitização de recebíveis ficaram prejudicadas, uma vez que a FEEVALE nunca efetuou esse tipo de negociação. A gerente informou, ainda, que há cerca de 2 anos, houve um início de entendimento no Consórcio das Universidades Comunitárias Gaúchas (COMUNG), sobre a possibilidade da criação de um FIDC das Comunitárias, em parceria com a Ideal Invest, gestora do FIDC Crédito Universitário, principal fonte de recursos para o programa PRAVALER, contudo não sabe precisar como está o andamento desse assunto.

4.2.1.1.2 Comentários da entrevista com a FEEVALE

Após evidenciar os pontos tratados na entrevista com FEEVALE, passa-se a analisar as informações levantadas, que se mostram pertinentes no auxílio da formulação de uma resposta ao objetivo específico n.º 5, desta pesquisa, reproduzido a seguir.

Objetivo específico n.º 5:

Apresentar, a partir da observação nas IES, as perspectivas futuras quanto ao FIES, impactos em decorrência das mudanças no programa de financiamento público e características de financiamentos estudantis próprios eventualmente existentes.

Por meio da entrevista, aspectos importantes foram obtidos, como o impacto da redução do FIES na captação de ingressantes, com a redução de 75% das vagas ofertadas pelo programa na FEEVALE e, conseqüentemente, redução da rentabilidade das operações da IES. Esse fato vem corroborar o que já havia sido levantado no capítulo introdutório pelo artigo de Silva *et al.* (2015).

Dada a importância que o FIES assume, a FEEVALE lançou mão de alternativas com vistas a amenizar a redução das vagas ofertadas, constituídas pelo programa de natureza privada, tais como PRAVALER, CredIES, e um específico em parceria com a Cooperativa de Crédito Sicredi, que até o momento logrou resultados modestos.

Portanto percebe-se que buscar alternativas de programas de financiamento estudantil está no cerne da gestão da IES.

Ainda, quanto ao financiamento estudantil público, acredita-se na sua permanência, com a finalidade de atender as camadas economicamente mais vulneráveis da população. Essa percepção está alinhada com as mudanças propostas para 2018 pelo governo federal, para ofertar uma modalidade específica, sem juros, para a população com renda *per capita* 1 mensal familiar de até 3 salários mínimos, em que o risco passará a ser compartilhado com as instituições de ensino, conforme notícias veiculadas pelo sítio eletrônico do MEC⁸.

Quanto ao programa próprio de financiamento estudantil, a entrevista aponta para um elemento esclarecedor, no tocante à administração dele. Depreende-se de seu conteúdo que as atividades de análise e concessão de crédito, bem como acompanhamento dos contratos e

⁸ Disponível em <<http://portal.mec.gov.br/component/content/article?id=51231>>. Acesso em 19 out. 2017.

cobrança, são consideradas fora do *core business* da IES, e deveriam ser desempenhadas por atores com *expertise* no assunto. Além disso, a tendência dos alunos a contratarem diretamente com a IES traz um elemento subjetivo na compreensão do débito assumido, acreditando que poderá sempre renegociar a dívida, aumentando os níveis de inadimplência, o que acaba por inviabilizar o instrumento, o que ocasionou a descontinuidade do programa na FEEVALE e, além disso, a criação de outro, com recursos próprios, mas administrado por terceiros (Fundacred).

A importância da origem dos recursos para a viabilização de programas privados de financiamento estudantil também é um ponto central que pode ser apreendido pela entrevista. Uma das possíveis causas pelo fraco desempenho do programa Sicredi pode estar contido na alta taxa de juros cobrada dos alunos, em torno de 1,98% ao mês. Assim, torna-se relevante a busca de fontes de recursos menos onerosas, que podem propiciar uma adesão maior de candidatos ao ingresso no ensino superior. Tanto isso é verdade que, segundo a entrevistada, atualmente existem cerca de 2.000 alunos contratados no PRAVALER com juros subsidiados pela própria FEEVALE.

Por último, verifica-se que a securitização de recebíveis não é algo totalmente novo às IES do Rio Grande do Sul que, por meio de um consórcio (COMUNG), já vem discutindo essa alternativa, mas até o momento não foi implementada.

Em contato com um membro da diretoria do COMUNG, que pediu para não ser identificado, apurou-se que as tratativas continuam e a expectativa é a de que em breve essa alternativa de captação de recursos esteja disponível para os membros do consórcio. Não foi possível, entretanto, o levantamento de mais detalhes, com a alegação de que existe um termo de confidencialidade sobre o assunto. Esse fato confirma a percepção que emergiu na análise dos dados da etapa quantitativa: os atores que detêm o conhecimento acerca do assunto securitização de recebíveis, dado seu estágio inicial no setor de ensino superior brasileiro, entendem-no como de natureza estratégica, e como uma vantagem competitiva em relação às demais IES, motivo pelo qual evitam transmitir o *know-how* acumulado até o momento.

4.2.1.2 Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RIO)

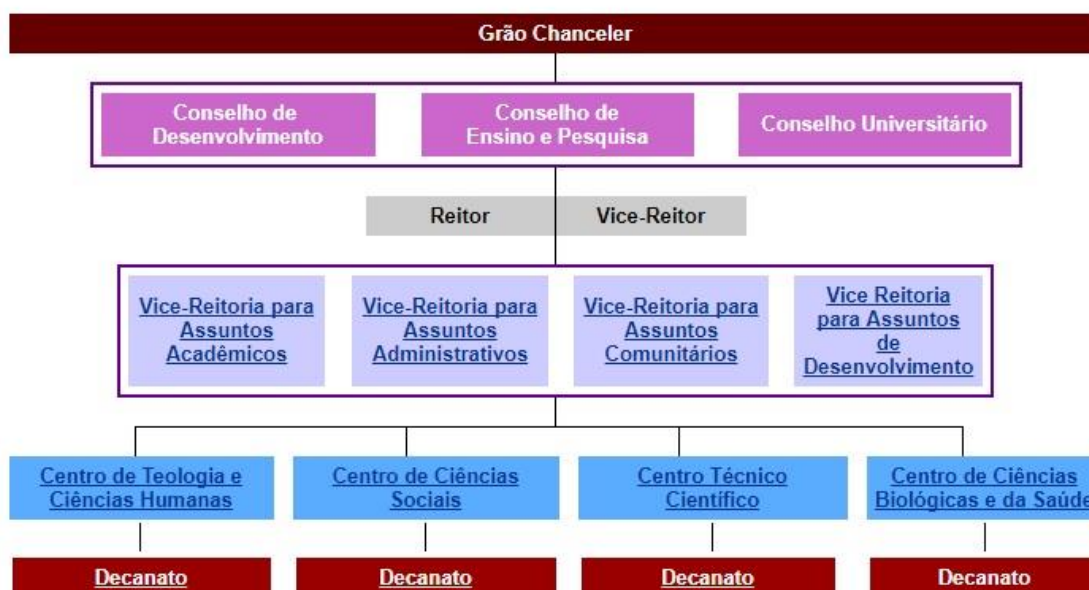
A Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RIO) é uma instituição beneficente de assistência social, sem fins lucrativos e reconhecida pela Secretaria de Regulação e Supervisão da Educação Superior, vinculada ao MEC, como uma entidade comunitária, por meio da Portaria n.º 679, de 12 de novembro de 2014.

Fundada em 1941, teve seu reconhecimento oficial em 1946 por meio do Decreto n.º 8.681, de 15 de janeiro de 1946, recebendo no ano seguinte, 1947, o título de Pontifícia, pela Congregação dos Seminários.

Possui atualmente um *Campus* com cerca de 104 mil metros quadrados, na cidade do Rio de Janeiro, estruturado em 04 (quatro) centros, a saber: Centro de Teologia e Ciências Humanas, Centro de Ciências Sociais, Centro Técnico Científico e Centro de Ciências Biológicas e da Saúde, onde são ministradas as aulas para seus 39 (trinta e nove) cursos de graduação, 08 (oito) de pós-graduação *lato sensu* e 28 (vinte e oito) cursos *stricto sensu*, além de 05 (cinco) mestrados profissionais. Atualmente a PUC-RIO conta com 12.537 alunos de graduação.

O organograma da instituição é apresentado na Figura 24.

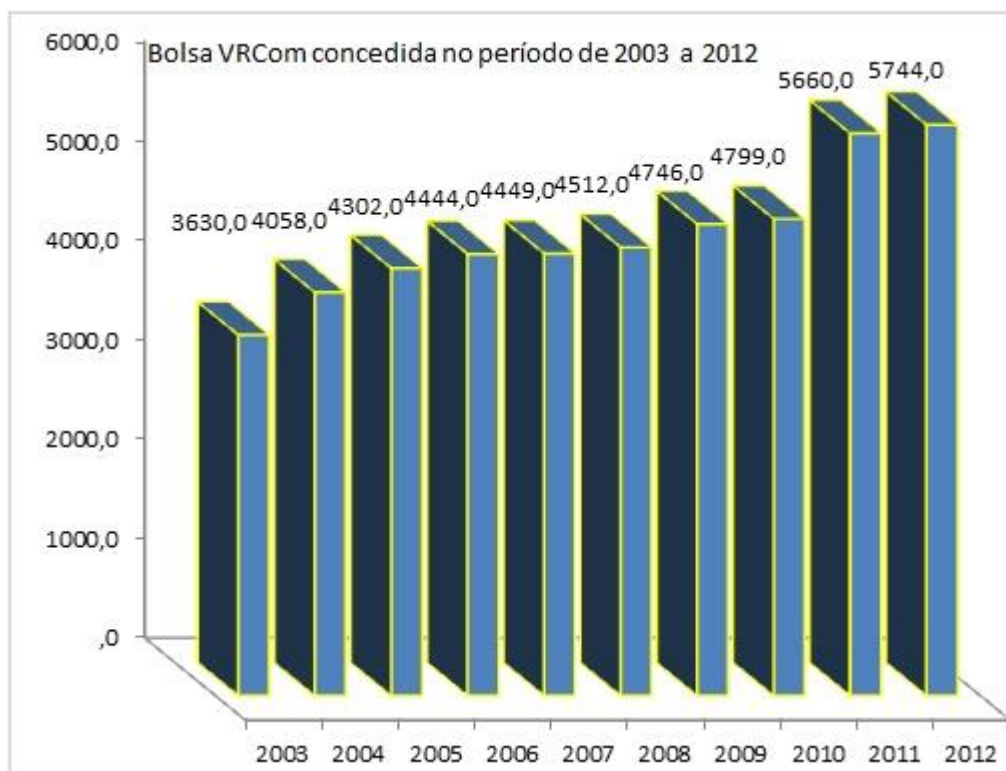
Figura 24 – Organograma PUC-RIO



Fonte: Adaptada pelo autor. Disponível em: <<http://www.puc-rio.br/sobrepuc/admin/organograma.html>>. Acesso em 24 out. 2017.

Devido a sua natureza beneficente e confessional, a PUC-RIO possui uma política de concessão de bolsas de estudos desde a década de 1970. São concedidos diversos tipos de bolsas, com vistas a alcançar os diferentes perfis de alunos dos cursos de graduação. Desde 2004, quando houve o lançamento do PROUNI, a IES providenciou sua adesão ao programa. Na Figura 25 demonstra-se o histórico de bolsas comunitárias concedidas de 2003 a 2012.

Figura 25 – Histórico de bolsas comunitárias concedidas na PUC-RIO

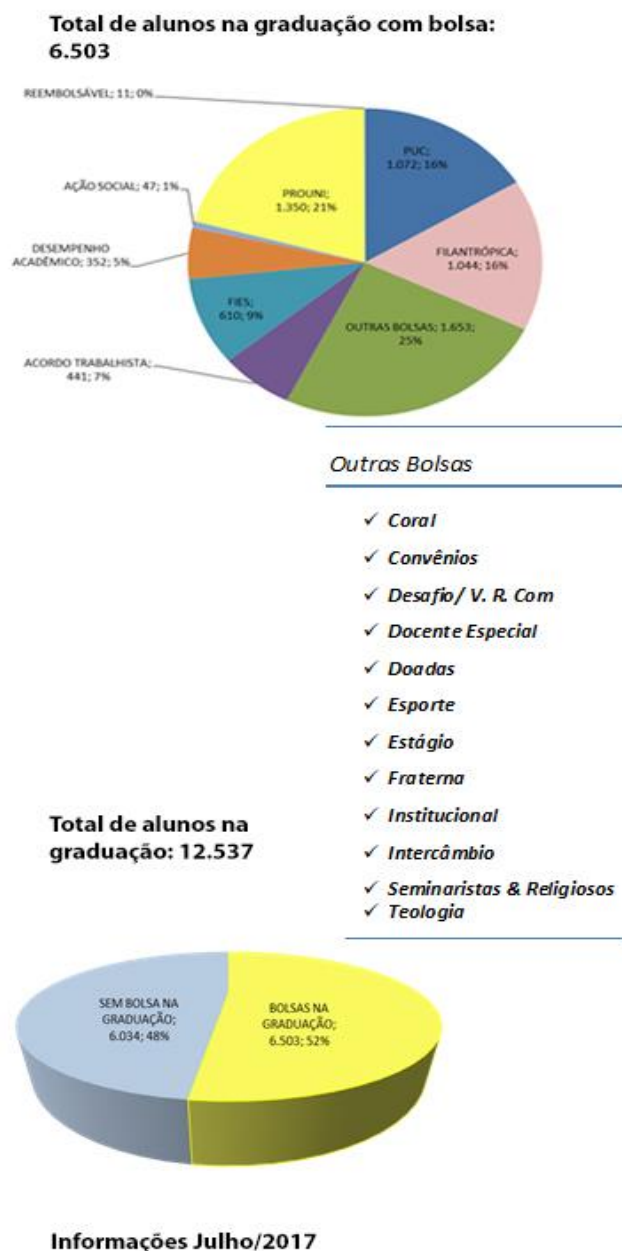


Fonte: Disponível em <http://www.puc-rio.br/sobrepuc/admin/vrc/bolsas_historico.html>. Acesso em 24 out. 2017.

Atenta às mudanças ocorridas no cenário da educação de nível superior, a IES vem aprimorando o seu programa de concessões de bolsas de estudo, com o objetivo de atender as novas demandas. Além das bolsas de cunho socioeconômico, destinadas aos alunos com perfil assistencial, outros tipos de bolsas comunitárias são ofertados, como as que promovem a cultura (bolsa coral), as que estimulam práticas esportivas (bolsa esporte), e ainda as de incentivo profissional (bolsa estágio). Estão agregadas, ainda, no conjunto das bolsas comunitárias, as bolsas de estudo concedidas a partir de acordos trabalhistas e as baseadas em resoluções específicas, como as bolsas relativas a parcerias com órgãos governamentais e as concedidas por doadores voluntários.

Na Figura 26 apresenta-se o universo dos alunos de graduação bolsistas atendidos em junho de 2017, considerando os diversos tipos de bolsas de estudo.

Figura 26 – Totalidade de bolsas concedidas na graduação - PUC-RIO



Fonte: Disponível em <http://www.puc-rio.br/sobrepuc/admin/vrc/bolsas_tipos.html>. Acesso em 24 out.2017.

4.2.1.2.1 A Entrevista na PUC-RIO

O roteiro estruturado da entrevista foi encaminhado e respondido pelo e-mail disponibilizado por ocasião do levantamento de natureza quantitativa, pelo Assessor da Vice-Reitoria, que possui *status* de Diretor. O respondente, do sexo masculino, está na instituição há mais de 11 (onze) anos, possui formação acadêmica em Engenharia da Produção, com especializações *lato sensu* em *Business Intelligence*, MBA em Finanças Corporativas e MBA Internacional, além de mestrado em Engenharia da Produção.

No tocante ao FIES, as informações do entrevistado relatam que a IES não sofreu grande impacto com a redução das vagas pelo governo federal, devido à existência de um número reduzido de beneficiários pelo programa na PUC-RIO. Além disso, as mudanças do financiamento público influenciaram de forma não significativa a procura por outras modalidades de bolsas parciais.

Questionada sobre o interesse pela permanência no programa federal de financiamento, em vista dos custos implicados decorrentes das mudanças implementadas a partir de 2015, a IES manifestou-se que, devido ao número reduzido de alunos atendidos, mantém o interesse, mas que existem dúvidas sobre a viabilidade econômico-financeira para as IES mais expostas ao programa.

Quanto ao futuro do programa de financiamento público, a IES vê certa sobreposição com outros programas, como o PROUNI, especialmente pelas mudanças nos critérios de admissibilidade em função da renda. Perguntada sobre sugestões de alterações no FIES, respondeu que no momento não há nenhuma.

No que diz respeito ao programa próprio de financiamento, a PUC-RIO possui uma pequena parcela a receber de um programa descontinuado em 2012, em virtude da dificuldade de receber dos alunos. A IES alega dificuldades na efetividade da cobrança devido a sua qualificação como filantrópica (entidade beneficente de assistência social). O programa era mantido com recursos próprios. Atualmente não possui nenhum programa próprio de financiamento estudantil.

Em consulta ao sítio eletrônico⁹ da IES, é possível verificar a existência de um Programa de Bolsa Rotativa Reembolsável, cujas concessões estão suspensas desde 2010, mantendo-se apenas o aditamento semestral dos contratos em vigência.

As principais características do Programa de Bolsa Rotativa Reembolsável da PUC-RIO estão descritas no Quadro 18.

Quadro 18 – Principais características do Programa Bolsa Rotativa Reembolsável PUC-RIO

Item	Descrição
Público-alvo	Alunos carentes.
Amortização	Pelo mesmo tempo de utilização do financiamento.
Carência	um ano após o término do curso.
Fiador	Exigido.
Juros	Sem juros. Atualização pelo valor da mensalidade corrente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por fim, a PUC-RIO nunca se utilizou de operações de securitização de recebíveis, de forma que as demais questões do roteiro, afeitas ao tema, não puderam ser respondidas.

4.2.1.2.2 Comentários sobre a entrevista com a PUC-RIO

Analisando-se as respostas fornecidas pela PUC-RIO, percebe-se que, devido a sua constituição jurídica – sem fins lucrativos – e qualificação – beneficente de assistência social – além de sua orientação confessional, a atuação da IES tem sido pautada pela concessão de uma quantidade considerável de bolsas de estudos gratuitas a seus alunos, mais precisamente de 52% da totalidade do alunado de graduação, conforme a Figura 26.

Como manifestado no primeiro questionário da etapa 1, levantamento de natureza quantitativa, a PUC-RIO não pretende num futuro próximo utilizar-se de operações de securitização de recebíveis. Para a realização do seu programa de financiamento estudantil tem-se valido de recursos próprios.

⁹ Disponível em <http://www.puc-rio.br/sobrepuc/admin/vrc/bolsas_reembolsavel_puc.html>. Acesso em 24 de out 2017.

Entretanto há um ponto de contato com as respostas coletadas na entrevista com a FEEVALE. A descontinuação do programa próprio de financiamento deve-se a dificuldades na sua administração, em especial à realização da cobrança dos direitos creditórios. Essa mesma percepção é obtida na entrevista com a FEEVALE, que manifesta o caráter protelatório do aluno no adimplemento de seus encargos educacionais, quando realiza o financiamento diretamente com a IES. Aqui se tem um reforço dessa evidência.

Diante da multiplicidade de bolsas gratuitas, integrais ou parciais, existentes na PUC-RIO, de forma consolidada ao longo do tempo, o FIES assume importância relativamente pequena na captação de ingressantes, de modo que os efeitos da redução das vagas ofertadas pelo programa não afetaram de forma significativa a instituição, o que por sua vez explica em parte a inexistência de alternativas de programas de financiamento reembolsáveis, em que o custo dos estudos é sustentado pelos alunos, sejam programas próprios, sejam de terceiros.

Ressalte-se, no final, que a percepção sobre a continuidade da atratividade econômica do financiamento público, dada a elevação de seus custos para as IES, que demonstram maior exposição ao programa, é alvo de preocupação por parte da PUC-RIO, o que indica a necessidade de essas instituições buscarem alternativas.

4.2.2 Entrevistas com Profissionais de Finanças Estruturadas

Os profissionais que participaram da pesquisa são todos atuantes em empresas classificadas como administradoras de FIDCs; no final, duas entrevistas foram realizadas. Somadas as participações no mercado, de acordo com a Tabela 20, as empresas entrevistadas representam mais de 12% do total do patrimônio líquido administrado no setor. As entrevistas em questão foram levadas a efeito por e-mail, com o envio do instrumento de coleta constante do apêndice D, cuja finalidade foi obter as respostas para o objetivo específico n.º 6 deste estudo, a saber:

Recolher com profissionais do setor de finanças estruturadas no Brasil seu entendimento quanto às principais características desejadas das organizações e dos ativos lastros utilizados na securitização de recebíveis que proporcionem o sucesso das operações.

O instrumento de coleta versou sobre questões acerca da percepção dos profissionais sobre as características das empresas cedentes dos direitos creditórios, dos ativos lastros, quanto

aos fundos de investimentos em direitos creditórios e ao mercado de securitização. Ainda prestou a coletar informações sobre os custos implicados em operações de securitização, além de fatores que podem influir na precificação dos ativos lastros adquiridos.

Deve-se observar que nenhuma das duas respondentes autorizou sua identificação, assim como a caracterização dos profissionais entrevistados, de modo que elas serão referenciadas, ao longo deste estudo, como Administradora “A” e “B”, respectivamente.

4.2.2.1 Administradora de FIDC “A”

De acordo com informações coletadas no sítio eletrônico da empresa, ela teve sua criação na década de 1980, e atua como uma corretora de valores mobiliários, câmbio e *commodities*, com unidades nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro.

De forma sintética, a administradora assume como missão não apenas proporcionar a seus clientes serviços de excelência na intermediação, administração e gestão de investimentos, atuando com isenção, transparência e segurança, mas também promover retornos consideráveis aos acionistas e colaboradores.

Quanto à missão, apurou-se que a entrevistada busca crescer por meio de inovações tecnológicas, com fundamento na tradição, solidez e pioneirismo no mercado. Sempre tendo presente a necessidade de conhecer em profundidade seus clientes para ter condições de ofertar-lhes as melhores oportunidades de investimento. Além de se pautar pela meritocracia e do trabalho em equipe, com vistas a atingir maior comprometimento dos colaboradores.

No tocante aos valores, privilegia aspectos como confiabilidade, inovação, agilidade operacional, foco no cliente, excelência nos serviços prestados, entre outros.

Os mercados abrangidos pela respondente são os de renda fixa, variável, mercado de futuros e fundos de investimentos, atendendo clientes institucionais, pessoas físicas e entidades que atuam com regimes próprios de previdência social.

A entrevistada demonstra, ainda, por meio de seu sítio eletrônico, sua aderência aos normativos emitidos pelos órgãos reguladores do setor, adotando uma série de políticas, normas e diretrizes que englobam: política de riscos, *compliance*, comitê de auditoria, termos de uso das plataformas de negociação, normas de conduta de seus agentes e segurança *online*.

4.2.2.1.1 A Entrevista na Administradora “A”

Quanto às percepções relativas às características das empresas cedentes dos direitos creditórios, a entrevistada “A” manifestou que tem plena concordância sobre a relevância de que as empresas sejam de grande porte, e de forma parcial que sejam conhecidas do mercado. Entretanto admite que empresas de pequeno e médio portes têm possibilidades razoáveis de sucesso em operações de securitização de recebíveis. Com referência ao ramo de atividade das originadoras dos créditos, não vê preferência dos investidores pelos setores de comércio ou de serviços, mencionando o fato de que o setor de serviços tem boa aceitação no mercado de finanças estruturadas.

A entrevistada informou, quanto aos ativos lastros, que o mercado tem uma preferência por aqueles que dispõem de garantias para seu adimplemento, argumentando que o histórico de inadimplência dos recebíveis é relevante para os investidores, além do que, na sua opinião, não há distinção na ordem de preferência entre créditos performados ou a performar.

Concernente ao sucesso dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, a respondente concordou totalmente com duas afirmações: (1) a importância da reputação do administrador e (2) de que fundos abertos são mais procurados pelos investidores. Já sobre a questão de que o prazo de resgate das cotas é relevante, a concordância foi parcial. Por último, discorda parcialmente que a isenção do imposto de renda seja determinante na escolha do investimento.

Finalizando a sessão sobre a mensuração das percepções, a entrevistada acredita que haverá uma expansão do mercado nacional de securitização de recebíveis nos próximos 05 (cinco) anos sem, no entanto, justificar sua resposta, apesar de solicitada a fazê-lo.

As questões referentes aos fatores de precificação dos FIDCs por parte dos investidores mostraram que a entrevistada acredita haver uma diferenciação quanto aos ativos lastros em razão do porte da empresa, sendo que o mercado pratica um deságio maior na negociação dos recebíveis originados pelas pequenas e médias empresas, quando comparado com o das de grande porte, na faixa de mais de 5% até 10%.

Quanto ao ramo de atividade das originadoras dos créditos, afirma que o mercado faz uma diferenciação entre os setores do comércio e o de serviços, para aplicar um deságio maior para os oriundos do último setor, ficando essa diferença entre mais de 10% até 15%.

Sob o aspecto da classificação dos recebíveis em performados e a performar, na opinião da respondente, aos primeiros é aplicado um deságio menor na casa de até 5%, em comparação com os créditos a performar.

Encerrando a parte relativa aos fatores de precificação dos ativos, objeto de investimento por parte dos FIDCs, a administradora informou que, em seu ponto de vista, o mercado privilegia os direitos creditórios que possuem garantias para seu adimplemento, e que isso se reverte num deságio menor para esses créditos, situado entre mais de 10% e menos de 15%, em oposição aos recebíveis sem garantias.

Para a entrevistada, os custos operacionais envolvidos na negociação de recebíveis, por meio de sua securitização, estão compreendidos entre mais de 2% até 4% do montante da operação, sem levar-se em consideração o deságio na aquisição dos títulos.

Ao final, indagada se já teria estruturado operações de securitização de recebíveis para IES, respondeu negativamente, informando ainda não ter comentários adicionais sobre nenhum outro aspecto que julgue relevante a respeito do tema.

4.2.2.1.2 Comentários da entrevista com a Administradora “A”

Por meio da análise das respostas fornecidas pela Administradora de FIDC “A”, conclui-se que suas percepções quanto às características das empresas cedentes, o mercado não avalia como relevante se elas são conhecidas ou, dito de outra forma, de atuação destacada no seu segmento de atividade. Além disso, apesar de considerar que empresas de grande porte têm mais probabilidades de sucesso nas operações, essa Administradora afirma que as de pequeno e médio portes têm perspectivas consideráveis. De modo que nem o porte das empresas, nem o fato de ser conhecida pelo mercado podem ser considerados preponderantes para o sucesso na realização de operações de securitização de recebíveis. Essa evidência é importante para o setor de ensino superior brasileiro, uma vez que o segmento, apesar de uma certa concentração em alguns grupos empresariais, como mencionado no item *2.1.1 Desenvolvimento do setor educacional de nível superior brasileiro*, ainda é composto em sua maioria, cerca de 89,8%, por pequenas e médias instituições, como mencionado no estudo da ABMES (2016).

No tópico referente aos ativos lastros, as percepções captadas reforçam o que foi encontrado no referencial teórico, exposto no item *2.3.2.2 Riscos presentes numa operação de*

securitização, que mostra o risco de crédito como o principal risco presente em negociações dessa espécie. Com efeito, a entrevistada relatou que tanto a existência de garantias, para mitigar as consequências de possível inadimplência, quanto o histórico da taxa de inadimplência dos recebíveis negociados são aspectos importantes a serem considerados na estruturação e êxito das operações de securitização com direitos creditórios.

O entendimento de que o mercado de securitização de recebíveis brasileiro, por parte da respondente, apresenta um viés de expansão para os próximos 05 (cinco) anos é um indicativo que reforça o possível sucesso de que as IES poderão usufruir ao entrarem nesse mercado.

Apesar de não serem consideradas preponderantes para o sucesso das operações, as características das cedentes e dos ativos lastros influenciam a avaliação do deságio a ser aplicado por ocasião da aquisição dos títulos. Considerando o segmento dos FIDCs, para a respondente, as pequenas e médias organizações são punidas por uma taxa de deságio maior, comparativamente às grandes, em cerca de mais de 5% até 10%. Esse ponto deve ser levado em consideração pelo segmento educacional, ao se optar por realizar negociações por meio dos FIDCs, pois, como se comentou, há uma grande participação de pequenas e médias IES no ensino superior brasileiro. Outro fator agravante para o segmento educacional, que emerge das respostas da Administradora “A”, é a que o deságio também sofre uma elevação na ordem de mais de 10% até 15% em virtude de a origem dos direitos creditórios ser do setor de serviços.

Ainda de acordo com a entrevistada, a inclusão de garantias sobre os recebíveis é premiada pelo mercado com a redução do percentual aplicado de deságio na faixa entre mais de 10% até 15%. Esse indício deve ser levado em consideração para o segmento do ensino superior, pois, como visto com as entrevistas com as IES brasileiras, nos programas de financiamento próprios, geralmente existe a figura do aval ou fiança, de maneira que no desenvolvimento de propostas de programas, cuja fonte de recursos poderá vir a ser por intermédio dos FIDCs, as organizações devem considerar essa vantagem comparativa, com vistas à redução do custo de capital de terceiros.

Os custos operacionais indicados pela entrevistada, na casa de mais de 2% até 4% do total negociado, deverão ser um dos indicadores para comparação com as outras opções disponíveis, como o FIES, PRAVALER etc.

4.2.2.2 Administradora de FIDC “B”

A Administradora “B” tem sua origem na década de 1960, com sede na cidade de São Paulo, sendo uma das pioneiras na utilização do sistema *Home Broker* para negociação das ordens de compra e venda de ativos. Uma das formas de se diferenciar é a busca constante pela atualização tecnológica que visa atender seus clientes da melhor maneira possível, com a disponibilização de novas tecnologias, inovação e melhoria constante.

A sua missão consiste em oferecer soluções customizadas de investimentos, com excelência na qualidade dos serviços, orientada para resultados e com alta rentabilidade.

Apoia-se nos fundamentos de qualidade, comprometimento e tradição, apresentando-se como uma alternativa confiável para a realização dos investimentos de sua clientela, além de ser uma das maiores corretoras do mercado.

Possui diversas certificações que conferem credibilidade e atestam a qualificação para a excelência na prestação dos serviços, tais como: *Agro Broker*, *Execution Broker*, *Retail Broker* e *Nonresident Investor Broker*, todas no âmbito do Programa de Qualificação Operacional da BM&FBOVESPA. Também possui certificação do selo Cetip/Certifica, que garante o registro de todos os investimentos na CETIP, mesmo para os ativos que não tenham tal obrigatoriedade, o que confere maior segurança e transparência às operações.

Atua nos mercados de renda fixa, renda variável, *commodities* e câmbio, prestando serviços também de administração de fundos de investimento e custódia de valores mobiliários.

4.2.2.2.1 A Entrevista na Administradora “B”

Seguindo o roteiro da entrevista, as respostas estão separadas por blocos: percepções sobre as empresas cedentes, ativos lastros, FIDCs e o mercado de securitização de recebíveis. Na sequência estão as questões que tratam a respeito da diferenciação na negociação dos ativos em função dos fatores: porte da empresa, ramo de atividade, qualificação do direito creditório e garantias. Por último são abordados os custos em operações dessa natureza.

Ao responder sobre suas percepções quanto às características das empresas cedentes dos títulos de crédito, a entrevistada “B” acredita que não há relação entre o porte e reconhecimento das empresas e a qualidade dos recebíveis originados por elas. A respondente discorda

totalmente da relevância de as empresas cedentes serem de grande porte e reconhecidas pelo mercado. Contudo, questionada sobre as possibilidades de sucesso nas operações por parte de empresas de pequeno e médio portes, respondeu que concorda parcialmente com essa hipótese. Informa, ainda, que não visualiza uma preferência do mercado de securitização por bens físicos ou intangíveis, entretanto discorda parcialmente de que o setor de serviços tem boa aceitação pelos investidores em cotas de FIDCs.

Quanto aos ativos lastros, sua respondente não interpreta a existência de alguma preferência na negociação por ativos que apresentem garantias colaterais. Quanto à qualificação dos direitos creditórios, identificada pela separação entre performados e a performar, a respondente afirma que concorda parcialmente com as afirmações de que direitos creditórios performados têm melhor aceitação pelo mercado e que os a performar têm boa aceitação. Por último, expressa concordância total com a importância das taxas de inadimplência verificadas para os ativos lastros, como um fator importante para o sucesso das operações.

Com referência aos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, a entrevistada “B” replicou que considera importante uma boa reputação do administrador dos fundos para o sucesso da empreitada. Quanto às características dos FIDCs relativas ao prazo de resgate das cotas e de que fundos abertos são mais procurados pelos investidores, manifestou sua discordância parcial. Ao final, apresenta uma discordância total quanto ao fato de a isenção do Imposto de Renda ser determinante na escolha das aplicações, arguindo que não há isenção para os rendimentos provenientes dos investimentos em cotas dos FIDCs.

Concluindo o bloco de perguntas atinentes às percepções da Administradora “B”, sua expectativa é que o mercado de securitização de recebíveis no Brasil apresente uma tendência de estabilização para os próximos 05 (cinco) anos, justificando sua resposta em função da incerteza econômica pela qual passa nosso país e em virtude dos custos dos produtos da securitização associados ao atendimento das exigências regulatórias.

No segundo bloco de questões, cuja finalidade é captar diferenciações na negociação dos ativos, a entrevistada informou que não existem diferenças na precificação dos ativos lastros em razão do porte das empresas, afirmando novamente não haver relação entre o porte e a qualidade dos recebíveis originados pela cedente. Porém informa, posteriormente, que o deságio na aquisição de recebíveis procedentes de pequenas e médias empresas situa-se numa faixa que vai de mais de 5% até 10%, superior ao aplicado para empresas de grande porte. Tratando do atributo originador dos títulos de crédito, bens físicos ou intangíveis, a respondente

afirmou que não há diferenciação no deságio aplicado, na ocasião da aquisição dos recebíveis, em função dessa característica. No tocante à divisão entre créditos performados e a performar, na sua opinião, a prática do mercado tem demonstrado que os créditos a performar são sobretaxados com um deságio maior em relação aos performados, numa extensão de mais de 5% até 10%. Complementando o bloco sobre características diferenciadoras dos ativos lastros, levadas em consideração na negociação dos títulos, em sua experiência afirma que os ativos que possuem alguma garantia colateral são beneficiados com uma taxa menor de deságio na aquisição por parte dos FIDCs, que pode ir de mais 5% até 10%.

Desconsiderando-se as taxas de deságio praticadas na aquisição dos recebíveis, os demais custos em operações de securitização por intermédio dos FIDCs, na posição expressa pela respondente, situam-se na faixa de mais de 1% até 2% dos valores negociados.

Por último, a entrevistada afirmou que até o momento não participou de projetos de securitização com o segmento educacional, adicionando um comentário final em que menciona a existência de vários riscos envolvendo o conceito de securitização e que o retorno das operações está intrinsecamente ligado ao deságio aplicado aos direitos creditórios intermediados e aos custos para implantação de mecanismos mitigadores do risco.

4.2.2.2.2 Comentários da entrevista com a Administradora “B”

Uma vez evidenciados os pontos apreendidos na entrevista com a Administradora “B”, passa-se a análise de seu conteúdo.

Dessa forma, um ponto a ser destacado é o porte e o reconhecimento das empresas cedentes que, na opinião da entrevistada, não guarda relação com a qualidade dos recebíveis a que dão origem, não influenciando o provável sucesso das operações. Ressalte-se, entretanto, que sua manifestação foi para concordar parcialmente com as probabilidades de êxito na atividade de securitização, para as pequenas e médias organizações, o que pode ser um indicativo da necessidade de um certo volume de direitos creditórios para viabilizar a operação.

É razoável fazer a interpretação das opiniões coletadas a respeito do porte das empresas cedentes, com a diferenciação na negociação dos títulos de créditos originados por elas. Assim, na opinião da respondente, as pequenas e médias organizações arcam com um deságio maior

no momento da venda de seus recebíveis, com um diferencial entre mais de 5% até 10%, comparativamente às de grande porte.

Ainda no campo das percepções manifestadas pela Administradora “B”, os investidores não apresentam preferência quanto à origem dos direitos creditórios, se provenientes da comercialização de bens físicos ou da prestação de serviços. Entretanto, de certa forma, de maneira contraditória, discordou parcialmente de que o setor de serviços tem boa aceitação no mercado dos FIDCs. Fazendo-se uma comparação com a maneira pela qual o mercado de FIDCs negocia, conclui-se que realmente não deve haver diferenciação, pois, no entendimento da entrevistada, o deságio aplicado não apresenta variações em razão de se tratar de bens físicos ou intangíveis.

A relativa contradição apreendida na análise dos atributos do porte da empresa, também está presente na interpretação das informações coletadas relativamente à existência ou não de garantias sobre os direitos creditórios. Num primeiro momento, a entrevistada afirma não ter ciência de preferência manifestada pelo mercado a respeito desse item, porém, mais adiante, informa que a prática tem sido a aplicação de um deságio menor, da ordem de mais de 5% até 10% para os títulos com garantia. Diz-se relativa contradição, pois é passível de se concluir que há mercado para ambas as situações, considerando-se a probabilidade de êxito para os dois casos. Contudo o mercado analisa as condições dos recebíveis e precifica-os de modo diferente.

De outro modo, é a interpretação quanto ao quesito da qualificação dos recebíveis, pelo critério de o negócio jurídico apresentar-se concluso ou não, na ocasião da negociação dos direitos creditórios decorrentes. Essa é a diferenciação entre recebíveis performados ou a performar. A Administradora aponta a melhor aceitação pelo mercado de títulos performados, que contam ainda com um deságio menor em comparação com os a performar, diferença essa na faixa de mais de 5% até 10%.

Concernente à inadimplência dos ativos lastros, a informação obtida com a entrevistada corrobora o que já se apurou no referencial teórico, tratando o risco de crédito como um dos mais relevantes para a securitização de recebíveis (PINHEIRO; SAVOIA, 2009).

Quanto ao mercado de FIDCs, os apontamentos colhidos levam à provável conclusão de que há investidores diversificados que aceitam prazos diferenciados para o resgate de suas cotas, assim como pela opção de participar de fundos abertos ou fechados. O ponto de convergência fica para importância da reputação do administrador para o sucesso das operações.

Quanto ao fato de a isenção do imposto de renda ser determinante para a escolha dos investimentos, a análise da resposta da entrevistada mostra que ela se limitou apenas ao segmento dos FIDCs, que não possuem essa prerrogativa. Esse ponto de vista deve ser relativizado, pois, como se observou no referencial teórico, alguns títulos como CRA e CRI tiveram um crescimento considerável desde o seu lançamento, atribuído em parte à maior rentabilidade auferida em virtude da isenção em comento.

A administradora manifestou julgamento no sentido da estabilização da evolução do mercado de securitização de recebíveis brasileiro para um horizonte temporal de 05 (cinco) anos. Esse ponto é passível de ser interpretado à luz de seus comentários, que relacionam essa perspectiva em razão das incertezas econômicas presentes, que podem ser atribuídas ao cenário político atual. No entanto essas condições são mutáveis ao longo do tempo, além de, segundo o apurado no referencial teórico, o mercado de securitização brasileiro como um todo ter-se desenvolvido de maneira crescente nos últimos anos, a despeito das crises econômicas enfrentadas.

Concluindo, os custos operacionais indicados pela respondente estão no patamar de mais de 1% até 2%, portanto inferiores, ainda que com pouca diferença, aos indicados pela entrevistada “A”, mas inferiores aos mencionados para as alternativas proporcionadas pelo FIES e PRAVALER.

4.2.3 Entrevista com a gestora do Crédito Universitário FIDC

Com o propósito de concluir a triangulação da coleta das evidências do estudo de caso, foi realizada uma entrevista, não prevista inicialmente no desenho da pesquisa, mas, em virtude da participação neste estudo de IES que não efetuaram operações de securitização de recebíveis, mostrou-se necessária e relevante. A entrevista foi obtida com empresa gestora do único FIDC em operação no Brasil¹⁰, que realiza operações, exclusivamente, com direitos creditórios originados por instituições de ensino superior de graduação.

A entrevista foi realizada por meio do aplicativo skype®, de propriedade da empresa Microsoft. Teve a duração de pouco mais de uma hora, sendo utilizada a técnica da entrevista

¹⁰ De acordo com levantamento feito pelo autor nos sítios eletrônicos da Bovespa e da CETIP.

por pautas, ou seja, orientada por uma série de itens de interesse do entrevistador, que ao longo do procedimento vão sendo explorados (GIL, 2010).

Além das informações coletadas na entrevista, foram obtidos dados secundários conforme informado no item 3.2.2 *Etapa 2 – Estudo de caso*, o que, segundo Yin (2010), aumenta a qualidade do estudo de caso, devido à utilização de múltiplas fontes de evidência.

4.2.3.1 Ideal Invest S.A.

De acordo com informações obtidas por intermédio de uma entrevista ao Jornal “O Estado de São Paulo”¹¹, em 13 de agosto de 2012, o empresário Oliver Mizne havia vendido sua participação no Banco Garantia em 1998, e estava à procura de opções de investimento. A ideia de financiar estudantes surgiu quando relacionou o seu sucesso pessoal com o fato de ter estudado em escolas de reconhecida qualidade. Em 2001, fundou a Ideal Invest, que durante os primeiros 05 (cinco) anos se limitou a prover recursos para a expansão das universidades particulares, com *funding* oriundo do instrumento financeiro recém-criado denominado Fundo de Investimento em Direitos Creditórios.

A realização do propósito inicial ocorreu anos mais tarde: esse empresário comenta a dificuldade para sua implantação devido a o crédito estudantil ser considerado uma modalidade de alto risco, visto que não existe um bem a ser tomado, no caso de inadimplência, como ocorre no financiamento de veículos e imóveis.

Segundo o empresário, apesar do propósito inicial para a criação da empresa, a entrada definitiva da Ideal Invest no varejo ocorreu de forma casual durante um jantar de confraternização de final de ano na Universidade do Sul de Santa Catarina (UNISUL), quando seu reitor, sem prévio aviso, anunciou que a empresa iria lançar a primeira linha de crédito estudantil do País. Mizne conta que não tinha nada definido, mas acabou confirmando na mesma hora. Consoante o reitor da UNISUL, na época o crédito estudantil era quase inexistente, e as próprias IES financiavam os alunos, mas não tinham condições de continuar por falta de recursos financeiros. A estruturação do programa privado de financiamento estudantil da empresa deu-se por meio da criação do produto PRAVALER, que teve suas

¹¹ Disponível em: < <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,da-pra-lucrar-com-credito-estudantil-imp-915706>>. Acesso em 27 out. 2017.

principais características demonstradas no tópico 2.2.2.3 – *Programas de financiamento estudantil privado*, deste estudo.

Em conformidade com o Formulário de Referência – Anexo 15 – II, da Instrução CVM n.º 558/2015, disponível no sítio eletrônico da gestora, a Ideal Invest é uma empresa especializada em soluções financeiras voltadas para o setor educacional, com atuação na administração de fundos de investimento em direito creditórios, com habilitação na CVM desde 2004. Desde então, vem acumulando experiência na gestão de 05 (cinco) FIDCs, tendo participado da criação do primeiro instrumento financeiro desse tipo no País em 2002. Atualmente é gestora de 03 (três) fundos desse gênero, que juntos formam um patrimônio de aproximadamente R\$ 400 milhões.

Para a melhor caracterização da evolução da empresa, ela é rerepresentada na Figura 10.

Figura 10 – Cronologia das atividades da Ideal Invest



Fonte: Disponível em <<http://instituicao.idealinvest.com.br/>>. Acesso em 25 jan. 2017.

Ainda de acordo com o sítio eletrônico da Ideal Invest, o PRAVALER, criado em 2006, é o maior programa de crédito universitário privado do Brasil, com potencial de crescimento de 200% em 05 (cinco) anos. Os principais indicadores do programa podem ser visualizados na Figura 27.

Figura 27 – Principais indicadores do programa PRAVALER

CRÉDITO UNIVERSITÁRIO PRAVALER

Gestora do maior programa de Crédito Universitário privado do Brasil.
Soluções financeiras para as Instituições de Ensino Superior desde 2006.
Líder do setor de financiamento estudantil, com potencial de crescimento de 200% em 5 anos.



Fonte: Disponível em <<http://instituicao.idealinvest.com.br/>>. Acesso em 27 out. 2017.

4.2.3.1.1 A Entrevista com a Ideal Invest

A entrevista com a Ideal Invest foi concedida pelo Superintendente de Produtos e Novos Negócios, que está na empresa desde 2010, ocupando esse cargo desde 2012. Anteriormente, atuou no segmento de crédito universitário pelo Banco Itaú, de 2009 a 2010, como gerente de produtos. Tem graduação em Marketing e especialização em *Master Business Administration* – MBA, na área de Varejo. Infere-se, portanto, que o entrevistado traz um amplo conhecimento no segmento de crédito educacional.

O desenvolvimento da entrevista deu-se por meio dos pontos de interesse, a saber: o critério de aquisição dos recebíveis, quanto a trabalhar com créditos performados ou a performar, a existência ou não de garantias sobre os recebíveis, como é a estrutura da operação, captação dos recursos, a experiência quanto à análise do crédito e inadimplência dos alunos, além das perspectivas sobre o futuro do financiamento privado estudantil brasileiro.

Segundo o entrevistado, o Crédito Universitário FIDC, que é o instrumento financeiro viabilizador da aquisição dos direitos creditórios da educação, adquire somente créditos performados, o que auxilia a obtenção de um bom *rating* na análise de risco.

A operação ocorre da seguinte forma: inicialmente a própria gestora faz a análise para a concessão do crédito dos candidatos ao financiamento, por meio de um sistema na rede

mundial de computadores, pois detém *expertise* com esse tipo de crédito, tendo desenvolvido uma metodologia própria. O *know-how* da gestora não se limita à análise do crédito, mas volta-se também para a administração da carteira, com a consequente cobrança dos inadimplentes. Após a aprovação, a documentação é encaminhada a uma instituição financeira parceira da Ideal Invest, que efetiva uma operação de Crédito Direto ao Consumidor – CDC. Vale observar que na concessão do crédito há exigência de um fiador, que fica vinculado ao empréstimo concedido. Uma vez finalizada a operação, os recursos são utilizados para a quitação antecipada das mensalidades do semestre devidas à instituição de ensino, com aplicação de um desconto.

Com a operação concluída, os direitos creditórios são considerados performados, sendo adquiridos pela Ideal Invest, que faz a cessão para o Crédito Universitário FIDC. De modo que a Ideal Invest participa do FIDC, exercendo a função de gestora e também permanecendo com cotas subordinadas, quando houve sua colocação no mercado, com participação no risco do negócio.

Quanto à captação de *funding* para viabilizar a operação, na opinião do respondente, a grande questão é a obtenção de recursos com custos mais acessíveis, pois o aluno não consegue arcar com os juros cobrados pelo mercado, em torno de 2% ao mês. E, ainda, a empresa tem consciência de que em longo prazo precisa apresentar alternativas que apliquem um deságio menor na aquisição dos créditos, pois as taxas atuais podem vir a inviabilizar a continuidade das operações, uma vez que, em longo prazo, podem comprometer a sustentabilidade das IES.

Nesse ponto, faz menção aos produtos oferecidos pelas instituições financeiras de varejo, que cobram juros altos, justamente por desconhecerem como ocorre a atividade no segmento educacional e por não possuírem informações suficientes sobre o público-alvo tomador dos financiamentos, além de serem mais conservadoras em virtude da sua estrutura, que tem de atender o marco regulatório do setor bancário.

No tocante à experiência na administração do financiamento, relata a importância de que o aluno pague uma parte do financiamento durante a realização do seu curso, para que se sinta comprometido com o débito assumido, e quanto mais próximo for o saldo devedor ao final do curso do montante inicial tomado, menor será a taxa de inadimplência verificada.

Comenta que, em determinado período, a gestora ofertava 02 (duas) alternativas de financiamento: (i) a primeira com a opção de pagamento de 50% do valor da mensalidade durante o curso e a (ii) segunda com a possibilidade de 30%. A maioria dos alunos preferiam a primeira alternativa, o que levou a descontinuar a segunda opção para o produto atual. Outro

aspecto importante a ser considerado é para se tentar escalonar o valor das parcelas do financiamento, de modo que não ocorram mudanças significativas, pois quando isso ocorre via de regra gera um aumento na inadimplência. Esse ponto é especialmente relevante na conclusão do curso pelo estudante, momento em que ele deixa de perceber o recebimento da prestação do serviço educacional, e precisa continuar arcando com o pagamento das prestações.

Apurou-se com o entrevistado que já ocorreram tratativas para a estruturação de um FIDC, com a participação direta de um grupo de IES, ou seja, as entidades participando do risco do negócio por meio da aquisição de cotas subordinadas, mas até o presente momento esse projeto não teve sequência.

Quanto ao futuro do financiamento estudantil privado no mercado nacional, discorre que a Ideal Invest tem sido convidada por representantes do MEC para discutir alternativas; tendo sido aventada a possibilidade de criação de uma Letra de Crédito Educacional, lastreada em créditos oriundos de financiamento estudantil oferecido por instituições financeiras autorizadas, mas, por enquanto, essa possibilidade não foi considerada, pois o governo tem optado, por uma questão de urgência, pela criação do novo FIES para 2018, com a busca de recursos em fundos setoriais e o BNDES.

4.2.3.1.2 O Crédito Universitário FIDC

Neste tópico do trabalho apresentam-se as principais características do FIDC gerido pela Ideal Invest, tais como: forma de constituição, objetivo, prazo de duração, política de investimentos, riscos envolvidos, características das cotas, taxa de inadimplência dos recebíveis adquiridos, classificação de risco, deságio aplicado na aquisição dos direitos creditórios, encargos operacionais e rentabilidade.

Em consulta ao regulamento do Crédito Universitário FIDC (CREDUNI, 2016), é possível verificar-se que o fundo é constituído sob a forma de condomínio fechado, o que importa dizer que não é permitido o resgate de cotas por decisão do cotista a qualquer tempo. Declara estar sujeito à disciplina da Resolução do CMN n.º 2.907, de 29 de novembro de 2011, e pela Instrução CVM n.º 356, de 17 de dezembro de 2001, além de outras disposições legais e regulamentares aplicáveis.

O Fundo tem por objetivo proporcionar rendimento aos cotistas, por meio do investimento dos recursos na aquisição de direitos creditórios que atendam a política estabelecida.

O prazo de duração do Fundo é de 20 (vinte) anos, a contar da data do seu registro na CVM, podendo esse prazo ser prorrogado ou reduzido por deliberação da Assembleia Geral.

A administração do Fundo é de responsabilidade da empresa Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., que poderá contratar às expensas do fundo outros prestadores de serviços, dentre eles os serviços de gestão profissional da carteira.

De modo resumido, a política de investimento do fundo estabelece que as aplicações em direitos creditórios e outros ativos não podem exceder o montante de 20% do seu patrimônio líquido, para um mesmo devedor, ou pessoa coobrigada. Exceto pela aquisição de direitos creditórios, o Fundo não poderá realizar outras operações nas quais os cedentes, seus controladores, ou sociedades direta ou indiretamente coligadas ou controladas, atuem na condição de contraparte. Os direitos creditórios e ativos financeiros integrantes da carteira do Fundo devem ser custodiados e registrados em entidades autorizadas pelos órgãos responsáveis (BACEN ou CVM). Por fim, os recursos não aplicados em direitos creditórios podem ser mantidos em moeda corrente nacional, ou investidos em Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT); em operações compromissadas, com liquidez diária, lastreadas em títulos públicos federais, e certificados de depósito financeiro, com liquidez diária, com rentabilidade atrelada à taxa DI.

Os direitos creditórios a serem adquiridos devem ser vincendos, decorrentes de contratos de empréstimos, oriundos de financiamentos concedidos pelos respectivos cedentes aos devedores para o financiamento de matrículas e semestralidades devidas às IES, a título de pagamento de serviços educacionais prestados aos devedores, e incluem todas as garantias prestadas pelos devedores e seus devedores solidários para garantir o cumprimento deles.

Quanto aos riscos a que estão expostos os cotistas do Fundo, o regulamento detalha várias categorias, a saber:

- de crédito;
- de liquidez;
- operacionais;
- de descontinuidade;
- relativos aos cedentes;
- outros.

As cotas emitidas pelo Fundo representam frações ideais de seu patrimônio, com valor unitário de referência na emissão de R\$ 1,00 (um real), podendo ser totalmente resgatadas ou amortizadas somente ao término do seu prazo de duração, ou em caso de liquidação antecipada do Fundo. As cotas são escriturais e custodiadas em nome dos seus respectivos titulares, e consistem em duas classes: seniores e subordinadas. As cotas seniores podem ser divididas em séries com valores e prazos diferenciados. Somente investidores qualificados, nos termos da legislação vigente (ICVM 356/2001), podem adquirir cotas do Fundo. As características das cotas com valores a serem amortizados estão descritas no Quadro 19.

Quadro 19 – Características das cotas emitidas pelo Crédito Universitário FIDC

Instrumento (Cotas)	Data de início	Rentabilidade Alvo	Cronograma de Amortização
Seniores – 9. ^a Série	28 dez. 2012	IPCA + 5,7% a.a	48 parcelas mensais após um período de carência de 12 meses
Seniores – 10. ^a Série	15 jan. 2014	IPCA + 7,7% a.a	48 parcelas mensais após um período de carência de 12 meses
Seniores – 11. ^a Série	13 dez. 2013	Taxa DI Over + 1,95% a.a	36 parcelas mensais após um período de carência de 18 meses
Seniores – 12. ^a Série	25 jun. 2015	Taxa DI Over + 2,8% a.a	30 parcelas mensais após um período de carência de 12 meses
Seniores – 13. ^a Série	16 jul. 2015	Taxa DI Over + 2,9% a.a	30 parcelas mensais após um período de carência de 12 meses
Seniores – 14. ^a Série	26 jun. 2015	Taxa DI Over + 2,9% a.a	30 parcelas mensais após um período de carência de 12 meses
Seniores – 15. ^a Série	04 mar. 2016	Taxa DI Over + 3,3% a.a	36 parcelas mensais após um período de carência de 24 meses
Seniores – 16. ^a Série	08 set. 2016	Taxa DI Over + 3,3% a.a	36 parcelas mensais após um período de carência de 12 meses
Seniores – 17. ^a Série	10 mar. 2017	Taxa DI Over + 3,2% a.a	36 parcelas mensais após um período de carência de 12 meses
Seniores – 18. ^a Série	10 mar. 2017	IPCA + 9,06% a.a.	48 parcelas mensais após um período de carência de 12 meses
Subordinadas Mezanino	03 mar. 2016	Taxa DI Over + 6,0% a.a	36 parcelas mensais após um período de carência de 24 meses
Subordinadas Juniores	15 jan. 2007	Não Aplicável*	Não Aplicável

Fonte: Relatório de Monitoramento de Riscos da S&P, pág. 9.

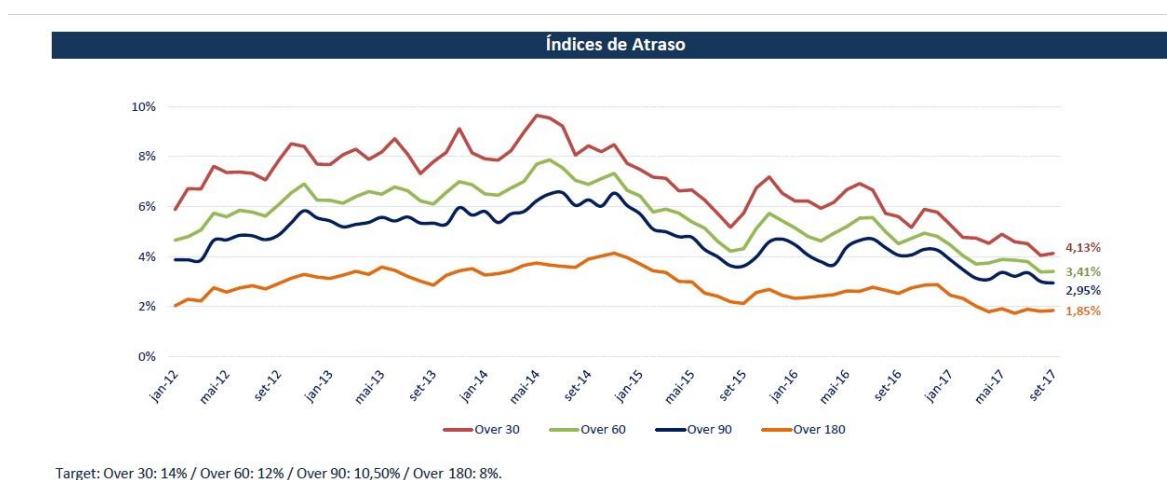
*As cotas subordinadas não têm rentabilidade-alvo, embora se beneficiem de qualquer rentabilidade excedente após o FIDC ter alcançado a remuneração alvo das cotas seniores.

Em consulta aos relatórios de informe mensal disponíveis do sítio eletrônico da BM&FBOVESPA¹², nos últimos 12 meses (set.2017 a out.2016), o fundo captou o total de R\$ 153 milhões, sendo R\$ 62,2 milhões da série 9; R\$ 87,8 milhões da série 10, ambas seniores, e; R\$ 3 milhões da série 02 subordinada.

¹² Disponível em < http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/fidcs-listados.htm>. Acesso em 28 out. 2017.

Como visto no referencial teórico, e pelas entrevistas das gestoras de FIDCs “A” e “B”, além da concedida pelo Superintendente de Produtos e Novos Negócios da Ideal Invest S.A., a taxa de inadimplência, que concerne ao risco de crédito, é um dos principais aspectos a serem considerados numa estruturação de securitização de recebíveis, de modo que esse indicador é amplamente divulgado pela gestora em seu sítio eletrônico, por meio do Relatório denominado Lâmina, que, para setembro de 2017, informa o histórico dos últimos 18 meses, o qual pode ser visto na Figura 28.

Figura 28 – Histórico da taxa de inadimplência – Crédito Universitário FIDC



Fonte: Relatório Lâmina, data-base set.2017.

Outro ponto que merece destaque na indústria da securitização é a classificação de risco das cotas do fundo, que representa a possibilidade de perda do principal e juros nas aplicações realizadas. Para o Crédito Universitário FIDC, a agência de *rating* contratada é a Standard & Poors (S&P). A agência elabora o Relatório de Monitoramento de Risco, disponível no sítio eletrônico da BM&FBOVESPA¹².

Para a data-base de maio de 2017, a informação da classificação de risco das diversas séries de cotas com valores a serem amortizados pode ser visualizada no Quadro 20.

Quadro 20 – Classificação de risco das cotas do Crédito Universitário FIDC – maio/2017

Instrumento	Rating Atual	Rating Inicial
Cotas Seniores – 9. ^a Série	brAA- (sf)	brAA+ (sf) Preliminar
Cotas Seniores – 10. ^a Série	brAA- (sf)	brAA+ (sf)
Cotas Seniores – 11. ^a Série	brAA- (sf)	brAA+ (sf)
Cotas Seniores – 12. ^a Série	brAA- (sf)	brAA- (sf)
Cotas Seniores – 13. ^a Série	brAA- (sf)	brAA- (sf)
Cotas Seniores – 14. ^a Série	brAA- (sf)	brAA- (sf)
Cotas Seniores – 15. ^a Série	brAA- (sf)	brAA- (sf) Preliminar
Cotas Seniores – 16. ^a Série	brAA- (sf)	brAA- (sf)
Cotas Seniores – 17. ^a Série	brAA- (sf)	brAA- (sf)
Cotas Seniores – 18. ^a Série	brAA- (sf)	brAA- (sf)
Cotas Subordinadas Mezanino	brA (sf)	brA (sf) Preliminar
Cotas Subordinadas Juniores	Não Classificadas	Não Classificadas

Fonte: Adaptado pelo autor, com base no Relatório de Monitoramento de Riscos da S&P, pág. 2.

De acordo com o sítio eletrônico da S&P¹³, no qual é propiciado o acesso ao relatório Critério de *Rating* de Qualidade de Crédito de Fundo, as categorias AA e A representam que as posições do portfólio do fundo oferecem proteção muito forte e forte, respectivamente, contra perdas decorrentes de *defaults* de crédito, sendo a melhor categoria classificatória do *ranking* a indicada pela sigla AAA (proteção extremamente forte). Os sinais de mais (+) e menos (-) indicam a posição relativa dentro das categorias.

O deságio aplicado na aquisição dos direitos creditórios é um fator determinante na rentabilidade do Fundo, como mencionado pelo gestor “B” em sua entrevista. Porém, como mencionado pelo Superintendente da Ideal Invest, existe uma preocupação da gestora do Fundo em viabilizar taxa menores que as atuais, considerando que em longo prazo podem comprometer a sustentabilidade financeira das IES. As taxas de deságio praticadas pelo Fundo em 2015, 2016 e 2017 estão demonstradas na Tabela 35.

¹³ Disponível em < https://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/ratings/ratings-criteria/-/articles/criteria/funds/filter/all>, acesso em 28 out. 2017.

Tabela 35 – Taxa de deságio praticada na aquisição de direitos creditórios

Período	Taxa mínima (%)	Taxa máxima (%)	Taxa média ponderada (%)
2015	5,36	48,39	27,57
1.º.01.2016 a 17.06.2016	12,67	44,61	27,87
20.06.2016 a 31.12.2016	13,76	41,23	28,86
janeiro/2017	24,88	34,18	27,84
fevereiro/2017	21,08	39,47	29,55
março/2017	N/D	N/D	N/D
abril/2017	12,94	33,58	25,56
maio/2017	22,70	40,85	30,61
junho/2017	22,70	540,89	81,86
julho/2017	22,70	37,09	30,50
agosto/2017	5,31	53,97	29,89
setembro/2017	22,70	32,55	28,65

Fonte: Elaborada pelo autor com base nas Demonstrações Financeiras 2016 e Informativos Mensais de jan. a set. de 2017.

Os encargos operacionais de uma operação de securitização, por intermédio do instrumento financeiro FIDC, devem ser levados em consideração na sua estruturação. Assim, para o Crédito Universitário FIDC, na Tabela 36 apresentam-se os valores e representatividade em relação ao Patrimônio Líquido médio para 2016 e 2015.

Tabela 36 – Encargos operacionais do Crédito Universitário FIDC

Encargo	2016		2015	
	R\$ (mil)	% do PL médio	R\$ (mil)	% do PL médio
Taxa de Administração	2.155	0,62	1.997	0,99
Serviços do Sistema Financeiro	1.556	0,44	1.321	0,66
Serviços Técnicos Especializados	503	0,14	473	0,23
Outras despesas administrativas	515	0,14	90	0,04
Comunicação e Publicidade	12	0,00	31	0,02
Total	4.741	1,35	3.912	1,94

Fonte: Demonstrações Financeiras do Exercício 2016, nota explicativa n.º 11.

Por último, é apresentada a rentabilidade do Fundo, talvez o principal aspecto motivador para a captação de aplicações nas cotas emitidas pelos investidores e, consequentemente, um dos fatores determinantes de sucesso na operação. A Tabela 37 destaca o histórico do retorno obtido pelo Crédito Universitário FIDC, com uma comparação com a Taxa DI e o IPCA na data-base de setembro de 2017.

Tabela 37 – Histórico da rentabilidade do Crédito Universitário FIDC – Data-base set./2017

Instrumento	Ano atual (%)	Últimos 12 meses (%)	2016 (%)	Últimos 3 anos (%)
9. ^a série	6,10	7,60	12,10	43,40
10. ^a série	7,60	10,20	14,70	52,30
11. ^a série	9,60	13,80	16,20	51,90
12. ^a série	10,30	14,70	17,20	40,40
13. ^a série	10,40	14,80	17,30	39,40
14. ^a série	10,40	14,80	17,30	40,60
15. ^a série	10,70	15,30	14,60	26,80
16. ^a série	10,70	15,30	5,20	16,40
17. ^a série	7,40	7,40	0,00	7,40
18. ^a série	6,30	6,30	0,00	6,30
Mezanino	12,80	18,30	17,00	32,10
CDI	7,90	11,50	14,00	27,30
IPCA ¹⁴	1,80	2,50	6,30	21,80

Fonte: Relatório Lâmina, data-base set./2017.

4.2.3.1.3 Comentários da entrevista com a Ideal Invest S.A.

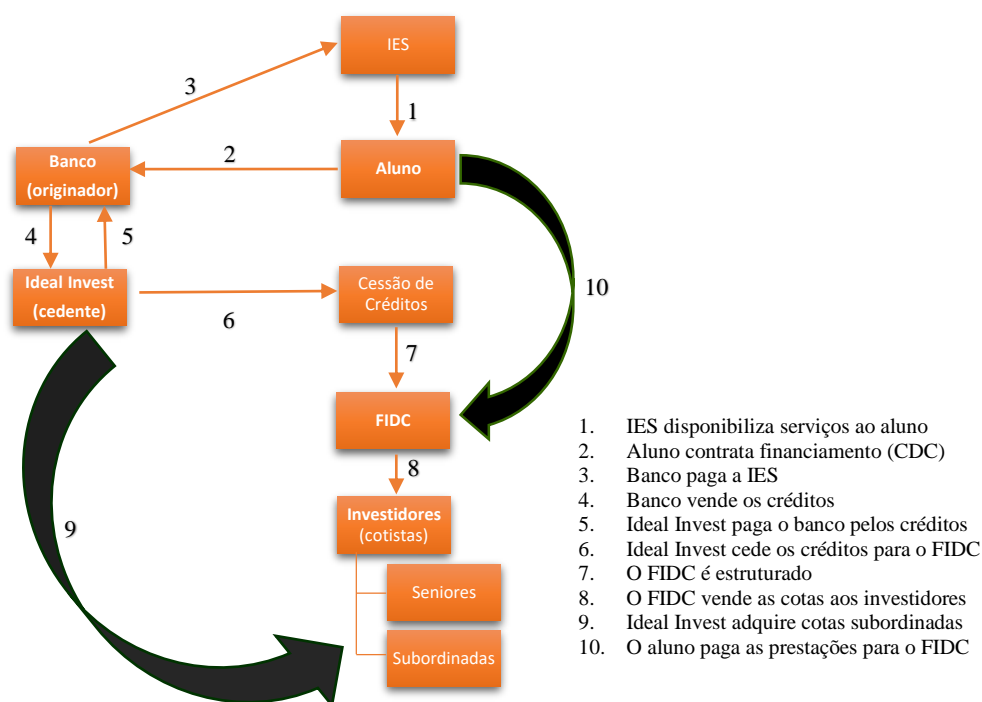
Considerando que o Crédito Universitário FIDC é o único fundo que opera no Brasil, de forma exclusiva, com a aquisição de direitos creditórios do ensino superior de graduação, a análise das informações obtidas com a Ideal Invest, gestora do Fundo, com os dados secundários, de natureza operacional, são relevantes para o desenvolvimento desta pesquisa, pois trata-se do caso revelador, que, no ensinamento de Yin (2010), configura-se quando a informação descritiva isolada será reveladora.

Analisando-se como a operação está estruturada, de acordo com os dados fornecidos pelo entrevistado, é possível observar que, ao contrário do que discorre a teoria, indicada no item 2.3.1 *Origem e Evolução (da Securitização)*, em especial Pinheiro e Savoia (2009), e Gorton e Metrick (2011), no caso do programa de financiamento estudantil privado PRAVALER, que utiliza o Crédito Universitário FIDC como fonte de recursos para fomento do programa, a intermediação financeira continua a existir.

Na Figura 29, demonstra-se o fluxo da operação para o caso em particular.

¹⁴ Quando o IPCA oficial do mês ainda não tiver sido divulgado, será utilizada a projeção da ANBIMA como apuração.

Figura 29 – Fluxo da operação do Crédito Universitário FIDC



Fonte: Adaptada pelo autor (LUNA, 2014). Semana Nacional de Educação Financeira – 2014, disponível em < www.portaldoinvestidor.gov.br/.../export/.../FundosEstruturados-SemanaENEF.ppt >. Acesso em 04.01.2017.

A gestora é quem participa do risco da operação, por meio da aquisição dos direitos creditórios da instituição financeira; esta última assume a posição de originadora dos créditos, e, por sua vez, a Ideal Invest apropria-se dos possíveis ganhos excedentes, ao adquirir as cotas subordinadas do FIDC.

Uma ressalva é válida neste momento. Os direitos creditórios operados são considerados performados em virtude de a operação financeira estar finalizada com a assinatura do contrato de crédito direto ao consumidor – CDC, e a liberação do valor para a quitação da dívida com a IES, e não no sentido original do termo, que seria aquele no qual os serviços subjacentes tivessem sido efetivamente prestados.

Essa configuração pode-se constituir no principal motivo das altas taxas de deságio praticadas no momento da aquisição dos direitos creditórios e da significativa taxa de juros cobrada dos estudantes financiados, que para o PRAVALER situa-se em 2,19% ao mês (Figura 11), na mesma faixa cobrada pelas instituições financeiras de varejo, como o Bradesco, no valor

de 2,37% ao mês (Figura 12); o Santander que cobra a taxa de 2,29% ao mês (Quadro 6) e o Sicredi, a taxa de 1,98% ao mês (Quadro 16).

Sobre a experiência da entrevistada com a operação do financiamento estudantil privado, alguns pontos merecem destaque. De acordo com o relatado, é importante que o aluno inicie o pagamento durante a realização do curso universitário, o que gera um comprometimento maior com o débito assumido, tendo já se definido, com a prática, o percentual dessa participação, no valor de 50% da mensalidade do curso.

Outro aspecto a ser considerado é o relativo ao saldo devedor no momento da conclusão do curso, que deve ser o mais próximo possível do montante inicial contratado, o que evita um crescimento da inadimplência. Esse item apresenta um ponto de contato com o referencial teórico levantado, quando menciona o risco de preço que pode vir a ocorrer numa operação de securitização, caracterizado quando o valor da dívida supera o valor do bem financiado, levando o tomador a não quitar sua dívida (CARNEIRO e GOLDFAJN, 2000). E, ainda, relativamente ao valor das parcelas do financiamento, que não devem ter uma variação brusca de valor para mais, em especial no momento do término do curso, o que também acaba elevando as taxas de inadimplência.

A favor dos financiamentos estudantis privados, encontrou-se na bibliografia um estudo realizado na China. Nele demonstra-se que os estudantes que tomaram financiamentos obtiveram desempenho acadêmico melhor e conseguiram empregos iniciais com salários mais altos em relação aos que não tiveram seus estudos financiados (LI, 2006).

O fato de que as tratativas para as IES atuarem diretamente no FIDC ainda não ter logrado êxito pode indicar a pouca disposição ou resistência na assunção de uma parcela do risco da operação com a aquisição de cotas subordinadas do fundo; em contraparte, elas deixam de participar dos possíveis excessos de rentabilidade gerados.

Concernente ao futuro do financiamento privado estudantil, infelizmente o governo atual trabalha com uma visão de curto prazo, preocupando-se somente com o FIES para 2018, que contará com uma linha financiada pelos bancos, que assumirão os riscos, mas com a utilização de recursos subsidiados por meio de fundos setoriais e do BNDES. Apesar da possível oferta de subsídio pelo governo, deve ser lembrado que, na opinião da respondente, as instituições financeiras tradicionais cobram juros mais altos por não conhecerem com mais propriedade o público-alvo, em virtude da tributação e do marco regulatório do setor.

Cabe lembrar a experiência da Índia e da China quanto aos financiamentos estudantis privados operados por instituições financeiras, e subsidiados com recursos do governo, comentados no referencial teórico. Na Índia, os programas não têm atendido de forma satisfatória as camadas mais pobres da população, em especial em questões como taxa de juros, prazo para amortização e garantias (RANI, 2011). Quanto à China, a penetração do programa é baixa: em torno de 7,5% dos estudantes são atendidos, em função da inadequação ao atendimento das necessidades, como liberação de valor insuficiente, prazo de amortização de 6 anos, considerado curto, inexistência de mecanismos para situações de desemprego, doenças graves, variações no nível de renda e outras eventualidades. Por último, o sistema de partilha de riscos entre IES, fundos e bancos é considerado ineficiente, pois os fundos e bancos ficam, na maioria das vezes, com os eventuais ganhos, ou o prazo para o envio dos recursos das sobras para as IES é muito demorado, nos programas que possuem essa previsão (WEI e WANG, 2009).

Quanto às características operacionais do FIDC gerido pela Ideal Invest, é interessante observar a relação de subordinação de cotas. Com base nas informações constantes do Relatório Lâmina de setembro de 2017, a subordinação média dos últimos 12 (doze) meses tem sido de 17% do patrimônio líquido do fundo, já a participação pontual para o mês de referência ficou em 19%. A evolução do patrimônio e a participação das cotas podem ser visualizadas na Figura 30.

Figura 30 – Evolução do Patrimônio Líquido do Crédito Universitário FIDC



Fonte: Relatório Lâmina, data-base setembro de 2017.

O prazo de amortização das cotas também é um dado importante na montagem da operação de securitização, em função do tempo de recebimento dos financiamentos dos alunos. Com fundamento nas informações obtidas, somando-se o prazo de carência ao prazo de amortização, verifica-se que, do total de 10 séries seniores lançadas, 30% das cotas (03 séries) têm um prazo de 60 meses, 40% de 48 meses (04 séries) e 30% de 42 meses (03 séries). Na Tabela 38 apresenta-se a média ponderada do prazo com base no valor do patrimônio líquido das séries.

Tabela 38 – Média ponderada do prazo de amortização das cotas seniores

Cotas (Séries)	Prazo em meses (Carência + Amortização)	Quantidade	Patrimônio Líquido	% Relativa do Patrimônio Líquido
9 ^a ; 10 ^a e 18 ^a	60	3	R\$ 124.900.000	26,53
11 ^a ; 15 ^a ; 16 ^a e 17 ^a	48	4	R\$ 229.400.000	48,72
12 ^a ; 13 ^a e 14 ^a	42	3	R\$ 116.500.000	24,75
Total	-	10	R\$ 470.800.000	100,00
Média ponderada	49,7 meses			

Fonte: Elaborada pelo autor.

O prazo médio ponderado indica estar bem ajustado à realização do fluxo de recebimentos do fundo, haja vista que os cursos superiores de graduação podem ter durações variadas. A carga horária é, geralmente, distribuída em 24 meses para os cursos de tecnologia; 36 meses para as licenciaturas; 48 ou 60 meses para os bacharelados. Os bacharelados são os cursos com o maior número de alunos, e a maior parte deles tem uma duração de 48 meses.

No tocante aos custos de captação dos recursos nos investidores, a distribuição das cotas seniores apresenta-se com 03 séries que empregam uma combinação de IPCA + sobretaxa sênior, e 07 séries a Taxa DI + sobretaxa sênior. Visando a um melhor entendimento do custo total de captação do FIDC, procedeu-se ao cálculo da taxa média ponderada para os últimos 12 meses e, para 2016, na base anual e descapitalizada para o mês, cujos resultados estão demonstrados na Tabela 39.

Com o objetivo de situar as taxas apuradas, se menores ou maiores das empregadas pelo mercado financeiro, é possível comparar com apuradas pelo Banco Central do Brasil (BCB), disponíveis no sítio eletrônico da instituição¹⁵.

¹⁵ Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/TXJUROS/>>. Acesso em 30 de out. de 2017.

Tabela 39 – Custo médio ponderado de capital do Crédito Universitário FIDC

Cotas (Séries)	Data de início	Índice + Sobretaxa Sênior		Patrimônio Líquido (R\$)	Custo do capital (R\$)	
		Últimos 12 meses	Ano de 2016		Últimos 12 meses	Ano de 2016
9. ^a	28 dez. 2012	8,20%	12,00%	9.800.000	803.600	1.176.000
10. ^a	15 jan. 2014	10,20%	14,00%	26.400.000	2.692.800	3.696.000
11. ^a	13 dez. 2013	13,45%	15,95%	44.100.000	5.931.450	7.033.950
12. ^a	25 jun. 2015	14,30%	16,80%	40.900.000	5.848.700	6.871.200
13. ^a	16 jul. 2015	14,40%	16,90%	31.300.000	4.507.200	5.289.700
14. ^a	26 jun. 2015	14,40%	16,90%	44.300.000	6.379.200	7.486.700
15. ^a	04 mar. 2016	14,80%	17,30%	21.500.000	3.182.000	3.719.500
16. ^a	08 set. 2016	14,80%	17,30%	101.100.000	14.962.800	17.490.300
17. ^a	10 mar. 2017	14,70%	0,00%	62.700.000	9.216.900	-
18. ^a	10 mar. 2017	11,56%	0,00%	88.700.000	10.253.720	-
Total	-	-	-	470.800.000	63.778.370	52.763.350
Custo médio ponderado a.a.		13,55%	16,52%	-		
Custo médio ponderado a.m.		1,06%	1,28%	-		

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para efeito da comparação mencionada com as taxas de mercado disponibilizadas pelo BCB, apresenta-se a Tabela 40.

Tabela 40 – Taxas anuais apuradas para pessoas jurídicas – de 09 a 16 out. 2017

Modalidade	Espécie do juro	Mínima (%)	Máxima (%)	Média (%)
Desconto de duplicata	Prefixado	2,50	86,93	35,86
Vendor	Prefixado	2,25	30,53	16,34
Conta garantida	Prefixado	16,23	135,70	48,74
Conta garantida	Posfixado	14,43	64,34	23,63

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do Banco Central do Brasil. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/c/TXJUROS/>>. Acesso em 30 out. 2017.

Antes de tudo, é necessária uma observação. Optou-se pelas modalidades de operação elencadas na Tabela 40, pois são as que guardam maior proximidade com a operação de securitização, na forma pela qual é feita a análise do crédito, ou seja, com base no cadastro dos clientes, para fins da concessão do empréstimo. Outro ponto importante é que o BCB não disponibiliza essas informações para os mesmos períodos dispostos na Tabela 39, entretanto,

como a economia brasileira está num processo de redução da taxa básica de juros (SELIC), é razoável supor que as taxas dispostas na Tabela 40 eram superiores para os períodos coincidentes com os da Tabela 39.

Constata-se, portanto, que todas as taxas médias empregadas pelo mercado financeiro mostram-se superiores ao custo médio ponderado de captação do FIDC, com exceção para a modalidade vendedor (16,34% a.a.), em comparação com o custo do capital do fundo para o período de 2016 (16,52% a.a.) que, conforme observado, devido ao processo de redução da taxa básica de juros, para o mesmo período de captação do FIDC é razoável supor que a taxa da modalidade vendedor fosse maior do que os 16,34% a.a. apurados. Com essa constatação, é comprovada a indicação da teoria de que o custo do capital de terceiros é menor com a securitização de recebíveis (PINHEIRO e SAVOIA, 2009).

Como mencionado, o deságio aplicado na aquisição dos direitos creditórios é um item importante na estruturação de operações de securitização de recebíveis. Para a melhor compreensão das taxas empregadas pelo Fundo, fez-se um recorte para 2016 e 2017, constantes da Tabela 41.

Tabela 41 –Taxas de deságio praticadas pelo Crédito Universitário FIDC

Período	Taxa mínima (%)		Taxa máxima (%)		Média ponderada (%)	
	Menor	Maior	Menor	Maior	Menor	Maior
Indicativo						
2016	12,67	13,76	41,23	44,61	27,87	28,86
Jan a Set de 2017	5,31	24,88	32,55	53,97	25,56	81,86

Fonte: Elaborada pelo autor.

Para o período de janeiro a setembro de 2017, excluiu-se a taxa máxima informada para junho de 2017, que apresentou o valor de 540,89%, por distorcer a base de comparação, portanto resulta da análise, especialmente com base na taxa média ponderada que os percentuais de deságio aplicados são significativos.

Finalizando os comentários referentes aos indicadores operacionais do Fundo, empreendeu-se ao cálculo do excesso de rentabilidade quanto à remuneração-alvo indicativa, quando houve o lançamento das cotas seniores. Os dados são apresentados na Tabela 42.

Tabela 42 – Excedente de rentabilidade – cotas seniores

Cotas (Séries)	Data de início	Últimos 12 meses (%)	Ano de 2016 (%)	Últimos 3 anos (%)
9. ^a	28 dez. 2012	-0,60%	0,10%	15,90%
10. ^a	15 jan. 2014	0,00%	0,70%	22,80%
11. ^a	13 dez. 2013	0,35%	0,25%	22,65%
12. ^a	25 jun. 2015	0,40%	0,40%	10,30%
13. ^a	16 jul. 2015	0,40%	0,40%	9,20%
14. ^a	26 jun. 2015	0,40%	0,40%	10,40%
15. ^a	04 mar. 2016	0,50%	-2,70%	-3,80%
16. ^a	08 set. 2016	0,50%	-12,10%	-14,20%

Fonte: Elaborada pelo autor.

Como poder ser visto, para os últimos 12 meses, somente a 9.º série não atingiu a rentabilidade-alvo, e todas as demais registraram excesso de retorno quanto à meta. Para 2016, somente as 15.^a e 16.^a séries apresentaram valores negativos, contudo deve-se considerar que ambas não se beneficiaram de todo o período de 2016, em particular a 16.^a lançada somente em setembro daquele ano, observação válida também para o comparativo dos últimos 3 anos. As 17.^a e 18.^a séries não foram consideradas, pois seu início ocorreu em 2017.

Nota-se que, do ponto de vista do investidor, a aplicação nas cotas do Crédito Universitário FIDC tem-se mostrado atraente, superando a rentabilidade-alvo indicada nos respectivos lançamentos.

Na sequência, será realizada uma análise integradora de todas as etapas da pesquisa, com o objetivo da apreensão dos resultados como um todo.

4.3 Análise integrada das etapas da pesquisa

A finalidade desta seção é analisar de forma conjunta os dados, proporcionando uma visão dos resultados obtidos como um todo, considerando-se as etapas da pesquisa, que foram divididas em 02 (duas): quantitativa, com a obtenção de 31 (trinta e uma) IES respondentes e a qualitativa, com 05 (cinco) unidades de análise, sendo 02 (duas) IES, 02 (duas) Administradoras de FIDC e 01 (uma) Gestora do único FIDC que se dedica integralmente à aquisição de direitos creditórios originados da educação superior de graduação no Brasil, e também a administração do maior programa privado de financiamento estudantil para esse segmento.

Destaque-se, inicialmente, que o desenho da pesquisa previa a análise de IES que tivessem implementado programas de financiamento estudantil privado, cuja fonte de recursos fosse proveniente de operações de securitização de recebíveis. Entretanto não se encontraram evidências da existência de tais programas, e as IES ou associações que estão discutindo essa possibilidade, dado o estágio inicial do desenvolvimento, tratam o assunto como de natureza estratégica, possivelmente lhe atribuindo a característica de vantagem competitiva em relação às demais IES, o que impossibilitou o acesso às informações. Essa análise foi substituída pelo estudo do Crédito Universitário FIDC, utilizado como fonte de recursos para o desenvolvimento do programa de financiamento estudantil PRAVALER, criado pela empresa Ideal Invest.

Dadas as características peculiares das unidades de análise envolvidas e dos objetivos definidos para cada etapa da pesquisa, a apresentação dos dados segmenta-se entre as IES e as Administradoras de FIDC, integrando os pontos de contato entre os estudos de caso desenvolvidos, a etapa quantitativa e a unidade de análise Crédito Universitário FIDC, demonstrando a confirmação, ou não, com base na teoria sobre securitização de recebíveis dos resultados previstos no Quadro 15, do tópico *3.3 Processo de análise dos dados* deste estudo, a saber: custos de capital de terceiros menores do que aqueles em que há intermediação financeira; dilatação dos prazos de amortização; acesso a um volume maior de recursos financeiros; aumento na demanda de alunos para o acesso ao ensino superior e geração de valor para os investidores.

4.3.1 Análise conjunta das IES

Relativamente às IES, o instrumento de pesquisa objetivou captar as percepções correspondentes ao programa de financiamento público representado pelo FIES, alternativas a esse financiamento, programas próprios de financiamento estudantil e operações de securitização de recebíveis efetuadas. Para as duas respondentes, Universidade FEEVALE e PUC-RIO, não houve respostas quanto ao último aspecto, em virtude de ambas as IES nunca terem utilizado o mecanismo financeiro em pauta.

No Quadro 21 apresentam-se as percepções verificadas em relação ao FIES.

Quadro 21 – Percepções das IES a respeito do FIES

Item	FEEVALE	PUC-RIO
Efeitos das mudanças no programa	Redução significativa (75%) das vagas e calendário de contratação incompatível com as necessidades da IES.	Pequena redução no número de vagas, em virtude da baixa exposição da IES ao programa.
Impactos na operação	Redução de ingressantes, de disciplinas contratadas por semestre e da rentabilidade da IES.	Pequeno aumento na procura por bolsas parciais, sem maiores consequências.
Atratividade do programa	Continua atrativo, considerando que parte dos alunos não teriam condições de acessar outros programas de financiamento, apesar do aumento de custos para as IES permanecerem no FIES, devido as alterações implementadas.	Devido ao número reduzido de alunos que participam do programa, o FIES continua atrativo, contudo para IES com maior dependência do programa o aumento dos custos são significativos.
Perspectivas de futuro para o FIES	Existência de muitas dúvidas quanto as alterações para 2018, por falta de regulamentação. O programa é considerado imprescindível, mas precisa ser sustentável para todos os participantes.	O financiamento estudantil é um problema complexo em todo o mundo. Dadas as restrições de acesso ao FIES, em função da renda, acaba por haver uma sobreposição com o PROUNI. Esse efeito pode diminuir a relevância do programa.
Sugestões para o aprimoramento do programa	Considerando as alterações para 2018, entre as quais há a previsão de uma linha de financiamento ofertada pelos bancos com recursos subsidiados pelo governo, deve haver uma limitação nas taxas de juros cobradas. Possível utilização do depósito compulsório dos Bancos como fonte de recursos.	Sem sugestões.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base nos dados obtidos, percebe-se que para a PUC-RIO os efeitos das alterações no FIES não foram significativos. Isso deve-se principalmente à baixa participação do programa, em decorrência de sua natureza de IES beneficente de assistência social, possuidora de um vigoroso programa de bolsas institucionais em que 52% do seu alunado desfruta de alguma isenção dos encargos educacionais. Entretanto essa não é a realidade da maioria das IES, como se depreende da análise dos dados da etapa quantitativa que demonstrou um alto grau de dependência das IES por programas de financiamento público, uma vez que, das 31 respondentes, 30 participam do FIES e 20 do PROUNI. Além disso, de acordo com a Tabela 32, tem-se que a participação do FIES na captação de ingressantes está em torno de 17,38% e a do PROUNI em cerca de 17,24%. As alterações no programa de financiamento estudantil público, porém, são motivadoras da abertura de uma fase de expansão para as atividades da Ideal Invest, devido à demanda reprimida gerada.

Com base no referencial teórico levantado (QUEIROZ, 2015) e nas evidências obtidas, pode-se inferir que em geral as IES sofreram queda na rentabilidade da operação, resultantes da significativa redução no número de alunos atendidos, em função das mudanças do FIES.

As alternativas ao financiamento público implementadas pelas IES estão descritas no Quadro 22.

Quadro 22 – Alternativas implementadas pelas Instituições de Ensino Superior ao FIES

Item	FEEVALE	PUC-RIO
Programa de financiamento estudantil privado de terceiros	Oferta do PRAVALER e criação do programa na SICREDI.	Não houve oferta de programas privados de terceiros.
Programa de financiamento estudantil próprio	Criação do programa CredIES, com recursos próprios, administrado por um terceiro (Fundacred).	Não houve oferta de programa próprio.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os detalhes da operacionalização de cada um dos programas mencionados no Quadro 22 já foram objeto de consideração. É importante destacar que ficou demonstrada a grande dependência na atividade de ensino superior de graduação, na participação de programas de financiamento estudantil, público ou privados, para o seu desenvolvimento. Dessarte, no levantamento quantitativo, a maioria das instituições (96,78%) ofertam até 02 (dois) programas simultaneamente e um terço até 04 (quatro) programas; em média, 44,97% dos ingressantes são provenientes de programas de financiamento, e para 06 (seis) IES os programas de financiamento estudantil são responsáveis por 100% da captação de novos alunos.

Destaque-se que as duas IES entrevistadas descontinuaram seus programas próprios, nos quais faziam a administração direta e, no caso da FEEVALE, optou-se pela terceirização da administração de um novo programa próprio de financiamento estudantil, motivado pela alta inadimplência e dificuldades na sua gestão, o que pode explicar em parte a grande penetração que o PRAVALER logrou obter no segmento do ensino superior ao oferecer uma solução completa de financiamento, combinando a administração do programa, que inclui a análise do crédito, cobranças etc., com a oferta dos recursos financeiros, apesar dos custos elevados sustentados pelas IES e/ou alunos.

Contudo um total de 25 (vinte e cinco) IES, ou 80,64% da amostra, continuam a ofertar programas próprios. É possível inferir que os programas atuais são insuficientes para atender a demanda, seja pelas restrições de admissão impostas, seja em decorrência das altas taxas de juros aplicadas, como demonstrado para os casos do Bradesco, Santander, Sicredi e o PRAVALER.

Para a alternativa de programas de financiamento estudantil intermediados por instituições financeiras tradicionais (bancos), o referencial teórico demonstrou que nos países em que tal via foi implementada, apesar da utilização de recursos subsidiados, essa opção tem-se mostrado insuficiente por não atender as necessidades dos estudantes, representadas por custos menores, maior volume de recursos e prazos mais dilatados para sua amortização, além da falta de previsão para a ocorrência de situações desfavoráveis como queda na renda dos formados e desemprego. A entrevista com a Ideal Invest revelou que os bancos tradicionais desconhecem o público-alvo, o que acaba por elevar as taxas de juros. Apesar disso, o governo brasileiro vem trabalhando para ofertar a partir de 2018 duas linhas do FIES nesses moldes.

4.3.2 Análise conjunta das Administradoras de FIDC

Neste item do estudo, busca-se consolidar as análises realizadas com base nas respostas obtidas com as administradoras de FIDC, fazendo-se um contraponto com os dados levantados na etapa quantitativa e a entrevista com a Ideal Invest, especialmente sobre os aspectos considerados mais relevantes, quais sejam: características do mercado de securitização, custo do capital de terceiros, prazo de amortização, inadimplência do créditos educacionais, acesso a recursos financeiros, demanda por financiamentos estudantis e resultados alcançados.

Concernente às características das empresas originadoras dos direitos creditórios foram levantadas as percepções dos respondentes constantes do Quadro 23.

Quadro 23 – Percepções acerca das empresas originadoras dos direitos creditórios

Item	Administradora “A”	Administradora “B”
É relevante que a empresa seja de grande porte.	Concorda totalmente	Discorda totalmente
É importante que seja uma empresa conhecida.	Concorda parcialmente	Discorda totalmente
O mercado tem preferência pelo setor de bens físicos.	Não discorda, nem concorda	Não discorda, nem concorda
Pequenas e médias empresas têm boas chances de sucesso.	Concorda parcialmente	Concorda parcialmente
O setor de serviços tem boa aceitação.	Concorda totalmente	Discorda parcialmente
Comentários.	Sem comentários.	Não há relação entre o porte e reconhecimento da empresa e a qualidade dos recebíveis por ela originados.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pode-se inferir das informações apresentadas no Quadro 23 que as IES, dadas suas características, quais sejam, predominância de pequenas e médias instituições e setor de serviços, têm boas probabilidades de êxito na utilização da securitização de recebíveis, pois os quesitos porte, reconhecimento e origem dos créditos a receber não são determinantes para o sucesso das operações.

Outro aspecto importante a respeito do mercado de securitização de recebíveis é relativo às características dos ativos lastros utilizados na operação, os quais estão descritos no Quadro 24.

Quadro 24 – Características dos ativos lastros

Item	Administradora “A”	Administradora “B”
Direitos creditórios com alguma garantia têm preferência.	Concordo totalmente	Não discordo, nem concordo
Direitos creditórios performados têm melhor aceitação.	Não discordo, nem concordo	Concordo parcialmente
Direitos creditórios a performar têm boa aceitação	Concordo totalmente	Concordo parcialmente
O histórico de inadimplência é relevante	Concordo totalmente	Concordo totalmente

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como se pode ver, a existência de garantias sobre os direitos creditórios é uma condição que pode mostrar-se vantajosa para as IES que, ao concederem os financiamentos estudantis, impõem a exigência de avais ou fianças, situação que ocorre na operação do financiamento estudantil administrado pela Ideal Invest.

Quanto ao aspecto da melhor aceitação de direitos creditórios performados ou a performar, o mercado não faz uma grande diferenciação. Na estruturação do programa de financiamento do PRAVALER, os recebíveis são considerados performados, não para que os serviços educacionais já tenham sido prestados, mas pela condição de a operação financeira de crédito direto ao consumidor, intermediada por um banco, estar conclusa.

Por fim, o histórico da taxa de inadimplência dos recebíveis mostra-se relevante na estruturação de operações de securitização, reforçando o referencial teórico pesquisado. Sobre esse ponto, na etapa quantitativa apurou-se que 96,77% das IES participantes mantêm sua taxa de inadimplência em no máximo 15% a.a., e a média geral é de 8,18% ao ano. O Crédito Universitário FIDC apresenta taxas menores de inadimplência; a máxima observada para os últimos 18 (dezoito) meses esteve próxima a 10%, considerando os créditos vencidos com mais de 30 (trinta) dias. Como as cotas subordinadas são utilizadas para absorver o impacto da possível inadimplência dos recebíveis, percebe-se que a participação dessa espécie de cotas na estrutura do Crédito Universitário FIDC mostra-se bastante ajustada, ao situar-se no patamar médio de 19% para os últimos 12 (doze) meses, aumentando dessa forma a atratividade do fundo nos investidores.

Com referência às percepções das entrevistadas a respeito do mercado de securitização de recebíveis, com a utilização do veículo FIDC, obtiveram-se os dados apontados no Quadro 25.

Quadro 25 – Percepções sobre o mercado de securitização com a utilização do FIDC

Item	Administradora “A”	Administradora “B”
A reputação do administrador é importante.	Concordo totalmente	Concordo totalmente
Fundos abertos são mais procurados.	Concordo totalmente	Discordo parcialmente
Isenção de Imposto de Renda é determinante na escolha.	Discordo parcialmente	Discordo totalmente
O prazo de resgate das cotas é relevante.	Concordo parcialmente	Discordo parcialmente
Custos operacionais do FIDC (% do PL).	Mais de 2% até 4%	Mais de 1% até 2%
Expectativa para o mercado num prazo de 5 anos.	Expansão	Estabilização
Comentários		O investidor não é isento de I.R. no investimento em cotas de FIDC.

Fonte: Elaborado pelo autor.

De acordo com os dados apontados, a reputação do administrador do FIDC é preponderante para o sucesso da operação de securitização, de modo que as IES devem ficar atentas a isso, caso desejem participar ativamente desse mercado.

Quanto ao tipo do fundo, aberto ou fechado, vê-se que não há uma predominância de um sobre o outro. No caso do Crédito Universitário FIDC apurou-se que é um fundo fechado, o que significa que os cotistas não podem resgatar suas cotas antes do prazo determinado, a não ser por sua negociação no mercado secundário.

Relativamente à isenção do imposto de renda, é possível inferir que os respondentes se ativeram restritamente a operações de FIDC, ao responder que discordam parcialmente de sua importância na escolha do fundo. Entretanto, considerando outros veículos para securitização como o CRI e o CRA, a isenção do imposto de renda se mostrou importante para o seu desenvolvimento, como demonstrado no referencial teórico.

No tocante à relevância do prazo de resgate das cotas, houve a concordância e discordância parcial das administradoras, o que pode indicar a existência de investidores diversificados para operações com prazos variados. Contudo esse aspecto é importante, pois trata-se do prazo de amortização do capital de terceiros, no caso do FIDC, representado pelos cotistas, e no caso das IES levantadas dos empréstimos obtidos. Assim, de acordo com o levantamento quantitativo, o prazo médio de amortização do capital de terceiros está em torno de 35,67 meses, com tendência para baixo de acordo com o porte das IES: 30,25 meses para as médias e 18,5 meses para as pequenas instituições. Deve-se ter em mente que a maturidade da realização dos ganhos financeiros para IES ocorre num prazo geralmente de 24 a 60 meses, atrelados ao prazo de duração dos cursos ofertados, tendentes em sua maioria a uma duração de 48 meses. Portanto infere-se que as IES, especialmente as pequenas e médias não têm conseguindo compatibilizar o prazo de amortização de suas dívidas com sua atividade operacional. Por sua vez, o Crédito Universitário FIDC apresentou um prazo médio de amortização de cotas de 49,7 meses, corroborando o que foi levantado na teoria sobre a securitização de recebíveis que declara que os prazos de amortização dos recursos de terceiros, neste tipo de operação, mostra-se mais dilatado.

Os custos operacionais para o desenvolvimento das atividades de um FIDC, apurado com as administradoras está compatível com o levantado com base nos dados secundários do Crédito Universitário FIDC, que ficou em 1,35% em 2016 e 1,94% para 2015, em relação ao patrimônio líquido médio do fundo.

Finalizando as análises, tem-se o aspecto do custo do capital de terceiros, como um fator primordial na obtenção de recursos para a implementação de programas privados de financiamento estudantil. Para o caso de um FIDC, esse item está diretamente relacionado à

remuneração paga aos cotistas do fundo. Na Tabela 43, são comparados os custos apurados nas IES, por ocasião do levantamento quantitativo e os relativos ao Crédito Universitário FIDC, calculado com base em dados secundários, como demonstrado na Tabela 39.

Tabela 43 – Comparativo do custo de capital de terceiros – IES x FIDC

Origem	IES			Crédito Universitário FIDC	
	Grande	Médio	Pequeno	Últimos 12 meses	2016
Custo médio mensal	1,57%	2,0%	3,0%	1,06%	1,28%
Média geral	1,71%			-	

Fonte: Elaborada pelo autor.

Observando-se os dados apresentados, tem-se a confirmação da teoria da securitização de recebíveis a respeito do menor custo de captação de recursos por intermédio de operações de securitização. A diferença em favor da securitização é mais significativa ainda, se for considerada em relação às pequenas e médias instituições de ensino superior pesquisadas.

Como conclusão da apresentação dos resultados, os aspectos levantados pela teoria de securitização são comparados com os apurados no presente estudo, cuja demonstração encontra-se no Quadro 26.

Quadro 26 – Comparação de resultados teoria de securitização x estudo realizado

Variável dependente	Resultados mencionados pela teoria sobre securitização	Resultados observados no estudo
Custos de captação	Redução, em relação às formas tradicionais	Confirmado, conforme apresentado na Tabela 43
Prazos de amortização	Alongamento dos prazos para quitação do capital de terceiros	Confirmado, conforme demonstrado nas Tabelas 26, 27 e 39
Acesso a recursos financeiros	Maior acesso a recursos financeiros	Confirmado, conforme Figura 30, com a captação de um patrimônio de R\$ 500 milhões pelo FIDC
Demanda	Aumento na captação de alunos	Confirmado, conforme Figura 27, com mais de 100 mil alunos atendidos pelo PRAVALER
Resultado econômico-financeiro	Geração de valor	Confirmado, conforme Tabela 42, pelo excesso de rentabilidade aos cotistas do FIDC

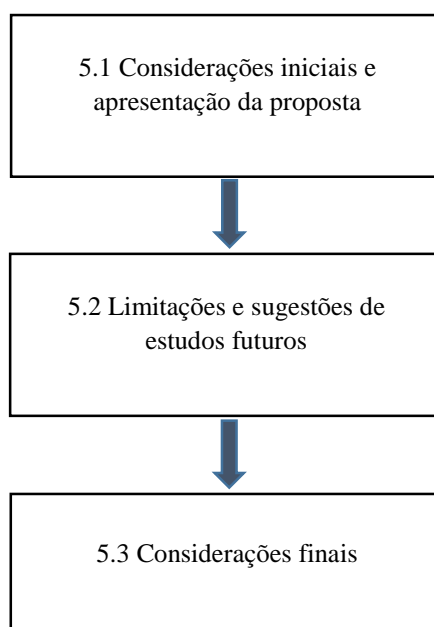
Fonte: Elaborado pelo autor.

Uma vez que os resultados das etapas da pesquisa foram analisados, o capítulo seguinte apresenta as considerações finais deste estudo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste ponto do estudo, são apresentadas as análises obtidas com base na pesquisa levada a efeito, norteadas pelos objetivos definidos no capítulo inicial, com a finalidade de prover uma resposta ao problema de pesquisa formulado. De modo que este capítulo divide-se em três partes: *5.1 Considerações iniciais e apresentação da proposta*, no qual, tomando-se por base o referencial teórico levantado e as análises realizadas sobre os dados colhidos, evidenciam-se as respostas aos objetivos específicos e ao problema de pesquisa, culminando com a formulação de uma proposta de um programa privado de financiamento estudantil, cuja fonte de recursos seja por intermédio da securitização de recebíveis educacionais do ensino superior; no item *5.2 Limitações e sugestões de estudos futuros*, são apresentadas as limitações presentes no desenvolvimento da pesquisa e os temas que emergiram durante o trabalho, que podem vir a ser objeto de pesquisas futuras; por último, no item *5.3 Considerações finais* são apresentadas as ponderações e reflexões últimas acerca do tema da dissertação. A ordenação do capítulo está representada na Figura 31.

Figura 31 – Ordenação do capítulo das Considerações Finais



Fonte: Adaptado pelo autor, com base em Nielsen, 2005, pág. 214.

5.1 Considerações iniciais e apresentação da proposta

O tema desta pesquisa foi a formulação de uma proposta de programa privado de financiamento estudantil, partindo-se da premissa de que o FIES, em virtude das mudanças promovidas e da carência de recursos do governo federal, não está atendendo satisfatoriamente a demanda existente do ensino superior no Brasil, o que leva à necessidade de se buscarem alternativas para o problema. Para tanto, este estudo apresentou o seguinte problema de pesquisa:

Como seria uma proposta de um programa de financiamento estudantil por meio de operações de securitização de recebíveis para instituições de ensino superior privadas brasileiras?

Uma vez que o setor público se apresenta com capacidade limitada de alocação de recursos para o programa de financiamento estudantil do ensino superior, uma alternativa plausível é a criação de um programa privado, com recursos provenientes do mercado de capitais, constituindo-se uma das opções para a obtenção desses recursos, a securitização de recebíveis. Uma investigação inicial revelou que o tema continua pouco explorado pela comunidade científica, o que reforçou a validade da pesquisa.

Com vistas a alcançar os objetivos do estudo, foi realizado o levantamento do referencial teórico relativo ao tema Ensino Superior e Securitização, seguido de uma pesquisa em duas etapas: uma quantitativa, com as IES (31 respondentes) e outra qualitativa, com cinco unidades de análise, envolvendo duas IES, duas administradoras de fundos em direitos creditórios e uma empresa que administra o único programa privado de financiamento estudantil do ensino superior em operação no Brasil, cuja fonte de recursos se dá exclusivamente por meio da securitização de recebíveis desse segmento da educação.

A seguir são evidenciadas as respostas aos objetivos definidos no delineamento da pesquisa, concluindo com a proposta do programa privado de financiamento estudantil que responde ao problema de pesquisa formulado.

Quanto aos objetivos:

1. Descrever os principais programas de financiamento estudantil públicos e privados existentes no Brasil.

A resposta a esse objetivo foi coletada por ocasião do levantamento do referencial teórico, em especial dos itens 2.2.2.1 – *FIES*; 2.2.2.2 – *PROUNI*, e; 2.2.2.3 – *Programas de financiamento estudantil privados*.

Em apertada síntese, têm-se que os principais programas de financiamentos estudantis públicos nos Brasil são o FIES e o PROUNI. O FIES foi criado em 1999, experimentou uma grande expansão a partir de 2012, fruto das alterações nas condições de acesso, especialmente a criação do FGEDUC, com a eliminação da exigência da figura do fiador do financiamento, e sofreu fortes restrições de acesso implementadas para vigência em 2015, motivadas quase exclusivamente pela falta de disponibilidade financeira do governo federal, dentre as quais se destacam a exigência mínima de 450 pontos no ENEM, não ter zerado na nota da redação, renda máxima mensal *per capita* de até 03 (três) salários mínimos, redução do número de vagas oferecidas. Um dado importante apurado foi o aumento considerável na procura pelo PROUNI, partindo de uma base de 1 milhão de candidatos em 2009, antes das mudanças no FIES, para um total de 2,2 milhões em 2015, sem a efetiva disponibilidade de vagas.

Quanto ao financiamento estudantil privado, os principais programas existentes são o PRAVALER e o Bradesco Universitário. Apesar de o referencial teórico ter levantado a opção do Santander, na pesquisa de campo não se encontrou nenhuma referência a esse programa nas IES participantes. Os programas do PRAVALER e do Bradesco Universitário têm o mesmo prazo de amortização, ou seja, o dobro do tempo de utilização; a contratação é semestral, obedecendo ao calendário acadêmico das IES, sem garantia de recontratação. Os juros mensais estão em torno de 2,19% para o PRAVALER e de 2,37% no caso do Bradesco, e ambos os programas solicitam a participação de um fiador como garantia ao crédito concedido. Destaque-se que os programas privados são na sua essência operações de crédito direto ao consumidor, concluindo-se que não há uma regulamentação específica para esse tipo de financiamento estudantil para a iniciativa privada, que leve em consideração as características próprias da atividade do ensino superior e a do público-alvo tomador.

2. Apresentar os principais programas de financiamento educacional existentes no exterior, em especial nos países que guardam alguma similaridade com as macrocaracterísticas do Brasil, como o BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China).

A exemplo do objetivo n.º 1, foi por meio do referencial teórico, particularmente pelos itens 2.2.3 – *Rússia*; 2.2.4 – *Índia*, e 2.2.5 – *China*, que se conseguiu a descrição dos seus principais programas de financiamento educacional. As características comuns referentes ao ensino superior e seu financiamento, na Rússia, Índia e China, são:

- apesar dos diferentes estágios em que se encontram quanto à transição demográfica, todos os integrantes do BRIC necessitam prover a expansão da oferta no ensino superior;
- a coordenação e gestão do ensino superior estão a cargo de um Ministério Nacional;
- Rússia, Índia e China implementaram a cobrança de encargos educacionais dos estudantes de instituições de ensino superior públicas, contribuindo para a expansão das matrículas nesse segmento, diferentemente do que ocorre no Brasil;
- os países em questão promoveram a descentralização e privatização do ensino superior, surgindo com isso a demanda por financiamento estudantil;
- a Rússia, Índia e China, assim como o Brasil apresentam acentuadas diferenças regionais de desenvolvimento econômico e social, o que faz com que as necessidades dos postulantes ao financiamento estudantil sejam diferenciadas;
- na Rússia, Índia e China, o financiamento estudantil privado é realizado por instituições financeiras e tem baixa penetração, pois não atende as necessidades dos estudantes, seja em termos do montante financiado, prazo de amortização, seja pela taxa de juros cobrada;
- Índia e China implantaram fundos garantidores de risco, com o objetivo de aumentar a concessão de financiamentos estudantis por parte de instituições financeiras. Com relação à China, existe a necessidade de modificações para melhorar sua efetividade, especialmente na partilha de riscos e devolução dos excedentes. Quanto à Índia, a criação do fundo garantidor de crédito mostra-se bastante recente (setembro/2015), não havendo dados a respeito do seu desempenho, ou do aumento na quantidade de concessões em função da garantia proporcionada;
- não foram encontradas evidências da utilização da securitização de recebíveis na atividade de ensino superior privado da Rússia, Índia e China.

A seguir apresenta-se no Quadro 27, as principais características dos programas privados de financiamento estudantil na Rússia, Índia e China.

Quadro 27 – Principais características dos programas privados de financiamento estudantil na Rússia, Índia e China

Item	Rússia	Índia	China
Início do programa	1998	2000	2000
Taxa de juros	12% para a 25% ao ano.	Taxa básica (6% atual) + até 2% de sobretaxa, ao ano.	Não disponível.
Prazo de amortização	10 para 12 anos.	10 para 15 anos.	6 (3 programas) para 10 anos (1 programa).
Exigência de garantias	Sim, fiança ou aval.	Sim, para os financiamentos anteriores à criação do fundo garantidor de crédito, podia ser fiança, aval ou garantia real.	Sim, fiança ou aval, para algumas províncias.
Fundo garantidor	Não.	Sim. Fundo Garantidor de Crédito (set/2015)	Sim. Fundo de Compensação de Riscos.

Fonte: Elaborado pelo autor.

3. Apresentar operações de captação de recursos por intermédio da securitização de recebíveis em setores em que tal alternativa está sendo utilizada, considerando os mercados de capitais mais desenvolvidos, representados pelos Estados Unidos e Europa, além da situação no Brasil.

Durante o desenvolvimento deste estudo demonstrou-se a origem e evolução de operações de securitização nos Estados Unidos, Europa e Brasil, indicando os segmentos da economia que se utilizam desse mecanismo para a captação de recursos, os quais estão descritos detalhadamente no item 2.3 *Securitização*.

De acordo com a teoria a respeito da securitização, os principais benefícios produzidos por essa alternativa são: redução do endividamento do originador, transferência de riscos, aumento do retorno sobre o patrimônio, redução de custos com a eliminação da intermediação financeira, melhora na classificação creditícia dos títulos securitizados, acesso a um volume maior de recursos, além de aumentar a competitividade no mercado de crédito e reduzir os riscos do sistema bancário (ver Quadro 11).

A origem da securitização deu-se nos Estados Unidos, na década de 1970, no setor imobiliário, sendo determinante em sua fase inicial e consequente expansão a criação de um seguro federal para garantir as operações, o que levou as operações a alcançarem um montante de US\$ 1,599,778 trilhões em 2015, saindo de um patamar de US\$ 452 milhões em 1970 (ver Tabela 16).

A partir da década de 1980, outros setores, como o financiamento de veículos e equipamentos, recebíveis de cartões de crédito, começaram a se servir desse mecanismo financeiro; em 1993, iniciaram-se as operações de securitização com recebíveis de financiamento estudantil que tiveram um crescimento de 2.844% de 1993-2016, alcançando um

patrimônio de US\$ 13,515 bilhões (ver Tabela 17). No Brasil, a securitização de recebíveis do setor educacional representava apenas 0,40% do total de operações, com um montante de R\$ 112 milhões em 2015, demonstrando haver um potencial significativo de crescimento, guardadas as devidas proporções.

Na Europa, as primeiras operações tiveram início em 1985, no setor imobiliário, expandindo-se a partir de 1999 para outros segmentos da economia, como financiamento de veículos e equipamentos, crédito direto ao consumidor, recebíveis de cartão de crédito, entre outros, registrando uma evolução positiva de 473.114% de 1985-2016 (ver Tabela 18).

Quanto ao Brasil, os veículos disponíveis para a realização das operações de securitização são, além da sociedade de propósito específico (SPE), as companhias securitizadoras de crédito: imobiliário (1997), financeiro (1998), e do agronegócio (2004). Em 2001 foi criado o FIDC, que atualmente é o meio mais utilizado para securitizar os direitos creditórios do setor da educação superior, apesar do registro de algumas operações por intermédio de SPE, com a respectiva emissão de debêntures, como apontado para a ULBRA (2003), e a UniverCidade e UNICID (2004).

Com vistas a impulsionar os segmentos imobiliário e do agronegócio na economia brasileira, foram criados diversos títulos de crédito, com destaque para o CRI em 1997, e o CRA, a LCI e a LCA, todos em 2004, que gozam de isenção do imposto de renda sobre seus rendimentos, o que pode explicar em parte o seu significativo crescimento conforme já demonstrado pelas Figuras 15 e 16.

4. Levantar com executivos financeiros das IES brasileiras os programas de financiamento estudantil que são utilizados, bem como sua relevância para a captação de alunos, além da inadimplência verificada e características das fontes de recursos de terceiros, tais como participação na estrutura de capital, custo e prazo de amortização.

A *etapa I* desta pesquisa, realizada por meio de um levantamento de natureza quantitativa, ocupou-se das respostas para esse objetivo.

Em primeiro lugar, houve a participação majoritária de instituições de grande porte (27), importando, em possível interpretação, que as pequenas e médias não têm a prática do fomento da pesquisa científica, como citado no referencial teórico e, além disso, pode indicar que, apesar de constituírem a maioria das IES do setor (89,8%, ABMES, 2016), são agentes passivos nas transformações ocorridas no segmento do ensino superior.

Foi apurado nas 31 (trinta e uma) IES que participaram do estudo que os programas estudantis utilizados são: (i) públicos - FIES (30), PROUNI (23) e Programa Estadual (1); (ii) privados - Próprios (25), PRAVALER (13) e Bradesco (4). Alguns pontos merecem destaque, entre os quais estes:

- elevada dependência das IES aos programas públicos, em especial das pequenas e médias organizações, que pode levar a perdas na rentabilidade com a redução no número de vagas no FIES e maior suscetibilidade às alterações impostas;
- a grande maioria das IES (96,78%) ofertam no mínimo 02 programas de forma simultânea, 74,2% no mínimo 3, e um terço 4 programas de financiamento diferentes;
- existência de programas próprios de financiamento em 80% das participantes, o que sinaliza que os programas públicos e/ou privados atuais são insuficientes para atender a demanda, seja pela quantidade de vagas ofertadas, seja pelas condições de acesso ao crédito estudantil;
- no tocante ao PRAVALER, todas as 13 instituições são de grande porte, o que pode indicar que as pequenas e médias IES não suportam os custos cobrados, existe falta de escala para participação ou desconhecem o programa. A hipótese levantada para os dois últimos aspectos é bastante improvável, uma vez que não foi relatada nenhuma barreira de entrada para as IES quanto ao mínimo de alunos necessários, por ocasião da entrevista com a Ideal Invest, e o programa conta com ampla divulgação na mídia e em canais especializados em âmbito nacional;
- baixa penetração do programa privado do Bradesco, presente em somente 4 (quatro) IES, todas de grande porte, o que pode significar que as taxas de juros cobradas por instituições financeiras não estão aderentes à capacidade de pagamento dos mutuários, ou existem outras condições de acesso restritivas.

Do ponto de vista da relevância dos programas de financiamento para a captação de ingressantes, demonstrou-se que a atividade de ensino superior é marcada pela dependência da oferta de alguma forma de financiamento dos encargos educacionais, pois 44,97% do total de alunos são captados em função da existência do financiamento, e essa subordinação é maior entre as pequenas e médias instituições, com uma participação de 67,5% e 70%, respectivamente. Para 06 (seis) IES, 100% dos alunos são captados devido à oferta de programas de financiamento.

Quanto à taxa de inadimplência dos direitos creditórios do ensino superior, a pesquisa averiguou que 96,77% das IES que responderam ao questionário apresentaram para 2016 uma

inadimplência na faixa de até 15%, e 70,96% até 10%, não havendo diferenças quanto ao porte da instituição. Esse indicador é de grande importância para a formatação de operações de securitização, como mencionado no referencial teórico e análises precedentes, servindo como um balizador para a estrutura de subordinação em operações dessa natureza.

Por fim, concernente ao capital de terceiros, constatou-se que:

- há baixa participação de capital de terceiros na estrutura de financiamento do setor de ensino superior, situando-se em média em 10,87%; 11 (onze) IES têm em sua estrutura de capital a participação de 100% de capital próprio;
- o custo médio do capital de terceiros apurado foi de 1,71% ao mês, no entanto, para as pequenas e médias organizações, os valores representam quase o dobro, situando-se em 3% e 2%, respectivamente;
- o prazo médio de amortização calculado foi de 35,67 meses, com tendência à redução de acordo com o porte da instituição - pequenas, 18,5 meses, e médias, 30,25 meses.

Os três aspectos levantados (participação, custo e prazo de amortização) quanto ao capital de terceiros indica que a baixa utilização desse tipo de recurso pode decorrer dos altos custos implicados, e prazos de quitação inadequados para o setor, uma vez que os cursos de ensino superior mais demandados têm uma duração de 4 a 5 anos.

5. Apresentar, com base no estudo com as IES, as perspectivas futuras quanto ao FIES, impactos em decorrência das mudanças no programa de financiamento público e características de financiamentos estudantis próprios eventualmente existentes.

As principais conclusões a que se pode chegar a partir do estudo de caso nas IES, que constitui a *etapa 2* deste estudo, são:

- as instituições com maior exposição ao programa do FIES tiveram uma grande redução no n.º de vagas ofertadas, o que levou a uma queda na rentabilidade de suas operações;
- o aumento dos custos do programa, advindo das últimas mudanças registradas podem comprometer a adesão das IES no futuro e, em última análise, a eficácia do programa público de financiamento estudantil;
- existe a percepção da importância na continuidade do FIES, para atender a camada de estudantes que não são elegíveis para outros tipos de financiamento;

- a formulação e comunicação das alterações no FIES não são transparentes para todos os envolvidos, acarretando muitas dúvidas e impactando o planejamento das instituições de ensino;
- a sinalização do governo federal de criar linhas do FIES por meio de instituições bancárias deveria vir acompanhada de uma limitação na taxa de juros;
- as IES responderam ao desafio representado pela redução da oferta de vagas no financiamento público com a criação de programas próprios e com a adesão aos de terceiros;
- há uma tendência na terceirização da administração dos programas de financiamento estudantil com recursos próprios, pelo entendimento de que as IES não detêm a *expertise* necessária a essa atividade.

6. Recolher com profissionais do setor de finanças estruturadas no Brasil seu entendimento sobre as principais características desejadas das organizações e dos ativos lastros utilizados na securitização de recebíveis que proporcionem o sucesso das operações.

Em continuidade à *etapa 2 – Estudo de caso*, levada a efeito, reuniram-se as seguintes percepções tendentes a responder ao objetivo específico n.º 6:

- relativamente às empresas originadoras dos direitos creditórios, os aspectos porte, reconhecimento e tipo do segmento de atuação, se bens físicos ou prestação de serviços, não são determinantes para o sucesso das operações de securitização. Entretanto há uma tendência na aplicação de uma taxa de desconto maior sobre os recebíveis adquiridos de organizações de menor porte, o que demanda maiores cuidados por parte das IES, visto que a maioria são constituídas por pequenas e médias instituições;
- a existência de garantias sobre os créditos a receber constitui-se numa vantagem traduzida na prática de um deságio menor na negociação dos títulos, o que favorece o segmento do ensino superior, uma vez que os financiamentos estudantis são concretizados com a exigência de avais ou fiança;
- a reputação do administrador do canal utilizado para a securitização dos recebíveis é determinante para o sucesso das operações;
- quanto ao prazo de resgate das cotas do FIDC, há investidores dispostos às mais variadas configurações, o que confere maior flexibilidade à estruturação das operações.

- Os custos da operação situam-se em até 4% do montante do patrimônio líquido do fundo, mostrando-se, portanto, bastante reduzidos, o que contribui para impulsionar o mercado de securitização de recebíveis, como alternativa para a captação de recursos.
7. Identificar as decisões implementadas e seus respectivos resultados em IES privadas que tenham utilizado a securitização de recebíveis no Brasil.

Quanto a esse objetivo específico, o desenho original da pesquisa na *etapa 2 – Estudo de caso*, era localizar IES que tivessem utilizado operações de securitização de recebíveis como meio de obter recursos para programas de financiamento estudantil privado e analisar os resultados alcançados. Entretanto, ao longo do estudo, constatou-se a inexistência de referida situação, tendo sido levantado o estágio inicial desse tema nas entidades do setor e instituições de ensino. No Rio Grande do Sul, a COMUNG, um consórcio que congrega as instituições comunitárias de ensino superior, mantém tratativas para a implementação e desenvolvimento dessa configuração de programa de financiamento. O acesso aos dados, entretanto, não foi franqueado, em virtude da existência de um acordo de confidencialidade, o que é um indicativo do tratamento estratégico conferido ao tema.

Dessa maneira, como forma de se efetuar a triangulação dos dados, conferindo maior confiabilidade ao estudo de caso, optou-se por substituir essa unidade de análise por outra, tendo a escolha recaído sobre a Ideal Invest S.A., gestora do Crédito Universitário FIDC, utilizado como fonte de recursos para o seu programa privado de financiamento estudantil denominado PRAVALER.

As principais lições aprendidas da análise dos dados colhidos estão divididas em duas partes, a saber: (i) quanto ao programa de financiamento privado estudantil e (ii) quanto ao funcionamento do Crédito Universitário FIDC, as quais estão expostas a seguir.

I – Quanto ao programa de financiamento privado estudantil:

- necessidade de se desenvolver uma expertise na análise e concessão do crédito de acordo com as especificidades do público-alvo;
- o pagamento das parcelas do financiamento durante o período de estudos proporciona maior comprometimento do aluno, reduzindo as taxas de inadimplência;

- as parcelas não devem sofrer grandes alterações de valor, especialmente após a conclusão do curso, o que aumentaria os desembolsos para os alunos, elevando o risco de inadimplência;
- o saldo devedor ao final do curso deve ser o mais próximo possível do montante do crédito inicial liberado, reforçando a teoria sobre o risco de preço, cuja inobservância pode levar o mutuário à inadimplência da dívida.

II – Quanto ao funcionamento do Crédito Universitário FIDC

- na forma estruturada para a operacionalização da operação, continua a existir a intermediação financeira, contrariando a teoria a respeito da securitização, o que contribui para o encarecimento dos custos do financiamento, suportados pelas IES e alunos;
- no modelo implementado, a instituição financeira assume a figura de originadora dos créditos, e a Ideal Invest a de cedente dos títulos ao FIDC;
- ao adquirir a cotas subordinadas do fundo, a Ideal Invest assume a maior parte dos riscos envolvidos, porém beneficia-se com os possíveis excedentes de rentabilidade produzidos;
- os resultados apurados confirmam a teoria sobre securitização e de finanças corporativas, quanto à redução dos custos de captação, alongamento dos prazos de amortização, acesso a um volume maior de recursos financeiros, aumento da quantidade de alunos atendidos e criação de valor para os *stakeholders*.

No final, em consideração ao futuro do financiamento privado estudantil, segundo a Ideal Invest, o governo ainda não se tem dedicado a propor soluções para seu desenvolvimento, preferindo uma atuação de curto prazo, promovendo alterações no FIES para 2018.

Uma vez que as respostas aos objetivos específicos da pesquisa foram observadas, resta a apresentação da proposta de um programa de financiamento privado formulado pelo problema de pesquisa, transcrito a seguir.

Como seria uma proposta de um programa de financiamento estudantil por meio de operações de securitização de recebíveis para instituições de ensino superior privadas brasileiras?

A partir do referencial teórico percebe-se que o financiamento estudantil privado encontra-se numa área de intersecção entre dois ambientes fortemente regulamentados: a educação superior e o sistema financeiro, de modo que, para a formulação da presente proposta

do programa, divide-se a sua apresentação em dois aspectos: (i) quanto à regulamentação da atividade de financiamento privado estudantil, e (ii) quanto às funcionalidades desejadas para um programa de financiamento privado estudantil de ensino superior.

I – Quanto à regulamentação da atividade de financiamento privado estudantil

Apesar da extensa regulamentação para os setores citados, apurou-se que não existe uma legislação específica para a atividade de financiamento privado do ensino superior, portanto o primeiro passo seria a criação de um corpo de normas capaz de esclarecer a forma de atuação dos diversos agentes envolvidos, com a atribuição de seus direitos e deveres. Ressalte-se contudo, que não é objeto deste estudo o desenvolvimento de uma legislação a esse respeito, mas destaca-se a importância da criação de normas específicas com o objetivo de proporcionar garantia jurídica para o seu desenvolvimento, com a finalidade de atrair os agentes econômicos para esse segmento.

Com a existência de uma legislação específica, espera-se que não será mais necessária a intermediação de uma instituição financeira para a conclusão do financiamento, como ocorre atualmente na estrutura do Crédito Universitário FIDC, que se vale de um banco para realizar a transação por meio do crédito direto ao consumidor, elevando os custos da negociação.

Considera-se relevante também que as normas considerem os casos específicos da atividade do ensino superior, como situações de desistência do aluno, trancamento do curso, transferência entre IES ou na mesma IES entre cursos, entre outras.

Importa salientar que a legislação sugerida deva respeitar um dos mais destacados princípios do direito contratual: a liberdade em contratar. O financiamento privado estudantil não deve ser de contratação obrigatória para nenhuma das partes, consistindo em mais uma opção à disposição dos estudantes, e preservando a prerrogativa da IES de ajustar ou não o contrato com o mutuário.

Na sequência, de maneira similar aos setores imobiliário e do agronegócio que foram agraciados com a criação de veículos e títulos de crédito próprios para fomentar seu desenvolvimento, além da concessão da isenção do imposto de renda sobre os rendimentos e ganhos de capital, propõe-se o que segue:

- a criação da figura jurídica da companhia securitizadora para o ensino superior, nos mesmos moldes dos já comentados setores imobiliário e do agronegócio, com a

possibilidade das companhias securitizadoras existentes agregarem essa nova atividade aos seus objetivos sociais.

- a regulamentação de uma nova forma de FIDC, denominado FIDC-Educação, com investimentos exclusivos em recebíveis provenientes do financiamento privado estudantil;
- a criação dos seguintes títulos de crédito, específicos para a área da educação superior:
 - ✓ Certificado de Direitos Creditórios da Educação – CDCE, a ser emitido pelas IES, com autorização e supervisão por uma área específica do sistema financeiro nacional, ou até mesmo, com a possibilidade da criação de uma agência nacional de financiamento privado estudantil;
 - ✓ Certificado de Recebível da Educação – CRE, de emissão autorizada pelas companhias securitizadoras da educação superior;
 - ✓ Certificado de Recebível da Educação Garantido – CRE-G, com emissão privativa pelas companhias securitizadoras da educação superior;
 - ✓ Letra de Crédito do Ensino – LCE, com emissão autorizada pelas instituições financeiras.

No tocante à isenção do imposto de renda, como forma de incrementar a atividade de financiamento privado do ensino superior, há duas perspectivas a serem consideradas:

1. do ponto de vista legal, o Brasil, por meio de sua constituição federal considera a educação como um direito fundamental do cidadão (art. 6.º, da CF/1988), um direito de todos e dever do estado (art. 205, da CF/1988) e a garantia de acesso aos níveis mais elevados de ensino, como um dever do estado (art. 208, V, da CF/1988) e, por último, de forma mais específica comprometeu-se por meio da META 12, do Plano Nacional de Educação – PNE, a elevar a taxa bruta de matrículas na educação superior para 50% (cinquenta por cento) e a taxa líquida para 33% (trinta e três por cento) da população de 18 (dezoito) a 24 (vinte e quatro) anos (Lei 13.005/2014);
2. no aspecto econômico, uma população mais qualificada, com maior nível de ensino e educação, estará mais preparada para fazer frente às cada vez mais constantes e rápidas mudanças que o mundo vem atravessando, aumentando seus níveis de produtividade, inovação e capacidade de adaptação as novas tecnologias, constituindo-se assim em vantagem competitiva, a exemplo de diversos países que, por meio da educação,

conseguiram modernizar suas economias, como o Japão, Coreia do Sul, Canadá e mais recentemente a Finlândia.

Com o propósito de atrair e incentivar uma participação expressiva de agentes privados na atividade de financiamento do ensino superior, conferindo maior rentabilidade aos novos títulos de crédito, reputa-se de fundamental importância a concessão da isenção do imposto de renda sobre seus rendimentos e ganhos de capital, não somente para os investidores pessoas físicas, mas também os constituídos pela figura da pessoa jurídica.

II - Quanto às funcionalidades desejadas para um programa de financiamento privado estudantil de ensino superior.

Para garantir um adequado nível de segurança do sistema a toda a atividade de financiamento privado em questão, sugere-se a criação de um sistema nacional de registro e acompanhamento do financiamento privado estudantil no ensino superior, sob a supervisão de área específica do sistema financeiro nacional, ou pela agência nacional de financiamento privado estudantil referida acima.

Esse sistema deverá vincular todas as partes e condições envolvidas na operação, com identificação inequívoca da IES por intermédio do seu Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ), o aluno e o responsável financeiro, por meio dos respectivos Cadastros de Pessoas Físicas (CPF) e as garantias existentes sobre o crédito concedido.

O desenho do sistema deve garantir a transparência das informações para todos os interessados, de forma que diversos atores possam executar consultas e registros sobre limites de crédito tomados pelas pessoas físicas, histórico de pagamentos, inadimplência, saldo devedor e outros itens considerados relevantes pelo mercado de capitais e financeiro.

A proposta é que, por meio do registro no sistema nacional de financiamento privado estudantil, ocorra a emissão do CDCE. Na configuração apresentada, o CDCE é o título inicial representativo dos direitos creditórios originados pela concessão de financiamentos privados estudantis. A importância desse registro traduz-se, por exemplo, na garantia de que não existam títulos de crédito em duplicidade, com mais de uma IES para um mesmo tomador. A ideia é a de que o sistema acompanhe e registre todo o percurso do título de crédito, desde o seu nascimento, vinculação de garantias, negociação, securitização, terminando com a sua liquidação.

A título de comparação, menciona-se a existência de outros sistemas nacionais que envolvem a atividade econômica e financeira, como o sistema nacional de gravames de veículos automotores, o sistema nacional de crédito rural, o sistema de registro de custódia de títulos mobiliários, entre outros.

Note-se que nesta fase inicial o CDCE ainda não está negociado; é a partir desse título que a IES poderá operar sua securitização com o mercado de capitais, ou até com instituições bancárias interessadas. Na forma do atual ordenamento jurídico brasileiro, as garantias reais ou fidejussórias existentes sobre o crédito seguirão o título em todas as negociações realizadas, e estarão, em última instância, consignadas em favor dos respectivos adquirentes.

Com vistas a garantir a liberdade contratual das IES na concessão dos financiamentos estudantis e uma boa aceitação dos recebíveis pelo mercado, reputando as informações compiladas durante a *etapa 2 – Estudo de caso*, na qual se constatou que as IES participantes terceirizaram a administração de seus programas próprios de financiamento, por considerarem não possuir o *know-how* necessário para as atividades de análise e concessão de crédito, fato reforçado pela entrevista com a Ideal Invest; quanto aos bancos, recomenda-se que essa atividade seja terceirizada para agentes privados especializados.

Para a maior integração e organicidade da atividade, em âmbito nacional, estadual ou regional, as empresas de administração e análise de crédito poderão ser previamente credenciadas pelas administradoras de FIDC e companhias securitizadoras de crédito estudantil, conferindo maior segurança e agilidade às operações. A análise de crédito realizada por terceiros também auxiliará para mitigar um aspecto negativo que emergiu durante o estudo, de que a contratação direta do financiamento com a IES produz no aluno contratante uma sensação de conferir reduzida importância ao compromisso assumido, o que aumenta o risco da inadimplência.

Acredita-se que, com a expansão das atividades de financiamento privado, diversos agentes especializados irão surgir, proporcionando maior competição na economia, com a redução dos custos dessa atividade. Atualmente a própria Ideal Invest, que desenvolveu uma metodologia própria de análise de crédito para esse público-alvo, está prestando serviços para o Banco Votorantim¹⁶.

¹⁶ Disponível em < <http://www.valor.com.br/empresas/4790367/banco-votorantim-entra-no-mercado-de-credito-estudantil-com-ideal-invest>>. Acesso em 18 nov. 2017.

A primeira forma possível de securitização desses recebíveis será por meio do FIDC-Educação, que irá adquiri-los para a estruturação da operação; para seus investidores fazerem jus ao gozo da isenção do imposto de renda, pode-se impor o atendimento a uma série de critérios, como negociar de forma exclusiva suas cotas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, o cotista beneficiado ser detentor de no máximo 10% do patrimônio líquido do fundo, as cotas serem custodiadas e registradas nos ambientes designados pela legislação correspondente, o patrimônio líquido do fundo ser representado por investimentos que correspondam no mínimo a 85% da sua totalidade, em títulos oriundos da educação superior, a exemplo do que ocorre atualmente para os fundos de investimento imobiliário e fundos de investimento em infraestrutura, entre outras exigências possíveis.

Apesar de a proposta manter a negociação por intermédio do FIDC, reputa-se que esse veículo securitizador sofre restrições, pois somente investidores qualificados podem investir em suas cotas, o que acaba por limitar a capacidade de captação de recursos. Contudo essa estrutura de securitização continua a representar uma importante alternativa para a obtenção de *funding* no mercado de capitais, constituindo-se em mais uma opção para a atividade de financiamento privado estudantil.

A outra forma de securitização sugerida é por meio das companhias securitizadoras da educação superior, em que se recomenda a obrigatoriedade da adoção do regime fiduciário previsto pela Lei 9.517/1997, que cria um patrimônio separado da companhia, com o propósito específico de responder de maneira exclusiva pela realização dos direitos aos investidores. Assim, os direitos creditórios que dão lastro aos títulos emitidos não são passíveis de constituição de garantias ou execução por quaisquer credores do emitente do CRE ou CRE-G, proporcionando maior segurança aos investidores.

Além disso, deve ser considerado que toda a estrutura de governança, como a senioridade e subordinação de cotas, classificação do risco por agências de *rating*, registro dos títulos em custodiantes, auditoria externa, a exemplo do que ocorre no FIDC, também se aplica às companhias securitizadoras, funcionando como mecanismos de mitigação dos riscos presentes na operação.

Uma vez adquirido o direito creditório representado pelo CDCE, a companhia securitizadora estará autorizada a emitir o CRE ou o CRE-G, a par do título inicial. Explica-se: para cada CRE ou CRE-G emitido, deve haver correspondência exata de um CDCE, cuja

informação recomenda-se seja registrada no já citado sistema nacional do financiamento privado estudantil, assegurando maior transparência ao processo.

A diferença entre o CRE e o CRE-G, é que o segundo título aproveita-se de inovação legislativa recente no ordenamento jurídico brasileiro, mais especificamente a Lei 13.097/2015, que criou a Letra Imobiliária Garantida, na qual há uma sobreposição de garantia sobre o título de crédito emitido, representada por uma outra carteira de ativos que se submete ao regime fiduciário e constitui-se num patrimônio de afetação, conferindo maior segurança aos investidores, por representar uma segunda camada de garantia.

Para o CRE-G preconizam-se algumas alterações quanto à legislação referida. Primeiro, a emissão será privativa das companhias securitizadoras do ensino superior e não de instituições financeiras como no original. Segundo, o patrimônio de afetação poderá ser constituído por ativos da companhia securitizadora ou da IES, ou, ainda, da combinação de ambos, admitindo-se a inclusão de imóveis. Terceiro, a entidade emissora responderá por todo o adimplemento das obrigações decorrentes do CRE-G, no limite do patrimônio de afetação constituído e não de forma independente da suficiência de recursos da carteira de ativos formada, como determina a lei citada. Por último, por ser de emissão de uma companhia securitizadora, não contará com a proteção do Fundo Garantidor de Crédito, destinado somente aos títulos emitidos por instituições financeiras. As mudanças propostas visam conceder maior flexibilidade à montagem de operações, ao mesmo tempo que propiciam um reforço das garantias existentes, moderando o risco de crédito presente na securitização para todas as partes.

Uma vez que operações de securitização, segundo o referencial teórico consultado, em especial Pinheiro e Savoia (2009), apresentam baixo risco de perda de rentabilidade, tanto para as cotas seniores, quanto para as subordinadas, julga-se importante que a legislação preveja mecanismos que assegurem que tanto para o FIDC-Educação, quanto para as companhias securitizadoras, as cotas subordinadas sejam adquiridas preferencialmente pelas IES originadoras dos recebíveis, e que os eventuais excessos de rentabilidade sejam exclusivamente direcionados aos detentores dessas cotas, o que poderá incentivar as IES a participarem dos ganhos da operação, colaborando para o aumento da rentabilidade de suas atividades, e redução da probabilidade de inclusão de intermediários financeiros, o que anularia um dos principais benefícios da securitização, que é a redução do custo de capital de terceiros.

Deve-se lembrar que, segundo a pesquisa realizada, ao adquirir as cotas subordinadas, o cedente tem interesse no desempenho dos ativos, o que sinaliza para o mercado a qualidade

dos ativos cedidos (LANDSMAN; PEASNELL; SHAKESPEARE, 2008); e também serve como proteção aos investidores sobre a possível seleção adversa em função do cedente possuir maior conhecimento sobre o risco de crédito dos ativos transferidos (CHEN; LIU; RYAN, 2008).

Outro item considerado importante é a utilização de apólices de seguro de crédito, que se constituem numa das alternativas para a mitigação dos riscos na securitização. Por isso recomenda-se a adoção dessa alternativa para os títulos emitidos pelas companhias securitizadoras do ensino superior, uma vez que se espera que eles sejam pulverizados em todo o mercado de capitais atingindo uma grande quantidade de investidores, especialmente pessoas físicas. As coberturas devem ser condizentes com as necessidades levantadas no referencial teórico, como a previsão de desemprego ou queda na renda dos mutuários, invalidez permanente em virtude de acidente ou doença superveniente, ou ainda em caso de falecimento do responsável financeiro. Registre-se que alguns grupos financeiros já ofertam essa modalidade de seguro como o Bradesco, Santander e a companhia seguradora Mapfre. Novamente, neste ponto, acredita-se que o aumento no volume de operações dessa natureza possa atrair novos agentes para a atividade, fazendo com que ocorra uma redução no prêmio de risco cobrado.

A propósito de comparação, atualmente no mercado de CRA algumas operações são realizadas com a inclusão de apólices de seguro de crédito, demonstrando dessa forma que a prática está se difundindo no mercado¹⁷.

Finalizando a parte relativa aos novos títulos de crédito propostos, a LCE, será emitida somente por instituições financeiras, em decorrência da aquisição por parte destas de CDCs emitidos pelas IES, ou, ainda, pela concessão de financiamento estudantil com recursos próprios, e serão garantidos pelo já existente Fundo Garantidor de Crédito, exclusivo das operações realizadas por instituições financeiras. Essa pode ser uma alternativa à proposta do novo FIES para 2018, que prevê o direcionamento de recursos subsidiados pelo BNDES ou fundos setoriais para financiamentos concedidos por meio do sistema bancário.

Com referência à rentabilidade das operações, aquelas efetuadas pelo FIDC-Educação seguirão a prática atual de estabelecimento de uma remuneração-alvo, sendo consideradas pós-

¹⁷ Disponível em < <http://www.tlon.com.br/cra/jornal/artigos/13108-seguro-de-credito-lastro-pulverizado-e-a-expansao-do-mercado-de-cra>>. Acesso em 13 nov. 2017.

fixadas e os títulos de crédito da educação devem ser instrumentos financeiros com uma remuneração fixa, como a taxa SELIC.

Neste ponto é relevante salientar que dadas as características do financiamento estudantil percorridas ao longo de todo este trabalho, reputa-se que, em virtude da concessão da isenção do imposto de renda sobre os rendimentos e ganhos de capital das operações de securitização, uma forma de se fazer chegarem os benefícios até os alunos seria a limitação da taxa de juros aplicada sobre os financiamentos estudantis à da taxa básica da economia (SELIC). O princípio norteador aqui é que os ganhos para os agentes privados envolvidos não seja por meio da aplicação de altas taxas de juros, ou, dito de outra forma, por meio de altas margens de lucro, mas por meio do volume de financiamentos concedidos.

Uma vez mais recorre-se à prática de mercado existente no segmento da securitização dos títulos do agronegócio para demonstrar a viabilidade da propositura. Em investigação realizada no sítio eletrônico da empresa Vert Securitizadora¹⁸, citada na mesma notícia sobre a utilização de seguro de crédito acima, encontrou-se uma emissão de CRA, datada de 16 de agosto de 2017, com vencimento para março de 2022, cuja remuneração está fixada para 95% da taxa DI.

Em sequência, são resumidas as principais características do programa de financiamento estudantil proposto, para os encargos educacionais do ensino superior privado, constantes no Quadro 28.

Quadro 28 – Principais características da proposta do programa de financiamento estudantil privado

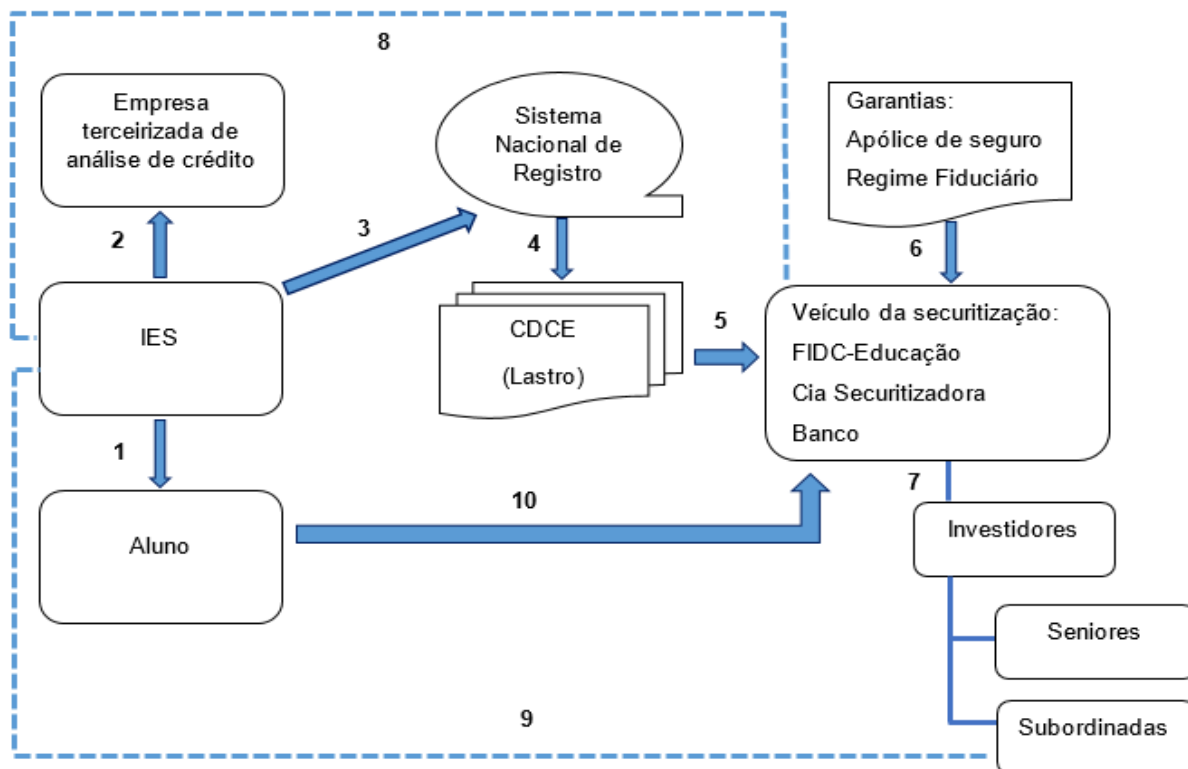
Item	Descrição
Análise de crédito	Sim, o responsável financeiro não pode ter restrições.
Garantias	Sim, reais ou fidejussórias.
Renda mínima	De 2 a 3 vezes o valor da parcela.
Periodicidade de renovação	De acordo com o calendário acadêmico da IES.
Início do pagamento	30 dias após a contratação.
Valor da parcela inicial	50% do valor da mensalidade.
Juros anuais	Limitados a taxa básica de juros da economia (SELIC).
Prazo de amortização	Pelo dobro do tempo da realização do curso.
Isenção do Imposto de Renda	Rendimentos e ganhos de capital dos títulos de crédito serão isentos para os investidores pessoa física e jurídica.

Fonte: Elaborado pelo autor.

¹⁸ Disponível em < <http://www.vert-capital.com/emissoes/nufarm>>. Acesso em 13 nov. 2017.

Para o melhor entendimento do processo completo da operação da proposta do programa de financiamento estudantil para instituições de ensino superior privado é apresentada a Figura 32.

Figura 32 – Fluxo da operação da proposta do programa de financiamento estudantil para IES privadas



Fonte: Elaborada pelo autor.

Os fluxos do processo são os seguintes:

1. a IES presta o serviço educacional;
2. o pedido de financiamento é analisado por empresa terceirizada, credenciada pelo veículo da securitização;
3. após a aprovação do crédito a IES registra o financiamento no sistema nacional;
4. o sistema de registro emite o CDCE;
5. a IES faz a cessão do título para o veículo da securitização;
6. são criadas as garantias adicionais da operação;
7. os títulos mobiliários são vendidos aos investidores;
8. o veículo da securitização paga à IES os encargos educacionais;
9. a IES adquire as cotas subordinadas;
10. o aluno paga as parcelas do financiamento ao veículo da securitização.

Considera-se que a estrutura de governança existente para a securitização, com a participação de diversos agentes como administrador terceirizado dos ativos, agências de *rating*, agentes de custódia, auditoria externa, órgãos fiscalizadores, bem como a publicidade dada às informações, com as inovações propostas irão conferir um nível adequado de segurança aos investidores, IES e alunos, proporcionando uma alta taxa de sucesso para a implementação e desenvolvimento do programa de financiamento estudantil para o ensino superior privado, contribuindo também para o aumento da rentabilidade das IES privadas, especialmente pelo aumento do número de alunos matriculados.

5.2 Limitações e sugestões de estudos futuros

O presente estudo, assim como as pesquisas em geral na área das ciências sociais, pode apresentar certo grau de subjetividade. Além disso deve-se ter em mente as limitações implícitas nas técnicas escolhidas; no caso, o levantamento quantitativo e o estudo de casos múltiplos.

Não se pode admitir de forma peremptória, mas com uma significativa razoabilidade, que as conclusões apresentadas podem ser aplicadas extensivamente para o setor do ensino superior brasileiro. Além disso, o modelo apresentado é voltado para os alunos que são elegíveis ao financiamento privado, entendendo-se que os alunos de classes sociais menos favorecidas devem ser atendidos pelos programas públicos de financiamento estudantil.

Tomando-se por base o referencial teórico sobre o financiamento privado do ensino superior no BRIC e a respeito da securitização de recebíveis, identificou-se o estágio atual das práticas no setor, com a proposição ao final de um modelo para fomentar o desenvolvimento e melhoria nos programas privados de financiamento estudantil de graduação existentes, bem como nos instrumentos da securitização.

As principais limitações enfrentadas no desenvolvimento desta pesquisa foram:

- quanto à etapa quantitativa, o número reduzido de respondentes, bem como a baixa participação de IES de pequeno e médio portes, apesar das tentativas de se abranger o maior número possível de instituições;
- no tocante à etapa qualitativa, a principal dificuldade foi conseguir mais unidades de análise, representadas pelas IES, em especial as de pequeno e médio portes, e profissionais do mercado de finanças estruturadas, para participar do estudo de caso, a

despeito dos vários contatos diretos realizados por *e-mail* e telefone com os interlocutores;

- outra limitação que emergiu foi a falta de colaboração da associação dos profissionais do mercado financeiro e de capitais para distribuir o instrumento da entrevista estruturada entre seus membros, o que proporcionaria uma visão mais abrangente do setor de securitização;
- por fim, a associação que está discutindo o tema da securitização como forma de angariar fundos para as atividades do ensino superior, devido ao estágio inicial de desenvolvimento do assunto no setor, não pôde participar da pesquisa devido à existência de um acordo de confidencialidade, não tendo sido possível coletar informações consideradas importantes para esta dissertação.

No tocante à sugestão de estudos futuros, no desenrolar da dissertação vários pontos de interesse surgiram, os quais podem vir a ser objeto de novas pesquisas. Dentre eles destacam-se:

- a necessidade de se avaliar a sobreposição entre os programas FIES e PROUNI, ambos de competência do governo federal, visando maior eficácia na aplicação dos recursos públicos;
- o estudo de uma readequação do FIES com vistas a alcançar os postulantes que efetivamente não são elegíveis ao financiamento de seus estudos pelo setor privado;
- análise da viabilidade da oferta de linhas de financiamento público estudantil, por intermédio de instituições bancárias, uma vez que a literatura consultada e os dados obtidos pela entrevista com a Ideal Invest reportam várias falhas na sua aplicabilidade;
- uma investigação sobre a melhor estrutura para mitigar os riscos particulares da atividade de financiamento estudantil, como queda no nível de renda, desemprego, incapacitação do mutuário por acidente ou doença superveniente, falecimento, comparando-se os fundos de compartilhamento de riscos *versus* apólice de seguros;
- estudos sobre a formação de associações, consórcios e outras entidades que congreguem as IES de pequeno e médio portes, com o objetivo de se ganhar escala nas operações de securitização de recebíveis, visto que as pequenas e médias organizações são punidas com a aplicação de um deságio maior quando há negociações de seus títulos, e também buscar a melhor forma da divisão dos riscos e dos possíveis ganhos provenientes do excesso de rentabilidade, entre os diversos cedentes.

5.3 Considerações finais

O financiamento estudantil é um problema complexo e vem sendo estudado em diversas partes do mundo. Há um esforço para a diversificação das fontes de financiamento do ensino superior como forma de garantir o seu pleno desenvolvimento, como iniciativas da UNESCO, levando-se em conta a destacada posição da educação numa sociedade contemporânea.

Em nenhum dos países integrantes do BRIC foram encontradas referências a respeito da utilização da securitização de recebíveis como forma de financiar os encargos educacionais do ensino superior de iniciativa privada, tendo sido captada a tendência da intervenção estatal por meio da alocação de recursos subsidiados, o que acaba por favorecer os intermediários financeiros e não as IES que atuam diretamente na prestação de serviços.

Os países integrantes do bloco econômico do BRICS possuem um em cada três estudantes do ensino superior no mundo, com tendência à continuidade dessa participação em função da dinâmica demográfica das suas populações, o que demonstra a importância de se procurarem soluções que atendam as suas necessidades de prover soluções no ensino superior para um contingente cada vez maior de indivíduos.

A implantação bem-sucedida de programas de financiamento estudantil tem a dupla função de aumentar a disponibilidade do ensino superior, atendendo de melhor forma as necessidades sociais dos mutuários, como também é suscetível ao incentivo das instituições de ensino para investir na qualidade da formação de seus alunos, para fazer frente às atuais e futuras demandas que caracterizam uma economia baseada no conhecimento.

O financiamento reembolsável educacional caracteriza-se como um investimento em capital humano, que será mais eficiente na medida em que proporcionar uma qualificação de elevada qualidade, tendo como consequência o aumento da renda do formado, que alcançará melhores condições para quitar sua dívida.

A expectativa é que o presente estudo promova o interesse por novas pesquisas relacionadas ao tema para o seu pleno desenvolvimento e que possam surgir novas políticas educacionais e ainda novos produtos e serviços a serem oferecidos aos estudantes, seja pelas atuais IES, por novas instituições, seja ainda por empreendedores que queiram atuar no setor do ensino superior.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABMES, ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE MANTENEDORAS DE ENSINO SUPERIOR. **Censo 2014 x Realidade 2016**, disponível em <<http://www.abmes.org.br/eventos/detalhe/467/seminario-abmes-censo-2014-x-realidade-2015-%E2%80%9393-tendencias-e-rumos-para-o-ensino-superior>>. Acesso em 09 abr. 2016.
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- BARRAL, W. **Metodologia da Pesquisa Jurídica**. 2. ed. Florianópolis: Fundação Boitex, 2003.
- BAUMAN, Renato (Org.). **O Brasil e os demais BRICS: Comércio e Política**. Brasília: CEPAL, Escritório no Brasil/IPEA, 2010.
- BCB, 2013. Banco Central do Brasil. **Resolução 4.222, de 23 de maio de 2013**. Disponível em:<<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Res&ano=2013&numero=4222>>. Acesso em 13 out. 2017.
- BCB, 2016. Banco Central do Brasil. **Resolução 4.469, de 25 de fevereiro de 2016**. Disponível em:<<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=4469&tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&data=25/02/2016>>. Acesso em 13 out. 2017.
- BENACHENHOU, Abdellatif. **Países emergentes**. Brasília: FUNAG, 2013.
- BRASIL. **Lei 13.005, de 25 de junho de 2014**. Aprova o Plano Nacional de Educação e dá outras providências. 2014. Disponível em:< www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/lei/113005.htm>. Acesso em 28 ago. 2016.
- BRASIL. **Lei 11.096, de 13 de janeiro de 2005**. Institui o Programa Universidade para Todos ProUni, regula a doação de entidades beneficentes de assistência social no Ensino Superior; altera a Lei n.º 10.891, de 9 de julho de 2004, e dá outras providências. 2005. Disponível em:<<http://prouniportal.mec.gov.br/legislacao/legislacao-2005/87-lei-n-11-096-de-13-de-janeiro-de-2005?path=legislacao-2005>>. Acesso em 28 ago. 2016.
- BULATOVA, E.I.; ANTONOVA, N.V.; ALIAKBEROVA, L.Z.; TUFETULOV, A.M. **Current Trends in Developing Education Funding in the Russian Federation**. Academy of Strategic Management Journal, Arden, v. 15, Special Issue 1, p. 174-184, 2016.
- CATANI, Afrânio Mendes; HEY, Ana Paula; GILIOLI, Renato de Souza Porto. **PROUNI: democratização do acesso às Instituições de Ensino Superior?** Educar, Curitiba: Editora UFPR., n.º 28, p. 125-140, 2006.
- CATÃO, Gustavo Campos. **Securitização de Recebíveis no Setor Bancário Brasileiro: Um estudo multi-caso**. João Pessoa: UFPB, 2006.
- CHAKRABARTY, K.C. **Challenges and Opportunities in a Trillion Dollar Economy**. Disponível em < https://www.rbi.org.in/scripts/BS_SpeechesView.aspx?id=577>. Acesso em 29 dez. 2016.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da (Org.). **Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro**. Brasília: Ipea, 2013.

CHEN, Weitzu; LIU, Chi-Chun; RYAN, Stephen G. **Characteristics of Securitizations that Determine Issuers' Retention of the Risks of the Securitized Assets**. The Accounting Review, Sarasota, Flórida, vol. 83, n.º 5, p. 1181-1215, 2008.

CMN, 2015. Conselho Monetário Nacional. **Resolução n.º 2.197, de 31 de agosto de 1995**. Disponível em: <<http://www.fgc.org.br/sobre-o-fgc/normas>>. Acesso em 13 out. 2017.

COWLEY, Alex; CUMMINS, J. David. **Securitization on Life Insurance Assets and Liabilities**. The Journal of Risk and Insurance, Pensilvânia, vol. 72, n.º 2, p. 193-226, 2005.

CREDUNI, Crédito Universitário Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios. **Regulamento registrado sob o n.º 6RTD-RJ, Protocolo 1342266, em 02.08.2016**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/fidcs-listados.htm>. Acesso em 27 out. 2017.

CRESWELL, J.W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. Porto Alegre: Artmed, 2010.

DI MAGGIO, P.J., & POWELL, W.W. **The New Institutionalism in Organizational Analysis**. Chicago: University of Chicago Press, 1991.

DOURADO, L.F. **Política e Gestão da Educação Superior no Brasil: Múltiplas relações e controle**. Revista Brasileira de Política e Administração da Educação, Goiânia, v. 27, n.º 1, p. 53-65, 2011.

DURHAM, E. Educação superior, pública e privada (1808 – 2000). In: SCHWARTMAN, Simon & BROCK, Colin. **Os desafios da educação no Brasil**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira. 2005, p.197-240.

FAVERO JÚNIOR, Osvaldo Zanetti. **Securitização de Ativos e Transferência de Riscos – Evidências do Mercado de Capitais Brasileiro**. 2014. 195 f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

FENGLIANG, Li. **Financing higher education: lessons from China**. Irish Educational Studies, Londres, v. 31, n.º 2, p. 191-206, 2012.

FGV. **Números do ensino privado 2016**. Disponível em <<http://www.fenep.org.br/dadosensinoprivado/>>. Acesso em 13 nov. 2017.

FONSECA JÚNIOR, Gelson. BRICS: notas e questões. In: FUNDAÇÃO ALEXANDRE DE GUSMÃO. **O Brasil, os BRICS e a agenda internacional**. Brasília: FUNAG, 2012. Cap. 2, p. 13–32.

GIL, Antonio C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GODOY, Arilda Schmidt. **Uma revisão histórica dos principais autores e obras que refletem esta metodologia de pesquisa em Ciências Sociais**. Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v. 35, n.º 2, p. 57-63, mar.-abr. 1995.

GORTON, Gary; METRICK, Andrew. **Securitization**. Handbook of the Economics of Finance, 2011.

GUEDES, M.P. **O futuro do varejo farmacêutico brasileiro em 2025: uma visão prospectiva sob o âmbito competitivo, regulatório e de consumo**. 2016. 121 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) - FIA - Fundação Instituto de Administração. São Paulo.

HAIR JR. *et al.* **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2007.

HELENE, O. **A privatização do ensino superior**. Brasil de Fato, São Paulo: Sociedade Editorial Brasil de Fato, n.º 441, 16 ago. 2011. Disponível em: <<http://www.brasildefato.com.br/node/7136>>. Acesso em 02 jan. 2017.

HOOD, Christopher. **Making sense of controls over government**. In: HOOD, C; JAMES, O.; PETERS, B.G.; SCOTT, C. (Orgs.). Controlling modern government: variety, commonality and change. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2004.

HULL, J. **Options, futures and others derivatives**. 8. ed. Editora: Prentice Hall Pearson, 2012.

INDIA, Government. **Annual Report 2014-15**. Department of School Education and Literacy. Department of Higher Education. Ministry of Human Resource Development. Disponível em <http://mhrd.gov.in/sites/upload_files/mhrd/files/document-reports/Part1.pdf>. Acesso em 29 dez. 2016.

JONGBLOED, Bem. **Funding higher education: options, trade-offs and dilemmas**. Paper for Fulbright Brainstorms 2004 - New Trends in Higher Education. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/254243789_Funding_Higher_Education_Options_Trade-offs_and_Dilemmas>. Acesso em 29 dez. 2016.

LANDSMAN, Wayne R.; PEASNELL, Kenneth V.; SHAKESPEARE, Catherine. **Are Asset Securitizations Sales or Loans?** The Accounting Review, Sarasota, Flórida v. 83, n.º 5, p. 1251-1272, 2008.

LAVROV, Sergey. BRICS: a new-generation forum with a global reach. In: **BRICS, New Delhi summit 2012: Stability, security and prosperity**. London: Newsdesk Communications; Toronto: BRICS Research Group, 2012. Disponível em: <<http://www.brics.utoronto.ca/newsdesk/BRICS-2012.pdf>>. Acesso em 28 dez. 2016.

LI, W.L. **Private expenditures, family contributions and financial aid need analysis in China higher education**. Education and Economy, Pequim, n.º 1, p. 14-32, 2006.

LIMA, T.C.S.; MIOTO, R.C.T. **Procedimentos metodológicos na construção do conhecimento científico: a pesquisa bibliográfica**. Revista Kátal. Florianópolis, v. 10, n.º especial, p. 37-45, 2007.

LU, Antonio Jiewei; CHEN, Derong. **Government-Leading Student Loan Schemes: A Comparative Study of Hong Kong and Mainland China**. Journal of Education and Learning, Yogyakarta, Indonésia, v. 8 (1), p. 1-12, 2014.

LUXO, José Carlos Augusto. **O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas**. 2007. 234 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MANCEBO, Deise; VALE, Andréa Araujo do; MARTINS, Tânia Barbosa. **Políticas de expansão da educação superior no Brasil 1995-2010**. Revista Brasileira de Educação, Rio de Janeiro, v. 20 n.º 60 jan.-mar. 2015.

MARBACK NETO, Guilherme. **Avaliação: instrumento de gestão universitária**. Vila Velha: Hoper, 2007.

MARCONI, M.A.; LAKATOS, E.M. **Técnicas de Pesquisa**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 1990.

MARGINSON, S. **High Participation Systems of Higher Education**. The Journal of Higher Education, Ohio, vol. 87, n.º 2, p. 243-271, 2016.

MATIAS-PEREIRA, J. **Manual de metodologia da pesquisa científica**. São Paulo: Atlas, 2012.

MEYER, J.W. & ROWAN, B. **Institutionalized Organizations: formal structure as myth and ceremony**. American Journal of Sociology, Chicago, v. 83 (2), p. 340-363, 1977.

NIELSEN, F.A.G. **Fatores Críticos na Sustentabilidade das Centrais de Negócios do Setor Supermercado**. 2005. 270 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

_____; MORILHAS, L.J; OLIVO, R.L.F. **Guia Prático para Elaboração de Monografias, Dissertações e Teses em Administração**. São Paulo: Saraiva, 2017.

NORONHA, I.P. **Securitização de recebíveis comerciais e industriais**. 2004. 234 f. Tese de doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

O'NEILL, Jim. **O mapa do crescimento: oportunidades econômicas nos BRICs e além deles**. São Paulo: Globo, 2012.

PARFERNOVA, Liudmila; JUCIUS, Vytautas. **Financial Changes in the Higher Education System in Russia**. Management theory and studies for rural business and infrastructure Development, Lituânia, v. 20 (1), p. 108-114, 2010.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone; SAVOIA, José Roberto Ferreira. **Securitização de Recebíveis – Análise dos Riscos Inerentes**. Revista Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, v. 7, n.º 3, p. 305-326, 2009.

PONTUSCHKA, Rafael. **Avaliação de impacto do FIES**. 2016. 79 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”, Universidade de São Paulo, Piracicaba.

PRADO, Marcos Aparecido Rodrigues do. **Os BRICS na perspectiva geopolítica: uma análise cientométrica do período de 2001 a 2010**. 2014. 181 f. Dissertação (Mestrado em Ciência da Informação) – Faculdade de Filosofia e Ciências, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita”, Marília.

PUTTASWAMAIAH, Sanjeevaiah. **Higher Education in India: Emerging Issues of Equity and Finance**. Economics, Management, and Financial Markets, Nova York, v. 6 (1), p. 325-343, 2011.

QUEIROZ, Viviane de. **Fundo de Financiamento Estudantil (FIES): uma nova versão do CREDUC**. Universidade e Sociedade, Andes-SN, fevereiro de 2015, vol. 55, p. 44-57.

RANI, P.G. **An International Perspective on the Methods and Practices of Student Loans: Its implications for India**. Economics, Management, and Financial Markets, Nova York, v. 6 (4), p. 105-125, 2011.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, W. Randolph; JAFFE, Jeffrey; LAMB, Roberto. **Administração Financeira**. 10. ed., Porto Alegre: AMGH Editora, 2015.

SABBAG, Zake. **Captação de Recursos**. Revista Ensino Superior. 48. ed. São Paulo: Editora Segmento, 2003.

SAMPAIO, H. **Ensino superior no Brasil – o setor privado**. São Paulo: Fapesp/Hucitec, 2000.

_____. **O setor privado de ensino superior no Brasil: continuidades e transformações**. Campinas: Revista Ensino Superior UNICAMP, outubro, ano 2, n.º 4, 2011.

_____. **Setor privado de ensino superior no Brasil: crescimento, mercado e Estado entre dois séculos**. Pesquisa: “Setor privado de ensino superior no Brasil: inovação e mercado” financiada pela FAPESP (Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo) na modalidade Projeto de Pesquisa (Regular) - Fluxo contínuo (1.º.04.2010 a 31.03.2012), pp. 1-26.

SAMPIERI, R.; COLLADO, C.; LÚCIO, M. **Metodologia de Pesquisa**. 5 ed., Porto Alegre: Penso, 2013.

SANTOS, Adilson Pereira dos Santos; CERQUEIRA, Eustaquio Amazonas de. **ENSINO SUPERIOR: trajetória histórica e políticas recentes**. IX Colóquio Internacional sobre Gestão Universitária na América do Sul. Florianópolis. Brasil, 25 a 27 de novembro de 2009, p. 1-17.

SANTOS, Cláudio Gonçalves dos. **Desintermediação Financeira: o papel da securitização como mecanismo de financiamento das empresas**. 2013. 81 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

_____; CALADO, L. **Securitização: Novos rumos do mercado financeiro**. São Paulo: Saint Paul, 2011.

SAURIN, Valter. **Administração Financeira das Instituições de Ensino Superior Comunitárias de Santa Catarina**. IV Colóquio Internacional sobre Gestão Universitária na América do Sul, p. 1-15. Florianópolis, 8, 9 e 10 de dezembro de 2004.

SECURATO, José Roberto; LUXO, José Carlos. **Operações estruturadas e securitização in Mercado Financeiro, conceitos, cálculo e análise de investimento**. São Paulo: Saint Paul Editora Ltda, 3. ed., 2009.

SEGENREICH, Stella Cecília Duarte. **ProUni e UAB como estratégias de EAD na expansão do Ensino Superior**. Pro-posições, Campinas, v. 20, n.º 2 (59), p. 205-222, maio/ago. 2009.

SEMESP, SINDICATO DAS MANTENEDORAS DE ENSINO SUPERIOR DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Mapa do Ensino Superior no Brasil**, 2015.

SENASHENKO, V.S.; TKACH, G.F. **On Tendencies in the Reform of Russian Higher Education**. Russian Education & Society, Londres, v.54, nº 1, p. 3-24, 2012.

SGUISSARDI, Valdemar. **Modelo de expansão da educação superior na Brasil: predomínio privado/mercantil e desafios para a regulação e a formação universitária**. Educação & Sociedade, v. 29, n.º 105, Campinas, dez. 2008.

SILVA, Fernando Jorge Moreira da; PISCOPO, Marcos Roberto; SERRA, Fernando Antonio Ribeiro. **Os impactos da redução do Programa de Financiamento Estudantil – FIES em IES privadas**. Anais do IV SINGEP – São Paulo – SP – Brasil – 08, 09 e 10.11.2015.

SILVA, Maria das Graças Martins; VELOSO, Tereza Christina Mertens Aguiar. **Acesso à educação superior: significados e tendências em curso**. Série-Estudos - Periódico do Programa de Pós-Graduação em Educação da UCDB, Campo Grande-MS, n.º 30, p. 221-235, jul./dez. 2010.

SOBRINHO, José Dias. **Avaliação e Transformações da Educação Superior Brasileira (1995-2009): do Provão ao SINAES**. Avaliação, Campinas; Sorocaba, SP, v. 15, n.º 1, p. 195-224, mar. 2010.

SCOTT, W. R. **Institutions and organizations**. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, 1995.

THORAT, S. (2006). **Higher Education in India – Emerging Issues Related to Access, Inclusiveness and Quality**. Mumbai: Nehru Memorial Lecture, University of Mumbai, 2006.

TIWARI, Rajesh; ANJUM, Dr. Bimal. **Role of Education Loan in India Higher Education**. Galaxy International Interdisciplinary Research Journal, vol. 1 (2), p. 89-98, 2013.

UNESCO, United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization. **BRICS – Building Education for the Future**, 2014.

_____. **Global Education Monitoring Report: Education for People and Planet – Creating Sustainable Futures for all**, 2016.

_____. Bangkok. **Innovative Finance: For out-of-school children and Youth**, 2015.

UNFPA, United Nations Population Fund. **The State of World Population 2016**.

UQBAR, Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada Ltda. **Anuário Finanças Estruturadas 2016**. Disponível em <<http://www.uqbar.com.br/publicacoes/anuario-securitizacao-financiamento-imobiliario-2016.jsp>>. Acesso em 28 dez. 2016.

VALENTE, Ivan; HELENE, Otaviano. **O Prouni e os muitos enganos**. Folha de S. Paulo. 11 dez. 2004, “Tendências/Debates”. Disponível em: www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniaofz1112200410.htm. Acesso em 28 ago. 2016.

VARGHESE, V.N. **Reforming Education Financing**. Disponível em < <http://www.india-seminar.com/2000/494/494%20n.v.%20varghese.htm> >. Acesso em 28 dez. 2016.

VERGARA, S.C. **Projetos e Relatório de Pesquisa em Administração**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

VERHINE, Robert E. **Avaliação e regulação da educação superior: uma análise a partir dos primeiros 10 anos do SINAES**. Avaliação, Campinas; Sorocaba, SP, v. 20, n.º 3, p. 603-619, nov. 2015.

WANG, Xin. **A Policy Analysis of the Financing of Higher Education in China: two decades reviewed**. Journal of Higher Education Policy and Management, Londres, v. 23, n.º 2, p. 205-217, 2001.

WEI, Jianguo; WANG, Rong. **Student Loans Reform in China: Problems and Challenges**. Higher Education in Europe, Londres, v. 34, n.º 2, p. 269-280, 2009.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso – Planejamento e Métodos**. 4.ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

ZANDEVALLI, Carla Busato. **Avaliação da Educação Superior no Brasil: Os antecedentes históricos dos SINAES**. Avaliação, Campinas; Sorocaba, SP, v. 14, n.º 2, p. 337-350, jul. 2009.

ZUCKER, L.G. **The role of institutionalization in cultural persistence**. American Sociological Review, Thousand Oaks, Califórnia, v. 42, pp. 726-743, 1977.

Apêndice A – Texto do *e-mail* enviado aos respondentes - Executivos financeiros de Instituições de Ensino

Pesquisa de Mestrado Profissional Fundação Instituto de Administração (FIA) – Setor Educacional

Prezados Senhores.

Meu nome é Júlio César Teixeira, estudante de mestrado profissional em gestão de negócios da Fundação Instituto de Administração (FIA).

Estou enviando este *e-mail* para solicitar a sua participação e colaboração na pesquisa que estou desenvolvendo para minha dissertação.

O objetivo principal da pesquisa é a proposta de um programa de financiamento estudantil instituições de ensino superior privadas brasileiras, que atuam com ênfase em cursos de graduação, por meio de operações de securitização de recebíveis.

O questionário é bastante sintético e rápido para responder, tomando poucos minutos de sua atenção, e tem a finalidade de identificar oportunidades e ameaças para a criação de um programa de financiamento estudantil por meio de securitização de recebíveis.

Os dados identificados serão analisados com a maior confidencialidade dentro do contexto de uma pesquisa acadêmica, sem fins comerciais, e não serão de forma alguma relacionados à sua instituição, ou à sua pessoa, em qualquer tipo de publicação, a não ser que seja expressamente autorizado de sua parte.

Após o termino da pesquisa os resultados obtidos serão encaminhados ao senhor para que possa tomar conhecimento da opinião do setor educacional quanto ao tema objeto deste estudo.

Desta forma, gostaria de contar com sua colaboração, como participante da pesquisa, que será de fundamental importância para o meu estudo.

Muito obrigado!

Júlio César Teixeira – Pesquisador.

Apêndice B – Texto do *e-mail* enviado aos respondentes - Executivos do setor de finanças estruturadas

Pesquisa de Mestrado Profissional Fundação Instituto de Administração (FIA) – Setor Educacional

Prezados Senhores.

Meu nome é Júlio César Teixeira, estudante de mestrado profissional em gestão de negócios da Fundação Instituto de Administração (FIA).

Estou enviando este *e-mail* para solicitar a sua participação e colaboração na pesquisa que estou desenvolvendo para minha dissertação.

O objetivo principal da pesquisa é a proposta de um programa de financiamento estudantil para instituições de ensino superior privadas brasileiras, que atuam com ênfase em cursos de graduação, por meio de operações de securitização de recebíveis.

O questionário é bastante sintético e rápido para responder, tomando poucos minutos de sua atenção, e tem a finalidade de identificar as principais características desejadas dos ativos lastros de operações de securitização de recebíveis que proporcionem o sucesso das operações.

Os dados identificados serão analisados com a maior confidencialidade dentro do contexto de uma pesquisa acadêmica, sem fins comerciais, e não serão de forma alguma relacionados à sua organização, ou à sua pessoa, em qualquer tipo de publicação, a não ser que seja expressamente autorizado de sua parte.

Após o término da pesquisa, os resultados obtidos serão encaminhados ao senhor para que possa tomar conhecimento da opinião do segmento de finanças estruturadas no Brasil quanto ao tema-objeto deste estudo.

Dessa forma, gostaria de contar com sua colaboração, como participante da pesquisa, que será de fundamental importância para o meu estudo.

Muito obrigado!

Júlio César Teixeira – Pesquisador.

Apêndice C – Levantamento com Executivos Financeiros das IES brasileiras

O objetivo principal desta pesquisa acadêmica é a proposta de um programa de financiamento estudantil para instituições de ensino superior privadas brasileiras, que atuam com ênfase em cursos de graduação. Todas as informações serão tratadas com a maior confidencialidade, e não serão divulgadas relacionando-as à sua IES, a não ser na hipótese de sua expressa autorização. Com vistas a garantir o sucesso desse projeto, solicita-se que as respostas sejam o mais sinceras possível.

Seção 1 – Identificação da IES

1. Porte: ☐ pequeno – até 2.000 alunos
☐ médio – de 2.001 a 5.000 alunos
☐ grande – mais de 5.000 alunos

2. Indique o Estado de origem da sede da IES: _____

Seção 2 – Fonte de recursos e indicadores

3. Qual o percentual de participação de cada fonte de recursos no financiamento da IES? Lembre-se de que a soma dos percentuais deverá ser de 100%.
 - a) ☐ Capital Próprio - _____%
 - b) ☐ Capital de terceiros (oneroso) - _____%
 - c) ☐ Doações e subvenções - _____%
 - d) ☐ Outra. Qual? _____ - _____%

4. Qual o custo médio aproximado, em termos percentuais, do capital de terceiros utilizado?
 - a) ☐ mensal - _____%

5. Qual o prazo médio de amortização do capital de terceiros utilizado?
 - a) ☐ até 12 meses
 - b) ☐ 24 a 35 meses
 - c) ☐ 36 a 47 meses
 - d) ☐ 48 a 59 meses
 - e) ☐ 60 meses ou mais

6. Assinale com um “X” na tabela abaixo a faixa da **taxa de inadimplência anual** dos recebíveis relativos a contratos de ensino de graduação observada em 2016.

Inadimplência	2016
0 a 5%	
6% a 10%	
11% a 15%	
16% a 20%	
21% a 25%	
26% a 30%	
31% a 35%	
Mais de 36%	

Seção 3 – Programas de financiamento estudantil

7. Quais dos programas de financiamento estudantil abaixo a IES utiliza?

- a) ☐ Bradesco Universitário
b) ☐ FIES
c) ☐ PRAVALER
d) ☐ Programa próprio da IES
e) ☐ PROUNI – Bolsas parciais
f) ☐ Outro. Qual? _____

8. Considerando o seu **último processo seletivo**, qual a representatividade aproximada em termos percentuais na **captação de alunos** provenientes de cada programa de financiamento? Lembre-se de que a soma dos percentuais deverá ser de 100%.

Forma de pagamento das mensalidades	% representativa na captação de alunos
Bradesco Universitário	
FIES	
Pagamento custeado pelo próprio aluno	
PRAVALER	
Programa de financiamento próprio da IES	
PROUNI (Bolsas Parciais)	
Outro. Qual? _____	

9. A sua IES já realizou alguma operação de securitização de recebíveis com origem nos contratos de prestação de serviços educacionais?
☐ sim ☐ não

10. Você aceitaria participar de uma entrevista, ou poderia indicar alguém, para um aprofundamento das questões relativas a esta pesquisa?

() sim () não

Em caso positivo, deixe seu contato abaixo.

Nome: _____

E-mail: _____ Telefone: () _____

11. Existe algo que não lhe foi indagado, mas que você gostaria de comentar?

() sim () não

Em caso afirmativo, por favor utilize o espaço abaixo.

Uma vez mais agradeço sua disponibilidade e colaboração.

Apêndice D – Roteiro estruturado com profissionais de finanças estruturadas – Estudo de Caso

Esta pesquisa acadêmica tem por objetivo entender as principais características desejadas das empresas e dos ativos lastros na securitização de recebíveis capazes de proporcionar uma alta taxa de sucesso nessas operações. Para tanto, é solicitado que as respostas sejam dadas com a maior sinceridade possível.

Nome: _____

Cargo: _____ Tel. _____

Empresa: _____ e-mail: _____

Seção 1 – Mensuração de percepções

Apresentam-se abaixo um conjunto de características que poderiam influenciar o sucesso de uma securitização de recebíveis, relativas a uma **Empresa** que fosse realizar cessão de direitos creditórios para um FIDC. Numa escala de 1 a 5, com **5** sendo “**Concordo totalmente**” e **1** sendo “**Discordo totalmente**”, até que ponto você concorda ou discorda:

	Discorda totalmente			Concorda totalmente	
Empresa					
1. É relevante que a empresa seja de grande porte	1	2	3	4	5
2. É importante que seja uma empresa conhecida	1	2	3	4	5
3. O mercado tem preferência pelo setor de bens físicos	1	2	3	4	5
4. Pequenas e médias empresas têm boas possibilidades de sucesso	1	2	3	4	5
5. O setor de serviços tem boa aceitabilidade	1	2	3	4	5

Somente para as assertivas de que você discordou totalmente, justifique sua resposta:

	Discorda totalmente			Concorda totalmente	
Ativos-Lastro (Direitos creditórios)					
6. Créditos com alguma garantia têm preferência	1	2	3	4	5
7. Créditos performados têm melhor aceitação	1	2	3	4	5
8. O histórico de inadimplência dos créditos é relevante	1	2	3	4	5
9. Créditos a performar têm boa aceitação	1	2	3	4	5

Somente para as assertivas de que você discordou totalmente, justifique sua resposta:

	Discorda totalmente			Concorda totalmente	
FIDC					
10. A reputação do administrador é importante	1	2	3	4	5
11. Fundos abertos são mais procurados	1	2	3	4	5
12. Isenção de IR é determinante na escolha	1	2	3	4	5
13. O prazo de resgate das cotas é relevante	1	2	3	4	5

Somente para as assertivas de que você discordou totalmente, justifique sua resposta:

Mercado

14. Qual a sua expectativa quanto ao mercado de securitização de recebíveis no Brasil, num horizonte de cinco anos?

- () expansão
- () estabilização
- () recessão

Quais as causas ou fatores que justificam a sua resposta?

Seção 2 – Fatores de precificação

Abaixo, estão algumas questões que dizem respeito a possíveis diferenças quanto à precificação que os FIDCs podem considerar na aquisição de direitos creditórios. Pense em suas operações realizadas nos últimos meses e responda às perguntas.

15. Há uma precificação diferente quanto ao porte da empresa, no momento da compra dos direitos creditórios?

☐ sim ☐ não

Quais os motivos que justificam a resposta dada acima?

16. No caso de pequenas e médias empresas, o deságio na compra dos direitos creditórios é

☐ maior ☐ menor

17. Qual a diferença percentual, se houver, no deságio aplicado para créditos oriundos de pequenas e médias empresas, quanto a empresas de grande porte?

☐ até 5%

☐ 6% a 10%

☐ 11 a 15%

☐ 16% a 20%

☐ 21% a 25%

☐ 26% a 30%

☐ mais de 30%

18. Quanto ao ramo de atividade da empresa originadora dos direitos creditórios, bens tangíveis (produtos, mercadorias, imóveis) ou intangíveis (serviços) há alguma diferenciação quanto ao deságio na compra dos créditos?

☐ sim ☐ não

19. Caso a resposta anterior tenha sido positiva, sobre os direitos creditórios do setor de serviços, em comparação ao setor de bens físicos é aplicado um deságio de compra

☐ menor ☐ maior

20. Qual a diferença percentual, se houver, no deságio aplicado para créditos oriundos do setor de serviços, quanto ao setor de bens físicos?

☐ até 5%

☐ 6% a 10%

☐ 11 a 15%

☐ 16% a 20%

☐ 21% a 25%

☐ 26% a 30%

☐ mais de 30%

☐ não há diferenciação

21. Quanto à situação do direito creditório, performados ou a performar, há alguma diferenciação quanto ao deságio na compra dos créditos?

☐ sim ☐ não

22. Caso a resposta anterior tenha sido positiva, sobre os direitos creditórios a performar, em comparação aos performados é aplicado um deságio de compra

☐ menor ☐ maior

23. Qual a diferença percentual, se houver, no deságio aplicado para créditos a performar, quanto aos direitos creditórios performados?

☐ até 5%

☐ 6% a 10%

☐ 11 a 15%

☐ 16% a 20%

☐ 21% a 25%

☐ 26% a 30%

☐ mais de 30%

24. Quanto à oferta de garantias sobre a liquidação dos direitos creditórios, créditos com garantia e sem garantia, há alguma diferenciação quanto ao deságio na compra dos créditos?

☐ sim ☐ não

25. Caso a resposta anterior tenha sido positiva, sobre os direitos creditórios com garantia, em comparação aos créditos sem garantia é aplicado um deságio de compra

☐ menor ☐ maior

26. Qual a diferença percentual, se houver, no deságio aplicado para créditos com garantia, quanto aos direitos creditórios sem garantia?

☐ até 5%

☐ 6% a 10%

☐ 11 a 15%

☐ 16% a 20%

☐ 21% a 25%

☐ 26% a 30%

☐ mais de 30%

Seção 3 – Questões operacionais

27. Quanto aos custos envolvidos numa operação de securitização de recebíveis, sem levar em consideração o deságio na compra dos direitos creditórios, em termos percentuais sobre o volume de créditos negociados, os custos com administração do fundo, custódia, classificação de riscos e outros são

☐ até 0,5%

☐ 0,6% a 1%

☐ 2% a 4%

☐ 5% a 7%

☐ 8% a 10%

☐ mais de 10%

28. A sua empresa já estruturou operações de securitização de recebíveis para o setor educacional?

() sim () não

29. Na hipótese de a resposta à pergunta anterior ter sido positiva, poderia mencionar para quais Instituições de Ensino?

30. Caso tenha respondido à questão anterior, poderia informar o montante dos volumes negociados, períodos em que ocorreram e prazos estabelecidos para o resgate das cotas do FIDC?

31. Existe algo que não lhe foi indagado, mas que você gostaria de comentar?

() sim () não

Em caso afirmativo, por favor utilize o espaço abaixo.

Uma vez mais agradeço sua disponibilidade e colaboração.

Apêndice E – Roteiro estruturado com IES – Estudo de caso

Seção 1 – Identificação da IES

Nome da Instituição (IES): _____

Nome (contato): _____

E-mail: _____

Telefone: () _____

Site da Instituição (IES): _____

Seção 2 – Programas de financiamento estudantil

1. Quanto ao FIES, como as mudanças que restringiram o acesso dos estudantes impactaram a IES?
2. Qual foi o efeito da redução no número de vagas do FIES na captação de alunos, na receita e na rentabilidade da IES?
3. Com as novas regras do FIES, que aumentaram os custos para as IES, na sua opinião, ainda é um programa atrativo, do ponto de vista econômico? Considere inclusive os atrasos costumeiros no repasse dos pagamentos pelo governo.
4. Na sua opinião, qual o futuro do FIES? Irá tornar-se cada vez mais restritivo? Irá acabar? Será mantido como uma alternativa, mas atendendo apenas uma parte dos estudantes que necessitam de financiamento?
5. A baixa oferta de vagas pelo FIES, provocou uma procura maior por outros programas de financiamentos e bolsas de estudo? Caso seja verdadeiro, quais programas? Em termos percentuais, de quanto foi esse aumento?
6. Se você fosse chamado a contribuir com uma nova reformulação do FIES, quais seriam as suas sugestões?
7. A sua IES possui programas próprios de financiamento estudantil? Desde quando?
8. Caso a resposta anterior tenha sido positiva, quais os motivos que levaram a criação desse programa?
9. Considerando a existência de programa de financiamento estudantil próprio da IES, quais são suas principais características, tais como: carência, prazo de amortização, taxa de juros, critérios de acesso?
10. Ainda, na eventualidade da existência de programa de financiamento estudantil próprio, quantos alunos já passaram pelo programa? Qual sua representatividade na captação de estudantes e na receita da IES? Qual a taxa de inadimplência do programa? Há exigência de fiador/garantidor? Houve aumento na captação de alunos?

Seção 3 – Fonte de recursos

11. A IES procurou alguma fonte de recursos específica para alinhar os aspectos de prazo e taxa de juros para fazer o aporte no programa de financiamento estudantil próprio? Em caso positivo, descreva as características da fonte de recursos.
12. Considerando que a IES realizou operações de securitização de recebíveis, qual foi o objetivo geral da captação de recursos: aplicação em imobilizado, capital de giro, ou foi associada ao programa de financiamento estudantil próprio?
13. Quais foram os custos incorridos pela IES, considerando a contratação de consultores, auditoria, advogados, e outras partes envolvidas?
14. Qual foi a classificação de risco obtida pelos direitos creditórios cedidos?
15. Qual foi o percentual de deságio aplicado pelo FIDC para a compra dos direitos creditórios?
16. Os direitos creditórios eram performados ou a performar?
17. Qual o prazo médio de vencimentos dos créditos cedidos?
18. Houve alguma garantia adicional por parte da IES?
19. Quando ocorreu a operação de securitização de recebíveis?
20. Qual o montante dos créditos cedidos?
21. Quantas operações de securitização de recebíveis foram realizadas?
22. A IES ainda realiza operações de securitização de recebíveis?
23. Caso a resposta anterior tenha sido negativa, por que não realiza mais operações? Pretende voltar a fazê-las?
24. Houve a emissão de cotas subordinadas? Em qual montante e percentual em relação ao total das emissões?
25. A IES adquiriu cotas subordinadas do FIDC? Em qual percentual em relação ao total da operação? Qual o montante das cotas adquiridas?
26. Qual o tempo total gasto para a realização da operação de securitização de recebíveis? Poderia mensurar o tempo dispendido por etapas?
27. Quem fez a coordenação entre as diversas partes envolvidas na operação de securitização de recebíveis (IES, administrador do fundo, auditoria, agência classificadora de risco, agência de custódia etc.)? Enfrentou alguma dificuldade nessa coordenação?
28. O custo de captação foi menor do que num empréstimo tradicional, com intermediação financeira? Em termos percentuais, quanto foi essa redução ou aumento?
29. Quais as principais dificuldades enfrentadas para concretizar a operação de securitização de recebíveis? Considere as etapas, antes da operação, durante e após a securitização.
30. Você tem sugestões de melhoria operacionais, da legislação, entre outras, que tornem a securitização de recebíveis mais adaptada à realidade das IES brasileiras?

Seção 4 – Questões de classificação

Por favor indique a resposta que melhor o classifica.

31. Sexo ☐ Masculino ☐ Feminino

32. Tempo de empresa ☐ até 02 anos

☐ 03 – 04

☐ 05 – 06

☐ 07 – 08

☐ 09 – 10

☐ 11 ou mais

33. Cargo ☐ Diretoria

☐ Gerência

☐ Supervisão

☐ Coordenação

34. Existe algo que não lhe foi perguntado, mas que você gostaria de comentar?

☐ sim ☐ não

Em caso afirmativo, por favor utilize o espaço abaixo.

Anexo 1 - Como a educação é tipicamente ligada a outros objetivos de Desenvolvimento Sustentável

Objetivo	Descrição
1	A educação é fundamental para tirar as pessoas da pobreza.
2	A educação desempenha um papel fundamental para ajudar as pessoas a avançar para métodos de agricultura mais sustentáveis e na compreensão da nutrição.
3	A educação pode fazer uma diferença crítica numa série de questões de saúde, incluindo mortalidade precoce, saúde reprodutiva, disseminação de doenças, estilos de vida saudáveis e bem-estar.
5	A educação de mulheres e meninas é particularmente importante para atingir a alfabetização básica, melhorar as habilidades e habilidades participativas e melhorar as chances de vida.
6	A educação e a formação aumentam as competências e a capacidade de utilizar os recursos naturais de forma mais sustentável e pode promover a higiene.
7	Os programas educativos, nomeadamente os não formais e os informais, podem promover melhor conservação e utilização das fontes de energia renováveis.
8	Existe uma ligação direta entre áreas como a vitalidade econômica, o empreendedorismo, as competências no mercado de trabalho e os níveis de educação.
9	A educação é necessária para desenvolver as habilidades requeridas para construir infraestrutura mais resiliente e uma industrialização mais sustentável.
10	Nos locais em que é igualmente acessível, a educação faz uma diferença provada à desigualdade social e econômica.
11	A educação pode dar às pessoas as habilidades necessárias para participarem na formação e manutenção de cidades mais sustentáveis e alcançar a resiliência em situações de desastre.
12	A educação pode fazer diferença crítica nos padrões de produção (por exemplo, no que diz respeito à economia circular) e na compreensão do consumidor de bens produzidos de forma mais sustentável e prevenção de resíduos.
13	A educação é fundamental para a compreensão em massa do impacto da mudança climática e da adaptação e mitigação, particularmente na esfera local.
14	A educação é importante para o desenvolvimento da consciência do ambiente marinho e para a construção de um consenso proativo quanto ao uso racional e sustentável.
15	A educação e a formação aumentam as competências e a capacidade de sustentar meios de subsistência sustentáveis e de conservar os recursos naturais e a biodiversidade, especialmente em ambientes ameaçados.
16	A aprendizagem social é vital para facilitar e assegurar sociedades participativas, inclusivas e justas, bem como a coerência social.
17	A aprendizagem ao longo da vida reforça a capacidade de compreender e promover políticas e práticas de desenvolvimento sustentável.

Fonte: *Global Education Monitoring Report – 2016, Education for people and planet: Creating Sustainable Futures for All.*

Anexo 2 – Principais alterações no FIES a partir de 2010

Alterações	Como era	Como ficou
Agente operador	A Caixa Econômica Federal era o agente operador do Fundo.	O agente operador do FIES passou a ser o Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação - FNDE.
Agente financeiro	A Caixa Econômica Federal era o único agente financeiro participante do Programa.	Ampliação dos agentes financeiros: Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil.
Taxa de juros	3,5% ao ano para os cursos considerados prioritários (cursos superiores de tecnologia, licenciaturas em física, química, matemática e biologia, cursos de medicina, engenharia e geologia) e 6,5% para os demais cursos.	A Resolução BACEN n.º 3.842, de 10 de março de 2010, fixou a taxa efetiva de juros dos contratos do FIES em 3,4% ao ano para todos os cursos de graduação. Além da aplicação aos novos contratos, a redução da taxa de juros passa a valer também para o saldo devedor dos contratos antigos. O inciso II do art. 5.º da Lei n.º 10.260, de 12 de julho de 2001, em redação dada pela Lei n.º 12.431, de 24 de junho de 2011, estabeleceu que os juros devem ser capitalizados mensalmente e estipulados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).
Período de carência	Período de carência de 6 (seis) meses para início da fase de amortização.	Período de carência dilatado para 18 (dezoito) meses para o início da fase de amortização, conforme disposto no Decreto n.º 7.790, de 15 de agosto de 2012.
Prazo para amortização	O prazo de amortização do financiamento era de duas vezes o período financiado, acrescido de 12 meses.	O prazo de amortização do financiamento foi aumentado para três vezes o período financiado, acrescido de 12 meses, conforme disposto no Decreto n.º 7.790, de 2012.
Pagamento com trabalho	Não existia essa possibilidade.	Os estudantes que se formarem em cursos de licenciatura ou medicina e optarem por atuar como professores da rede pública de educação básica (com jornada mínima de 20 horas semanais) ou como médicos do Programa Saúde da Família em especialidades e regiões definidas como prioritárias pelo Ministério da Saúde poderão abater 1% da dívida a cada mês trabalhado. O estudante que, ao ingressar no curso de licenciatura, já estiver em efetivo exercício na rede pública de educação básica terá direito ao abatimento da dívida desde o início do curso, conforme dispõe o art. 6.º-B da Lei n.º 10.260, de 2001, incluso pela Lei n.º 12.202, de 2010.

Carência na residência médica	Não existia essa possibilidade.	Os estudantes formados em medicina que optarem por ingressar em programas de residência médica credenciados pela Comissão Nacional de Residência Médica - CNRM e em especialidades prioritárias definidas pelo Ministério da Saúde terão a carência estendida por todo o período de duração da residência, conforme dispõe o § 3.º do art. 6.º-B da Lei n.º 10.260, de 2001, incluso pela Lei n.º 12.202, de 2010.
Valor máximo financiado	Até 100% do valor da parte da mensalidade devida pelo bolsista parcial do PROUNI à instituição de educação. Até 75% do valor da mensalidade total do curso para o estudante, não bolsista do PROUNI, matriculado em curso prioritário. Até 50% do valor da mensalidade total do curso para o estudante não bolsista do PROUNI, matriculado nos demais cursos.	<p>A Portaria Normativa n.º 14, de 28/6/2012, alterou o texto do art. 6º da Portaria Normativa n.º 10, de 30/4/2010, definindo que são passíveis de financiamento pelo FIES os seguintes percentuais dos encargos educacionais cobrados pela IES:</p> <p>I - para estudantes com renda familiar mensal bruta de até 10 (dez) salários mínimos:</p> <p>a) até 100% (cem por cento) de financiamento, quando o percentual do comprometimento da renda familiar mensal bruta <i>per capita</i> com os encargos educacionais for igual ou superior a 60% (sessenta por cento);</p> <p>b) até 75% (setenta e cinco por cento) de financiamento, quando o percentual do comprometimento da renda familiar mensal bruta <i>per capita</i> com os encargos educacionais for igual ou superior a 40% (quarenta por cento) e menor de 60% (sessenta por cento);</p> <p>c) de 50% (cinquenta por cento) de financiamento, quando o percentual do comprometimento da renda familiar mensal bruta <i>per capita</i> com os encargos educacionais for igual ou superior a 20% (vinte por cento) e menor de 40% (quarenta por cento).</p> <p>II - para estudantes com renda familiar mensal bruta maior de 10 (dez) salários mínimos e menor ou igual a 15 (quinze) salários mínimos:</p> <p>a) até 75% (setenta e cinco por cento) de financiamento, quando o percentual de comprometimento da renda familiar mensal bruta <i>per capita</i> com os encargos educacionais for igual ou superior a 40% (quarenta por cento);</p>

		<p>b) de 50% (cinquenta por cento) de financiamento, quando o percentual do comprometimento da renda familiar mensal bruta <i>per capita</i> com os encargos educacionais for igual ou superior a 20% (vinte por cento) e menor de 40% (quarenta por cento).</p> <p>III - para estudantes com renda familiar mensal bruta maior de 15 (quinze) salários mínimos e menor ou igual a 20 (vinte) salários mínimos:</p> <p>a) de 50% (cinquenta por cento) de financiamento, quando o percentual de comprometimento da renda familiar mensal bruta <i>per capita</i> com os encargos educacionais for igual ou superior a 20% (vinte por cento).</p>
Limitação de renda para contratar	A inscrição no FIES era vedada a estudantes cujo percentual de comprometimento da renda familiar mensal bruta <i>per capita</i> fosse inferior a 20% (vinte por cento) e permitida segundo critério que considerava o percentual do comprometimento da renda, não havendo limite máximo de renda para contemplação deste benefício.	A Portaria Normativa MEC n.º 7, de 10 de abril de 2012, incluiu o inciso V no art. 9.º da Portaria Normativa n.º 10, de 2010, instituindo limite máximo de renda bruta familiar em 20 (vinte) salários mínimos, o que contribuiu para o alcance das metas do Programa no que concerne à inserção da população de baixa renda na educação superior.
Fases de pagamento do FIES	O estudante financiado ficava obrigado ao pagamento trimestral dos juros incidentes sobre o valor do financiamento, limitados ao montante de R\$ 50,00 (cinquenta reais), durante todo o período de financiamento, bem como durante o período de carência. A carência tinha duração de 6 (seis) meses. A amortização da dívida acontecia em duas fases: a fase 1 (um) tinha duração de 12 meses (valor igual ao valor mensal que era pago à instituição de educação referente ao último semestre financiado). A fase 2 (dois) tinha duração igual a duas vezes o tempo de financiamento (parcelas iguais, descontados os valores pagos durante o financiamento, carência e a fase 1).	O estudante financiado está obrigado ao pagamento trimestral dos juros incidentes sobre o valor do financiamento, limitados ao montante de R\$ 50,00 (cinquenta reais) durante todo o período do financiamento, bem como durante o período de carência, conforme disposto no art. 27 da Portaria Normativa n.º 2, de 31 de março de 2008. A carência terá duração de 18 (dezoito) meses. A fase de amortização iniciará após o período de carência e terá duração de até três vezes o tempo de financiamento, acrescidos de 12 meses (parcelas iguais, descontados os valores pagos durante o financiamento e carência).
Inscrição dos estudantes	O estudante interessado em contratar financiamento devia inscrever-se para participar do processo seletivo em período estabelecido por portaria do Ministério da Educação.	As inscrições no FIES passaram a ser efetuadas exclusivamente pela Internet, em qualquer período do ano, de janeiro a junho, para o financiamento relativo ao primeiro semestre, e de julho a dezembro, para o financiamento relativo ao segundo semestre do ano, por meio

		do Sistema Informatizado do FIES (SISFIES), cujo <i>link</i> está disponível nas páginas eletrônicas do Ministério da Educação e do Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação, conforme disposto no art. 2.º da Portaria Normativa n.º 10, de 2010.
Idoneidade cadastral do estudante	O inciso VII do artigo 5.º da Lei n.º 10.260/2001 estabelecia que os financiamentos concedidos no âmbito do FIES deveriam observar a comprovação de idoneidade cadastral do estudante e dos seus fiadores na assinatura dos contratos e aditivos.	A Lei n.º 12.801, de 24 de abril de 2013, alterou o texto do art. 5.º da Lei n.º 10.260, de 2001, dispensando o estudante de comprovar a sua idoneidade cadastral na assinatura dos contratos e termos aditivos do FIES. Os fiadores, no entanto, permanecem obrigados a comprovar a sua idoneidade cadastral, conforme disposto no inciso VII e § 4.º do art. 5.º da Lei n.º 10.260, de 2001. Não obstante, os financiamentos concedidos com recursos do FIES deverão observar o oferecimento de garantias adequadas pelo estudante financiado, podendo ser, alternativamente, fiança convencional e fiança solidária, conforme disposto no art. 10 da Portaria Normativa n.º 10, de 30 de abril de 2010. Tendo em vista que uma das grandes dificuldades encontradas pelos estudantes para contratar o FIES é a apresentação de fiador, foi criado o Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo (FGEDUC), o qual se constitui em alternativa às modalidades de garantia admitidas no âmbito do FIES, a saber, a fiança convencional e a fiança solidária. Podem contratar o FIES, sem necessidade de apresentação de fiador, optando pela garantia do FGEDUC, estudantes: a. matriculados em cursos de licenciatura; b. que possuam renda familiar mensal bruta <i>per capita</i> de até um salário mínimo e meio; c. que sejam bolsistas parciais do Programa Universidade para Todos (PROUNI) e optem por inscrição no FIES no mesmo curso em que sejam beneficiários da bolsa.
Comissão Permanente de Supervisão e Acompanhamento (CPSA)	A CPSA é composta por cinco membros, dentre os quais dois representantes da instituição de ensino, dois representantes da entidade máxima de representação estudantil da instituição de ensino e um representante do corpo docente	A CPSA é composta por cinco membros, dentre os quais dois representantes da instituição de ensino, dois representantes da entidade máxima de representação estudantil da instituição de ensino e um representante do corpo docente

	da instituição de ensino, conforme disposto no art. 23, da Portaria Normativa n.º 10, de 2010.	da instituição de ensino, conforme disposto no art. 23, da Portaria Normativa n.º 1, de 2010. Porém a Portaria Normativa n.º 5, de 14 de março de 2013, alterou a redação do § 5.º do art. 23 da Portaria Normativa n.º 1, de 2010, que dispõe que a CPSA poderá contar com uma equipe de apoio técnico composta por até 10 (dez) funcionários efetivos da IES e lotados no mesmo local de oferta de curso da CPSA. Essa alteração visou à adequação do atendimento aos candidatos, em períodos de alta demanda, tendo em vista o cumprimento dos prazos para validação da inscrição, contratação e aditamento do financiamento.
--	--	--

Fonte: Queiroz (2015, págs. 48 a 51).

Anexo 3 – Ato de criação do *Credit Guarantee Fund Scheme for Education Loans* (CGFSEL)

MINISTRY OF HUMAN RESOURCE DEVELOPMENT (Department of Higher Education) NOTIFICATION
New Delhi, the 16th September, 2015

No. 18-1/2013-U.5 (Vol. III) — the following Scheme is published for the information of all concerned:—

1. Title and date of commencement

CHAPTER I INTRODUCTION

(i) The Scheme shall be known as the Credit Guarantee Fund Scheme for Education Loans (CGFSEL). (ii) It shall come into force from the date of notification by the Government of India.

(iii) New education loans sanctioned on or after the date of notification of the scheme with features as under will be eligible for the coverage under the scheme.

2. Loan Limit

The maximum loan limit under this scheme is Rs 7.5 lakh without any collateral security and third party guarantee. However, the Fund reserves the right to revise the loan limit as and when required.

3. Interest Rate

The Interest Rate charged by the Member Lending Institutions for education loans to be covered under CGFSEL should be maximum up to 2% p.a. over the Base Rate. However, the Fund may revise such ceiling from time to time keeping in view the prevailing interest rate scenario, base rates of lending institutions and RBI's Credit Policies.

4. Margin

Upto Rs. 4 lakh	Nil
Above Rs. 4 lakh:	Studies in India 5% Studies Abroad 15%

5. Definitions

For the purposes of this Scheme -

(i) "Amount in Default" means the loan amount outstanding in the loan account(s) of the student borrower, inclusive of accrued interest, as on the date of the account becoming NPA, or the date of lodgment of claim application, whichever is lower, or such other amount as may be specified by the Fund for preferring any claim against the guarantee cover subject to a maximum of 'Guarantee Cover'.

- (ii) "Base Rate" for a lending institution means the Base Rate so declared by that lending institution from time to time as per Reserve Bank of India guidelines based on which interest rate applicable for the loan will be determined.
- (iii) "Eligible borrower" means new or existing borrower with Indian Nationality who meets eligibility criteria prescribed under "IBA Model Educational Loan Scheme for pursuing Higher Education in India and Abroad" and executed loan documents with the lending institution to avail education loan. Parents/guardians will be the co-borrowers/joint borrowers. In case of a married person, joint borrower can be either spouse or the parent(s)/parents-in-law.
- (iv) "Collateral security" means the security provided in addition to personal obligation of borrower/co-borrower.
- (v) "Education Loan" means any financial assistance by way of loan, extended by the lending institution to the eligible borrower for higher education as per 'IBA Model Educational Loan Scheme.'
- (vi) "Fund" means the Credit Guarantee Fund for Education Loans set up by Government of India with the purpose of guaranteeing payment against default in Education Loans, extended by the Member Lending Institution(s) (MLIs) to the eligible borrowers.
- (vii) "Guarantor" means a person acceptable to the bank, who guarantees to repay the education loan, in the event of failure of the borrower to repay.
- (viii) "Guarantee Cover" means maximum cover (i.e. 75%) available per eligible borrower of the amount in default in respect of the credit facility extended by the lending institution.
- (ix) "Lending institution(s)" means all public sector banks, private sector banks and foreign banks which are members of IBA. The Funds may, on review of performance, include co-operative banks/other FIs/ NBFCs as additional MLIs in future.
- (x) "Material date" means the date on which the guarantee fee on the amount covered in respect of eligible borrower becomes payable by the lending institution to the Trust.
- (xi) "Non-Performing Assets" means an asset classified as a non-performing based on the instructions and guidelines issued by the Reserve Bank of India from time to time.
- (xii) "Scheme" means the Credit Guarantee Fund Scheme for Education Loans.
- (xiii) NCGTC means National Credit Guarantee Trustee Company set up on March 28, 2014 by Government of India under the Companies Act, 1956 to act as the Trustee to operate the Credit Guarantee Funds for Educational Loans, Skill Developments Loans and any other funds to be set up by Government of India from time to time.
- (xiv) Accordingly, all matters pertaining to the operations of CGFSEL would be undertaken by NCGTC on behalf of this said Trust Fund.

CHAPTER II

SCOPE AND EXTENT OF THE SCHEME

6. Guarantees by the Fund

- (i) Subject to the other provisions of the Scheme, NCGTC undertakes, in relation to Education Loans up to Rs 7.5 lakh extended to an eligible borrower by a Member Lending Institution (MLI) which has entered into the necessary agreement for this purpose with NCGTC, to provide guarantee against default in repayment of education loans extended by the lending institutions.
- (ii) NCGTC reserves the right to accept or reject any proposal referred to it by the lending institution which otherwise satisfies the norms of the Scheme.

7. Education Loan eligible under the Scheme:

(i) The Fund shall cover education loans extended by Member Lending Institution(s) to an eligible borrower as per IBA scheme, on or after entering into an agreement with NCGTC without any collateral security and/or third-party guarantee, provided that the lending institution applies for guarantee cover in respect of education loans so sanctioned within such time period and as per the procedures prescribed by NCGTC for the purpose.

(ii) The lending institution applies for guarantee cover in respect of education loans disbursed in the quarter April-June, July-September, October-December and January-March prior to expiry of the following quarter viz. July-September, October-December, January-March and April-June, respectively.

(iii) as on the material date,

(a) there are no overdues in respect of the account to the lending institutions and/or not been classified as a Non-Performing Asset (NPA) in the books of the institution, and/or the loan has lending

(b) the activity of the borrower for which the credit facility was granted has not ceased; and / or

(c) the credit facility has not wholly or partly been utilized for adjustment of any debts deemed bad or doubtful of recovery, without obtaining a prior consent in this regard from NCGTC.

(iv) The Fund may, at its discretion, approve/frame a list of educational institutes and/or their courses, loans for which the guarantee cover will be available, or the Fund may also notify the categories of educational institutions/courses for which the guarantee cover shall not be available.

8. Education Loans not eligible under the Scheme:

The following Education Loans shall not be eligible for being guaranteed under the Scheme: -

i. Any Education Loan in respect of which risks are additionally covered by Government or by any general insurer or any other person or association of persons carrying on the business of insurance, guarantee or indemnity, to the extent they are so covered.

ii. Any Education Loan, which does not conform to, or is in any way inconsistent with, the provisions of any law, or with any directives or instructions issued by the Central Government or the Reserve Bank of India, which may, for the time being, be in force.

iii. Any Education loan which has been sanctioned by the lending institution with interest rate of more than 2% over the Base Rate of the lending institutions in cases where Base Rate is applicable.

9. Agreement to be executed by the lending institution

A Member Lending Institution shall be entitled to a guarantee in respect of eligible Education Loan granted by it, after it has entered into an agreement with NCGTC in such form as specified by NCGTC.

10. Responsibilities of lending institution under the scheme:

i. The lending institution shall evaluate and sanction Education Loan in accordance with the IBA Model Educational Loan Scheme for pursuing higher studies in India and abroad and conduct the account(s) of the borrowers with normal banking prudence and due diligence.

ii. The lending institution shall ensure to submit the information required by NCGTC for giving guarantee cover with regard to the Education Loan borrowal account.

iii. The lending institution shall ensure that the loan covered under credit guarantee shall be non-dischargeable.

iv. The lending institution shall ensure linkage of every education loan with Aadhar number and register the borrower's/co-borrower's name with an appropriate credit information bureau.

v. The lending institution shall closely monitor the borrower's account and follow up for repayment.

vi. The lending institution shall ensure that the guarantee claim in respect of the Education Loan given to the borrower is lodged with NCGTC in the form and in the manner and within such time specified by NCGTC in this

regard and that there shall not be any delay on its part to notify the default in the borrower's account which shall result in the Fund's facing higher guarantee claims.

vii. The payment of guarantee claim by NCGTC to the lending institution does not in any way take away the responsibility of the lending institution to recover the entire outstanding amount of the credit from the borrower with applicable interest. The lending institution shall exercise all the necessary precautions and maintain its recourse to the borrower for entire amount of education loan owed to it and initiate such necessary actions for recovery of the outstanding amount, including such action as may be advised by NCGTC.

viii. The lending institution shall comply with such directions as may be issued by NCGTC, from time to time, for facilitating recoveries in the guaranteed account, or safeguarding its interest as a credit guarantor, as NCGTC may deem fit and the lending institution shall be bound to comply with such directions.

ix. The lending institution shall, in respect of any guaranteed account, exercise the same diligence in recovering the dues, and safeguarding the interest of the Fund in all the ways open to it as it might have exercised in the normal course if no guarantee had been furnished by the Fund. The lending institution shall, in particular, refrain from any act of omission or commission, either before or subsequent to invocation of guarantee, which may adversely affect the interest of the Fund as the guarantor. In particular, the Lending institution should intimate NCGTC while entering into any compromise or one-time settlement arrangement. Further, the lending institution shall secure for the Fund or its appointed agency, through a stipulation in an agreement with the borrower or otherwise, the right to publish the defaulted borrowers' names and particulars by NCGTC.

11. Guarantee Fee

CHAPTER III GUARANTEE FEE

i. For availing the guarantee coverage, the Member Lending Institution shall pay Annual Guarantee Fee (AGF) of 0.50% p.a. of the outstanding amount as on the date of application of guarantee cover, upfront to the Fund within 30 days from the date of Credit Guarantee Demand Advice Note (CGDAN) of guarantee fee. All subsequent AGFs would be calculated on the basis of the outstanding loan amount as at the beginning of the Financial Year. However, the Fund reserves the right to charge different guarantee fees in future for different educational loans depending on their risk rating/risk profile.

ii. The procedure for collection of guarantee fee under the scheme shall be as under:

The demand on MLIs for the AGF in respect of fresh guarantees would be raised upon approval of guarantee cover. The guarantee start date would be the date on which proceeds of the AGF are credited to Trust's Bank account. The AGF shall be calculated on pro-rata basis for the first and last year and in full for the intervening years on the outstanding loan amount at the beginning of the financial year. In the latter case, the AGF shall be paid by the MLI within 30 days i.e. on or before April 30, of every year.

iii. Provided further that in the event of non-payment of AGF within the stipulated time or such extended time that may be agreed to by NCGTC on such terms, liability of the Fund to guarantee such credit facility would lapse in respect of those credit facility against which the AGF are due and not paid,

iv. In the event of any error or discrepancy or shortfall being found in the computation of the amounts or in the calculation of the guarantee fee, such deficiency / shortfall shall be paid by the eligible lending institution to the Fund together with interest on such amount at a rate of 4% over and above the Bank Rate. Any amount found to have been paid in excess would be refunded by the Fund. In the event of any representation made by the lending institution in this regard, NCGTC shall take a decision based on the available information with it and the clarifications received from the lending institution. Notwithstanding the same, the decision of NCGTC shall be final and binding on the lending institution.

v. The amount equivalent to the guarantee fee will be borne by the Member Lending Institution.

vi. The guarantee fee once paid by the lending institution to NCGTC is non-refundable, except under certain circumstances like -

- (a) Excess remittance;
 - (b) Remittance made more than once against the same Education loan, and
 - (c) Annual guarantee fee not due.
12. Extent of the guarantee

CHAPTER IV GUARANTEES

The Fund shall provide guarantee cover to the extent of 75% of the amount in default. The Fund reserves the right to modify the same. The guarantee cover will commence from the date of payment of guarantee fee and shall run through the agreed tenure of the Education Loan.

CHAPTER V CLAIMS

13. Invocation of guarantee

(i) The lending institution may invoke the guarantee in respect of Education loan within a maximum period of one year from date of NPA, if NPA is after lock-in period or within one year of lock-in period, if NPA is within lock-in period, after the following conditions are satisfied:

a. The guarantee in respect of that credit facility was in force at the time of account turning NPA.

b. The lock-in period of 12 months from either the end of period of moratorium of interest or the date of commencement of guarantee cover in respect of loan covered, whichever is later, has elapsed. As per IBA Education Loan Scheme, the moratorium is course period + 1 year. Further, servicing of interest during study period and the moratorium period till commencement of repayment is optional for students.

c. The amount due and payable to the lending institution in respect of the Education loan has not been paid and the dues have been classified by the lending institution as Non-Performing Assets. Provided that the lending institution shall not make or be entitled to make any claim on NCGTC in respect of the said Education loan if the loss in respect of the said credit facility had occurred owing to actions / decisions taken contrary to or in contravention of the guidelines issued by NCGTC.

d. The credit facility has been recalled and the recovery proceedings have been initiated under due process of law.

ii. The claim should be preferred by the lending institution in such manner and within such time specified/to be specified by NCGTC in this behalf.

iii. NCGTC shall pay 75 per cent of the guaranteed amount on preferring of eligible claim by the lending institution, within 30 days, subject to the claim being otherwise found in order and complete in all respects. NCGTC shall pay to the lending institution interest on the eligible claim amount at the prevailing Bank Rate for the period of delay beyond 30 days. The balance 25% of the guaranteed amount will be paid after obtaining a certificate from the Member Lending Institution (MLI) that all avenues for recovering the amount have been exhausted. On a claim being paid, NCGTC / the Fund shall be deemed to have been discharged from all its liabilities on account of the guarantee in force in respect of the borrower concerned.

iv. In the event of default, the lending institution shall exercise its rights, if any, to take over the assets of the borrowers and the amount realized, if any, from the sale of such assets or otherwise shall first be credited in full by the lending institutions to NCGTC before it claims the remaining portion of the guaranteed amount.

v. The lending institution shall be liable to refund the claim released by NCGTC together with penal interest at the rate of 4% above the prevailing Bank Rate, if such a recall is made by NCGTC in the event of deficiencies having existed in the matter of appraisal / renewal / follow-up / conduct of the Education loan or where lodgment of the claim was more than once or where there existed suppression of any material information on the part of the lending institutions for the settlement of claims. The lending institution shall pay such penal interest, when demanded by the Fund, from the date of the initial release of the claim by NCGTC to the date of refund of the claim.

vi. The Guarantee Claim received directly from the branches or offices other than the designated

Office/Branches of Lending Institutions will not be entertained.

14. Subrogation of rights and recoveries on account of claims paid:

i. The lending institution shall furnish to NCGTC, as and when required by NCGTC, the details of its efforts for recovery, realizations and such other information. NCGTC shall not exercise any subrogation rights and the responsibility of the dues shall rest with the lending institutions.

ii. In the event of a borrower owing several distinct and separate debts to the lending institution and making payments towards any one or more of the same, whether the account towards which the payment is made is covered by the guarantee of the Fund or not, such payments shall, for the purpose of this clause, be deemed to have been appropriated by the lending institution to the debt covered by the guarantee and in respect of which, a claim has been preferred and paid, irrespective of the manner of appropriation indicated by such borrower or the manner in which such payments are actually appropriated.

iii. Every amount recovered and due to be paid to NCGTC shall be paid without delay, and if any amount due to NCGTC remains unpaid beyond a period of 30 days from the date on which it was first recovered, interest shall be payable to NCGTC by the lending institution at the rate which is 4% over and above the Bank Rate for the period for which payment remains outstanding after the expiry of the said period of 30 days.

CHAPTER VI MISCELLANEOUS

15. Appropriation of amount received from the lending institutions

The amount received from the lending institutions shall be appropriated in the order in which the service fee, penal interest and other charges have fallen due. If the service fee and the penal interest have fallen due on the same date, the appropriation shall be made first towards service fee and then towards the penal interest and finally towards any other charges payable in respect of the eligible credit facility.

16. Appropriation of amount realized by the lending institution in respect of a credit facility after the guarantee has been invoked.

Where subsequent to the Fund having released a sum to the lending institution towards the amount in default in accordance with the provisions contained in Para 13 of this Scheme, the lending institution recovers money subsequent to the recovery proceedings initiated by it, the same shall be deposited by the lending institution with NCGTC, after adjusting towards the legal costs incurred by it for recovery of the amount. The Fund shall appropriate the same first towards the pending service fee, penal interest, and other charges due to the Fund, if any, in respect of the credit facility towards which the amount has been recovered by the lending institution, and the balance, if any, shall be appropriated in such a manner so that losses on account of deficit in recovery of the credit facility between NCGTC and the lending institution are in the proportion of 75% : 25%, respectively.

17. Fund's liability to be terminated in certain cases

i. If the liabilities of a borrower to the lending institution on account Education Loan guaranteed under this Scheme are transferred or assigned to any other borrower and if the conditions as to the eligibility of the borrower and the amount of the Education Loan and any other terms and conditions, if any, subject to which the Education Loan can be guaranteed under the Scheme are not satisfied after the said transfer or assignment, the guarantee in respect of the Education Loan shall be deemed to be terminated as from the date of the said transfer or assignment.

ii. If a borrower becomes ineligible for being granted Education Loan under the Scheme, the liability of NCGTC in respect of Education Loan granted to him/ her by a lending institution under the Scheme shall be limited to the liability of the borrower to the lending institution as on the date on which the borrower becomes so ineligible, subject, however, to the limits on the liability of NCGTC fixed under this Scheme.

18. Returns and Inspections

i. The lending institution shall submit such statements and furnish such information as and when required by NCGTC in connection with Education Loan under this Scheme.

ii. The lending institution shall also furnish to NCGTC all such documents, receipts, certificates and other writings as and when required by NCGTC and shall be deemed to have affirmed that the contents of such documents, receipts, certificates and other writings are true, provided that no claim shall be rejected and no liability shall attach to the lending institution or any officer thereof for anything done in good faith.

iii. NCGTC shall, in so far as it may be necessary for the purposes of the Scheme, have the right to inspect or call for copies of the books of account and other records (including any book of instructions or manual or circulars covering general instructions regarding conduct of advances) of the lending institution, and of any borrower from the lending institution. Such inspection may be carried out through the officers of NCGTC or any other person appointed by NCGTC for the purpose of inspection. Every officer or other employee of the lending institution or the borrower, who is in a position to do so, shall make available to the officers of NCGTC or the person appointed for the inspection, as the case may be, the books of account and other records and information which are in his/ her possession.

19. Conditions imposed under the Scheme to be binding on the lending institution

i. Any guarantee given by the Fund shall be governed by the provisions of the Scheme as if the same had been written in the documents evidencing such guarantee.

ii. The lending institution shall as far as possible ensure that the conditions of any contract relating to an account guaranteed under the Scheme are not in conflict with the provisions of the Scheme but not with standing any provision in any other document or contract, the lending institution shall in relation to the Fund be bound by the conditions imposed under the Scheme.

20. Modifications and exemptions

i. The Fund reserves to itself the right to modify, cancel or replace the Scheme, so that the rights or obligations arising out of, or accruing under a guarantee issued under the Scheme up to the date on which such a modification, cancellation or replacement comes into effect, shall not be affected.

ii. Not with standing anything herein contained, the Fund shall have a right to alter the terms and conditions of the Scheme in regard to an account in respect of which guarantee has not been issued as on the date of such alteration.

iii. In the event of the Scheme being cancelled, no claim shall lie against the Fund in respect of facilities covered by the Scheme, unless the provisions contained in Clauses (i) and (ii) of Para 13 of the Scheme are complied with by the lending institution prior to the date on which the cancellation comes into force.

21. Interpretation

If any question arises in regard to the interpretation of any of the provisions of the Scheme or of any directions or instructions or clarifications given in connection therewith, the decision of the Fund shall be final.

22. Supplementary and general provisions

In respect of any matter not specifically provided for in this Scheme, the Fund may make such supplementary or additional provisions or issue such instructions or clarifications as may be necessary for the purpose of the Scheme.

ISHITA ROY, Jt. Secy.

Anexo 4 – Eligibility Checks for Education Loan Input File (1st Batch)

Nr.	Quantitative Eligibility Checks								
1	Education Loan should have been sanctioned on or after the Date of Notification i.e., September 16th, 2015.								
2	An amount of Loan sanctioned should be upto ₹ 7,50,000.								
3	Guarantee cover can be obtained on the Outstanding Loan Amount i.e. guarantee can be obtained only after full or partial disbursement of the loan.								
4	Interest charged to borrower by MLI should not be more than 2% over the Base Rate/ MCLR *								
5	Loan account should be a Standard Account at the time of applying for a guarantee.								
6	The borrower loan account is not overdue as on Material Date.								
7	Margin for Borrower:- <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="text-align: center;"><u>Loan Amount</u></th><th style="text-align: center;"><u>Margin</u></th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td style="text-align: center;">Upto ₹ 4 lacs</td><td style="text-align: center;">Nil</td></tr> <tr> <td style="text-align: center;">Beyond ₹ 4 Lacs</td><td style="text-align: center;">5% for studies in India</td></tr> <tr> <td></td><td style="text-align: center;">15% for studies abroad</td></tr> </tbody> </table>	<u>Loan Amount</u>	<u>Margin</u>	Upto ₹ 4 lacs	Nil	Beyond ₹ 4 Lacs	5% for studies in India		15% for studies abroad
<u>Loan Amount</u>	<u>Margin</u>								
Upto ₹ 4 lacs	Nil								
Beyond ₹ 4 Lacs	5% for studies in India								
	15% for studies abroad								
8	Amount of First or cumulative disbursement shall not be more than Sanction Amount.								

Sr. n.º	Qualitative Eligibility Checks
Eligibility of Borrower	
1	An Indian National
2	Minimum Qualification - HSC (10 plus 2 or equivalent)
3	Should have secured admission to a higher education course in recognized institutions in India or abroad.
Eligibility of Education Loan Records	
1	Education loan sanctioned as per IBA Model Education Loan Scheme for perusing Higher Education in India/ Abroad would be eligible for Credit Guarantee Scheme.
2	Courses Eligible as per IBA Model Education Loan Scheme for perusing Higher Education in India/ Abroad circulated by IBA.
3	No Collateral security or third party/ies guarantee should be attached with the Loan.
4	No Additional cover on Education Loan by Govt./ General Insurer/ Any person or association of persons carrying on the business of insurance, guarantee or indemnity.
5	No inconsistency with Law/ any directives or instructions issued by the CG or the RBI.
6	Activity of the borrower for which Credit Facility was granted has not ceased on the Material Date.
7	On the Material Date, the Credit Facility has not wholly or partly been utilized for adjustment of any bad or doubtful debts without obtaining prior consent in this regard from NCGTC.

* Circular n.º 01/2016-17 dated May 04, 2016, issued by National Credit Guarantee Trustee Company Limited.