



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SOCIOECONÔMICO - CSE  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Douglas de Melo Santos

**ANÁLISE DA EVOLUÇÃO E MEDIDAS GOVERNAMENTAIS E FINANCEIRAS  
NO SETOR EDUCACIONAL SUPERIOR**

Florianópolis

2025

Douglas de Melo Santos

**ANÁLISE DA EVOLUÇÃO E MEDIDAS GOVERNAMENTAIS E FINANCEIRAS  
NO SETOR EDUCACIONAL SUPERIOR**

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em Ciências  
Econômicas do Centro Socioeconômico da Universidade  
Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a  
obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Helberte João França Almeida

Florianópolis

2025

### Ficha de identificação da obra

Santos, Douglas de Melo  
Análise da evolução e correlação de medidas  
governamentais que impulsionaram intervenções no setor  
educacional / Douglas de Melo Santos ; orientadora,  
Helberte João França Almeida, 2025.  
93 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -  
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro  
Socioeconômico, Graduação em Ciências Econômicas,  
Florianópolis, 2025.

Inclui referências.

1. Ciências Econômicas. 2. Educação. 3. Instituições de  
Ensino Superior Privadas. 4. Mercado Financeiro. I.  
Almeida, Helberte João França. II. Universidade Federal de  
Santa Catarina. Graduação em Ciências Econômicas. III. Título.

Douglas de Melo Santos

**ANÁLISE DA EVOLUÇÃO E MEDIDAS GOVERNAMENTAIS E FINANCEIRAS  
NO SETOR EDUCACIONAL SUPERIOR**

Florianópolis, 04 de dezembro de 2025.

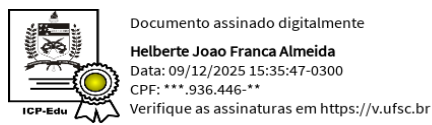
O presente Trabalho de Conclusão de Curso foi avaliado e aprovado pela banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof. Helberte João França Almeida, Dr. (Orientador)  
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Profa. Marialice Moraes, Dra. (Membro)  
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Prof. Guilherme de Oliveira, Dr. (Membro)  
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

Certifico que esta é a versão original e final do Trabalho de Conclusão de Curso que foi julgado adequado para obtenção do título de Bacharel em Economia por mim e pelos demais membros da banca examinadora.



Prof. Helberte João França Almeida, Dr.  
Orientador

Florianópolis, 2025.

## AGRADECIMENTOS

Registro o meu mais profundo agradecimento a Deus que, assim como um pai corrige e conduz o seu filho, também o fez — e continua fazendo — comigo todos os dias, permitindo que eu chegasse até aqui. “Se não fora o Senhor [...] as águas altivas teriam passado sobre a minha alma.”

Agradeço aos meus pais — Regina R. de M. Santos e João G. dos Santos — que me deram diversos privilégios ao longo da vida, mas, acima de tudo, me deixaram por herança o exemplo de fé, valores e disciplina — embora, por diversas vezes, eu tenha decidido seguir meu próprio caminho. Eu trouxe comigo toda a minha família nessa trajetória, expresso a vocês minha gratidão.

Sou muito grato aos meus professores, que dedicaram tempo de vida, adquiriram e compartilharam seus conhecimentos e visões de mundo. Em especial, minha gratidão ao Professor Helberte J. F. Almeida, que foi parte essencial para que eu concluísse este trabalho, bem como ao Professor Guilherme de Oliveira. Reconheço também que seria mais difícil concluir o curso de Economia sem o profissionalismo e empatia da então servidora Thaynara Tonolli — entre tantos outros.

Como parte do ciclo natural da vida social e acadêmica, errei, aprendi, me surpreendi, me decepcionei, contribuí com a minha parte neste sistema e fiz amigos como o Rodrigo Saboya, a quem deixo aqui meu agradecimento, pois não apenas foi companheiro de rodas de samba, de corridas às margens da Lagoa da Conceição, de conversas filosóficas e nos desafios da vida universitária, mas compartilhou pensamentos importantíssimos para este trabalho.

Por fim, mas não menos importante, agradeço à minha amiga, parceira e namorada, Roberta Silveira, por todo o apoio e incentivo, com quem aprendi mais sobre a vida — e sobre mim mesmo — do que eu poderia ter aprendido em qualquer livro.

Assim, quando são necessários guerreiros ou burocratas, a educação é um dos meios de que os homens lançam mão para criar guerreiros ou burocratas. Ela ajuda a pensar tipos de homens. Mais do que isso, ela ajuda a criá-los, através de passar de uns para os outros o saber que os constitui e legitima. Mais ainda, a educação participa do processo de produção de crenças e ideias, de qualificações e especialidades que envolvem as trocas de símbolos, bens e poderes que, em conjunto, constroem tipos de sociedades. E esta é a sua força. (Brandão, 1982)

## RESUMO

O setor de ensino superior privado cresce ao longo do tempo impulsionado por diversos fatores políticos, econômicos e sociais. Em contrapartida, o mercado financeiro encontrou nesse nicho oportunidade de ganhos econômicos, assim, aumentam também as intervenções nesse setor. O escopo desse trabalho busca entender as medidas que tornaram o setor educacional tão atrativo para o mercado e qual o efeito causado no setor de ensino superior privado diante de tais intervenções. Como base, são apresentadas a evolução e as mudanças regulatórias que explicam o porquê de instituições de ensino superior privadas se tornarem alvos desses agentes, bem como a estrutura e a atuação de suas organizações. A hipótese inicial é que diante das intervenções ocorre um aumento da oferta por cursos nas instituições de ensino privadas, puxado pela criação de sinergias e a diminuição dos custos operacionais, com as demais variáveis acompanhando o crescimento.

**Palavras-chave:** Educação; Instituições de Ensino Superior Privadas; Mercado Financeiro.

## **ABSTRACT**

The private higher education sector has grown over time, driven by various political, economic, and social factors. Conversely, the financial market has found opportunities for economic gain in this niche, thus increasing interventions in this sector. This work aims to understand the measures that have made the education sector so attractive to the market and the effect these interventions have had on the private higher education sector. As a basis, the evolution and regulatory changes that explain why private higher education institutions have become targets of these agents are presented, as well as the structure and operation of their organizations. The initial hypothesis is that, in the face of these interventions, there is an increase in the supply of courses in private educational institutions, driven by the creation of synergies and the reduction of operational costs, with other variables following the growth.

**Keywords:** Education; Private Higher Education Institutions; Financial Market.

## **LISTA DE FIGURAS**

|                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------|----|
| Figura 1 – Evolução do nível de captação de recursos em milhões de reais / |    |
| Intervenções do mercado financeiro.....                                    | 91 |

## LISTA DE QUADROS

|                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| Quadro 1– Síntese cronológica das medidas governamentais.....                  | 40 |
| Quadro 2 – Ânima: Evolução do nível de captação de recursos .....              | 49 |
| Quadro 3 – Ânima: Evolução financeira .....                                    | 51 |
| Quadro 4 – Cogna: síntese cronológica dos marcos históricos .....              | 56 |
| Quadro 5 – Anhanguera   Cogna: Evolução do nível de captação de recursos ..... | 59 |
| Quadro 6 – Kroton   Cogna: Evolução do nível de captação de recursos .....     | 60 |
| Quadro 7 – Cogna: Evolução financeira .....                                    | 64 |
| Quadro 8 – YDUQS: Evolução do nível de captação de recursos .....              | 69 |
| Quadro 9 – YDUQS: Evolução financeira .....                                    | 72 |
| Quadro 11 – Ser Educacional: Evolução do nível de captação de recursos.....    | 78 |
| Quadro 12 – Ser Educacional: Evolução financeira.....                          | 80 |
| Quadro 13 – Cruzeiro do Sul: Evolução do nível de captação de recursos.....    | 84 |
| Quadro 14 – Cruzeiro do Sul Educacional: Evolução financeira.....              | 86 |

## **LISTA DE TABELAS**

|                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1 – Concessão de bolsas Prouni.....                                     | 26 |
| Tabela 2 – Ser Educacional: Crescimento institucional e dados acadêmicos ..... | 77 |

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ANBIMA Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

B3 Brasil, Bolsa, Balcão

BB Banco do Brasil

CEF Caixa Econômica Federal

CFT-E Certificado Financeiro do Tesouro – Série E

CG-FIES Comitê Gestor do Fundo de Financiamento Estudantil

Creduc / PCE Programa de Crédito Educativo

CVM Comissão de Valores Mobiliários

EAD Educação a Distância

ENADE Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes

FGEDUC Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo

FIES Fundo de Financiamento Estudantil

FNDE Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação

FRE FORMULÁRIOS DE REFERÊNCIA

IES Instituição de Ensino Superior

IPEA Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IPO Initial Public Offering (Oferta Pública Inicial de Ações)

LOA Lei Orçamentária Anual

MEC Ministério da Educação

MP Medida Provisória

PDE Plano de Desenvolvimento da Educação

PET Programa de Educação Tutorial

PLOA Projeto de Lei Orçamentária Anual

PND Plano Nacional de Desenvolvimento

PNE Plano Nacional de Educação

Prouni Programa Universidade para Todos

PSF Programa Saúde da Família

REUNI Reestruturação e Expansão das Universidades Federais

SFN Sistema Financeiro Nacional

SINAES Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior

SUS Sistema Único de Saúde

## SUMÁRIO

|          |                                                            |           |
|----------|------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>INTRODUÇÃO .....</b>                                    | <b>14</b> |
| 1.1      | OBJETIVOS .....                                            | 15        |
| 1.1.1    | Objetivo Geral.....                                        | 15        |
| 1.1.2    | Objetivos Específicos .....                                | 16        |
| 1.1.3    | Procedimentos Metodológicos .....                          | 16        |
| 1.1.4    | Estrutura do Trabalho .....                                | 17        |
| <b>2</b> | <b>EDUCAÇÃO .....</b>                                      | <b>19</b> |
| 2.1      | DISPOSITIVOS LEGAIS E CENÁRIOS ECONÔMICOS .....            | 20        |
| 2.1.1    | A origem do financiamento estudantil.....                  | 22        |
| 2.1.2    | Fundo de financiamento estudantil.....                     | 23        |
| 2.1.3    | Programa Universidade Para Todos.....                      | 25        |
| 2.1.4    | O Novo FIES .....                                          | 27        |
| 2.1.5    | O FIES e o Plano Nacional de Educação .....                | 30        |
| 2.1.6    | A qualidade do ensino das IES .....                        | 33        |
| 2.1.7    | As crises do FIES em 2015 e 2016 .....                     | 36        |
| 2.1.8    | A Tendência de concentração de vagas .....                 | 39        |
| 2.1.9    | Síntese cronológica das medidas governamentais .....       | 39        |
| <b>3</b> | <b>INSTITUIÇÕES E DINÂMICA DO MERCADO FINANCEIRO .....</b> | <b>41</b> |
| 3.1      | PRIVATE EQUITY .....                                       | 43        |
| 3.2      | OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES .....                              | 45        |
| <b>4</b> | <b>ESTUDOS DE CASOS.....</b>                               | <b>46</b> |
| 4.1      | ÂNIMA EDUCAÇÃO .....                                       | 47        |
| 4.1.1    | Fundação e marcos históricos.....                          | 47        |
| 4.1.2    | Evolução acadêmica e estrutura curricular .....            | 48        |
| 4.1.3    | Crescimento institucional e governança .....               | 48        |

|        |                                                                    |    |
|--------|--------------------------------------------------------------------|----|
| 4.1.4  | Evolução do nível de captação de recursos.....                     | 48 |
| 4.1.5  | Evolução financeira .....                                          | 51 |
| 4.1.6  | Corpo docente e produção acadêmica .....                           | 52 |
| 4.1.7  | Inserção social e reconhecimento .....                             | 52 |
| 4.1.8  | Aspectos administrativos e estratégicos.....                       | 53 |
| 4.1.9  | Considerações finais .....                                         | 53 |
| 4.2    | COGNA EDUCAÇÃO .....                                               | 54 |
| 4.2.1  | Fundação e marcos históricos.....                                  | 55 |
| 4.2.2  | Evolução acadêmica e estrutura curricular .....                    | 57 |
| 4.2.3  | Crescimento institucional e dados acadêmicos .....                 | 58 |
| 4.2.4  | Anhanguera   Cogna: Evolução do nível de captação de recursos..... | 58 |
| 4.2.5  | Kroton   Cogna: Evolução do nível de captação de recursos.....     | 60 |
| 4.2.6  | Evolução financeira .....                                          | 63 |
| 4.2.7  | Corpo docente e produção acadêmica .....                           | 64 |
| 4.2.8  | Inserção social e reconhecimento .....                             | 65 |
| 4.2.9  | Aspectos administrativos e estratégicos.....                       | 65 |
| 4.2.10 | Considerações finais .....                                         | 66 |
| 4.3    | YDUQS EDUCACIONAL.....                                             | 67 |
| 4.3.1  | Fundação e marcos históricos.....                                  | 67 |
| 4.3.2  | Evolução acadêmica e estrutura curricular .....                    | 68 |
| 4.3.3  | Crescimento institucional e dados acadêmicos .....                 | 68 |
| 4.3.4  | Evolução do nível de captação de recursos.....                     | 69 |
| 4.3.5  | Evolução financeira .....                                          | 72 |
| 4.3.6  | Corpo docente e produção acadêmica .....                           | 73 |
| 4.3.7  | Inserção social e reconhecimento .....                             | 73 |
| 4.3.8  | Aspectos administrativos e estratégicos.....                       | 74 |

|       |                                                    |    |
|-------|----------------------------------------------------|----|
| 4.3.9 | Considerações finais .....                         | 74 |
| 4.4   | SER EDUCACIONAL .....                              | 75 |
| 4.4.1 | Fundação e marcos históricos.....                  | 75 |
| 4.4.2 | Evolução acadêmica e estrutura curricular .....    | 76 |
| 4.4.3 | Crescimento institucional e dados acadêmicos ..... | 77 |
| 4.4.4 | Evolução do nível de captação de recursos.....     | 77 |
| 4.4.5 | Evolução financeira .....                          | 79 |
| 4.4.6 | Corpo docente e produção acadêmica .....           | 80 |
| 4.4.7 | Inserção social e reconhecimento .....             | 80 |
| 4.4.8 | Aspectos administrativos e estratégicos.....       | 81 |
| 4.4.9 | Considerações finais .....                         | 81 |
| 4.5   | CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL .....                  | 82 |
| 4.5.1 | Fundação e marcos históricos.....                  | 83 |
| 4.5.2 | Evolução acadêmica e estrutura curricular .....    | 84 |
| 4.5.3 | Evolução do nível de captação de recursos.....     | 84 |
| 4.5.4 | Evolução financeira .....                          | 86 |
| 4.5.5 | Corpo docente e produção acadêmica .....           | 87 |
| 4.5.6 | Inserção social e reconhecimento .....             | 87 |
| 4.5.7 | Considerações finais .....                         | 88 |
| 5     | CONCLUSÃO.....                                     | 90 |
|       | REFERÊNCIAS.....                                   | 93 |

## 1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, o setor de ensino superior privado no Brasil passou por um processo de expansão nunca antes visto, influenciado por transformações socioeconômicas e por mudanças regulatórias que tinham como foco o financiamento estudantil, a regulação da oferta educacional e o incentivo à participação da iniciativa privada. Paralelamente, o mercado financeiro passou a identificar nesse setor um ambiente propício para investimentos, o que resultou na abertura de capital de grandes grupos educacionais, na entrada de fundos de *private equity*, na emissão de títulos de dívidas e na consolidação de modelos corporativos de gestão.

Contudo, esse movimento não ocorreu de forma espontânea; ele foi moldado por políticas públicas que, desde meados do século XX, configuraram um ambiente institucional favorável à ampliação do ensino superior privado. A evolução normativa iniciada com a Lei Orgânica do Ensino Comercial (Decreto-Lei nº 6.141/1943), passando pela Lei nº 4.024/1961 (Lei de Diretrizes e Bases da Educação) e posteriormente pela Lei nº 9.394/1996 (LDB), até alcançar programas estratégicos como o Programa Universidade para Todos (Prouni) e o Fundo de Financiamento Estudantil (FIES), evidencia a crescente intervenção estatal como indutora do crescimento do setor.

A partir dos anos 2000, diante da reestruturação do FIES em 2010, observa-se uma intensificação da entrada de agentes financeiros no sistema educacional, configurando novas dinâmicas entre políticas públicas, interesses econômicos e estratégias empresariais. Esse cenário levantou questionamentos importantes sobre os efeitos dessas intervenções, seja na ampliação do acesso ao ensino superior, seja na própria estrutura organizacional das instituições privadas.

Diante desse contexto, nasce o problema central deste estudo: quais mudanças regulatórias contribuíram para tornar o setor educacional superior privado um ambiente atrativo ao mercado financeiro, e de que forma tais intervenções influenciaram a expansão e a atuação das instituições de ensino superior (IES) privadas?

Compreender por que o setor educacional se tornou altamente atrativo para o mercado financeiro é fundamental para explicar a reconfiguração estrutural ocorrida no campo educacional brasileiro. Tal compreensão permite analisar de forma integrada as mudanças regulatórias e as transformações institucionais que favoreceram a inserção de interesses

econômicos e financeiros no setor, processo cujos efeitos ultrapassam a dimensão econômica e incidem diretamente sobre a oferta, o acesso e a qualidade do ensino superior.

Além disso, a intensificação das operações de grupos empresariais e de agentes financeiros no setor educacional suscita questionamentos sobre as consequências dessas intervenções para a organização e o funcionamento das IES privadas. A hipótese de que esses investimentos promovem a expansão da oferta por meio de sinergias operacionais e redução de custos reforça a necessidade de uma análise que articule as perspectivas histórica, normativa e econômica.

Assim, a relevância desta pesquisa decorre de sua capacidade de evidenciar as relações entre mudanças regulatórias, estratégias do mercado financeiro e transformações estruturais no ensino superior privado, oferecendo subsídios que contribuem para o entendimento amplo desse processo e que podem auxiliar tanto na formulação de políticas quanto na tomada de decisões institucionais e governamentais.

Para isso, este trabalho considera como escopo temporal o período de 1943 a 2024, abrangendo tanto a formação do arcabouço legal educacional quanto o surgimento e a consolidação dos principais instrumentos de financiamento estudantil. O estudo concentra-se no ensino superior privado brasileiro e, especialmente, nos efeitos produzidos pelas políticas de incentivo ao financiamento e pelas estratégias adotadas pelos grupos educacionais após a entrada de investidores privados.

Assim, a presente introdução oferece o pano de fundo necessário para os objetivos e para a delimitação metodológica da pesquisa, apresentando de forma integrada o problema de investigação, sua justificativa e o contexto que fundamenta a análise das transformações que moldaram a relação entre Estado, setor privado e mercado financeiro no campo educacional brasileiro.

## 1.1 OBJETIVOS

### 1.1.1 Objetivo Geral

Analisar as mudanças regulatórias, no período de 1943 a 2024, e a correlação de medidas governamentais que impulsionaram investimentos no setor educacional por parte do mercado financeiro.

### **1.1.2 Objetivos Específicos**

- a) Revisar as mudanças regulatórias que instituíram programas voltados ao incentivo e ao financiamento da educação superior no Brasil;
- b) Revisar a literatura e documentos sobre o funcionamento do mercado financeiro brasileiro, visando analisar correlações com o processo de expansão do setor de ensino superior privado;
- c) Avaliar o efeito causado no setor de ensino superior privado nacional diante de investimentos do mercado financeiro;

### **1.1.3 Procedimentos Metodológicos**

Esse estudo tem por objetivo central analisar a evolução histórica e as mudanças regulatórias, a partir de 1943, que, desde os anos 2000 aos dias de hoje, impulsionaram o setor educacional superior por meio investimentos de organizações do mercado financeiro. Diante disso, primeiramente, buscaremos promover a compreensão das diferentes perspectivas de educação através de visões da antropologia, psicologia, filosofia, sociologia e pedagogia.

Mais adiante, contextualizamos historicamente o trabalho, considerando a evolução das mudanças regulatórias a partir de 1943, e socioeconomicamente, refletindo sobre como essas políticas influenciaram a expansão do ensino superior privado e a dinâmica de investimentos do mercado financeiro. A análise busca ainda identificar possíveis tendências e relações de causalidade entre mudanças regulatórias, decisões de investimento e impactos no setor educacional.

A abordagem metodológica adotada é de caráter aplicado e documental, combinando análise histórica, revisão bibliográfica e estudo de dados secundários. Utilizar-se-á análise documental de legislações, decretos, programas governamentais e relatórios do setor financeiro e educacional, de modo a identificar os marcos regulatórios e incentivos institucionais que impulsionaram investimentos no setor. Paralelamente, será realizada análise da literatura existente sobre o mercado financeiro, com base em trabalhos nacionais e internacionais que abordam a expansão do setor e seus impactos socioeconômicos.

A avaliação do efeito dos investimentos do mercado financeiro sobre o ensino superior privado brasileiro envolve compreender o conceito de “efeito” como a variação causal nos

resultados institucionais decorrente da entrada de capital externo, seja por fusões e aquisições, abertura de capital ou instrumentos de dívida estruturada. Esses efeitos podem se manifestar em dimensões como qualidade acadêmica, governança, estrutura administrativa, preços das mensalidades, expansão de matrículas e adoção de modalidades de ensino. Mudanças regulatórias recentes atuaram como alterações nas restrições de mercado, expandindo o setor e tornando-o mais atraente para investimentos externos. Nesse contexto, os cinco grandes grupos de ensino superior listados em bolsa de valores servem como estudos de caso para analisar diferentes modalidades de efeito.

A identificação empírica desses efeitos apresenta desafios, dado que instituições receptoras geralmente possuem atributos pré-existentes de atratividade, como mercado crescente, geração de caixa e gestão qualificada (Stowell). Políticas públicas, interpretadas como mudanças nas restrições de mercado, também influenciam o desempenho, dificultando a atribuição exclusiva aos aportes financeiros. Para uma avaliação robusta, dados longitudinais públicos das empresas listadas em bolsa permitem monitorar indicadores financeiros, operacionais e estratégicos antes e depois do investimento, fornecendo base para inferências econômicas plausíveis sobre o impacto do capital financeiro no ensino superior privado.

Em conclusão, acredita-se que os procedimentos metodológicos delineados fornecem subsídios suficientes para compreender a correlação entre políticas públicas e investimentos privados no setor educacional, contribuindo para o debate acadêmico e oferecendo elementos para a formulação de propostas que fortaleçam a educação superior e a integração do setor financeiro nesse processo.

#### **1.1.4 Estrutura do Trabalho**

Este trabalho foi estruturado para permitir um acompanhamento progressivo e integrado da relação entre políticas públicas educacionais e a atuação do mercado financeiro no setor privado do ensino superior. A divisão em cinco capítulos cumpre a função de construir, passo a passo, o entendimento sobre o tema, partindo da contextualização até a análise empírica e conclusiva.

O capítulo 1 aborda o tema central, o problema de pesquisa, os objetivos geral e específicos, além da justificativa que evidencia a relevância social e acadêmica da investigação. Também são detalhados os procedimentos metodológicos adotados utilizados na análise. Essa introdução serve como um guia para o leitor.

O Capítulo 1 apresenta o tema, o problema de pesquisa, os objetivos geral e específicos, a justificativa e os procedimentos metodológicos adotados. Essa seção introdutória oferece o enquadramento conceitual e temporal necessário para situar o leitor quanto à relevância do tema e às escolhas metodológicas que orientam o estudo.

O Capítulo 2 reúne o referencial teórico e histórico referente à educação, abordando os dispositivos legais que estruturaram o sistema educacional brasileiro, as principais transformações socioeconômicas do período analisado e a construção dos programas públicos de financiamento estudantil. Nesse capítulo, busca-se evidenciar como as mudanças no arcabouço normativo moldaram o ambiente institucional em que o setor privado se expandiu.

O Capítulo 3 apresenta os principais conceitos ligados ao mercado financeiro, discutindo a atuação de fundos de *private equity*, processos de abertura de capital e outros mecanismos que possibilitaram a entrada de agentes financeiros no setor educacional. A partir dessa exposição, são exploradas as dinâmicas econômicas que condicionam investimentos em instituições de ensino superior privadas.

O Capítulo 4 reúne os estudos de caso das principais organizações educacionais privadas que compõem o cenário nacional. Cada caso é analisado a partir de seus marcos institucionais, estratégias de captação de recursos, resultados acadêmicos e posicionamento no mercado. O objetivo é demonstrar, empiricamente, como essas instituições se adaptaram às políticas públicas e às oportunidades financeiras ao longo do período investigado.

Por fim, o Capítulo 5 apresenta as conclusões do estudo, sintetizando os principais achados, discutindo a confirmação ou não da hipótese proposta e sugerindo potenciais desdobramentos para pesquisas futuras e para a formulação de políticas educacionais.

Essa estrutura foi planejada para garantir coerência interna, fluidez na leitura e clareza na exposição dos argumentos, permitindo que o leitor acompanhe a evolução lógica do trabalho — dos fundamentos conceituais e históricos até a análise empírica e interpretativa.

## 2 EDUCAÇÃO

A educação possui significados diversos para diferentes povos, conforme observa Brandão em sua obra “O que é Educação” (1981). Cada nação desenvolveu concepções próprias de educação, fundamentadas em suas tradições culturais. O que se mostra adequado a um contexto pode não ter o mesmo efeito em outro, dado que os costumes variam entre sociedades. O autor define a educação como a transmissão intergeracional de conhecimentos e habilidades, ressaltando que o conteúdo dessa transmissão depende do meio social em que o indivíduo está inserido, uma vez que cada grupo possui necessidades culturais específicas.

Em certas comunidades, o objetivo central da educação é preparar indivíduos para o mercado de trabalho, priorizando a formação de cidadãos produtivos, ainda que isso implique restringir a criatividade. Em outras, o propósito educacional é voltado à preservação do patrimônio cultural. Assim, as prioridades educacionais refletem as condições e os desafios enfrentados por cada sociedade. Enquanto uma nação em crise tende a valorizar a formação técnica, outra, que vivencia problemas ambientais, pode privilegiar a sustentabilidade. Essa concepção influencia também o perfil docente: para Brandão, há professores que, ao acreditarem servir à sociedade, acabam, na realidade, atendendo aos interesses daqueles que os instituem como tais.

Sob a ótica da psicologia, diferentes abordagens teóricas permitem compreender o fenômeno educativo. Entre elas, destaca-se o behaviorismo, do qual B. F. Skinner é um dos principais representantes. Ele concebe a educação como um processo de modificação do comportamento por meio do mecanismo estímulo–resposta, em que as ações do aprendiz são moldadas pelo ambiente e reforçadas por estímulos positivos ou negativos. Nessa perspectiva, o aprendizado corresponde à aquisição de novos comportamentos diante das influências ambientais.

O campo educacional sempre foi objeto de amplos estudos e debates, especialmente no que concerne à compreensão de seu papel social e de sua função no desenvolvimento humano. Segundo Piaget (1977), educar consiste em favorecer a construção do conhecimento mediante a interação do sujeito com o meio, processo no qual estruturas cognitivas mais complexas se formam gradualmente pela assimilação de novas informações.

À luz da filosofia, Severino (2006) argumenta que a educação contemporânea desafia os modelos ético-políticos tradicionais, voltando-se mais à formação do indivíduo enquanto ser cultural do que à sustentação de valores absolutos. Sob a perspectiva sociológica, conforme

Gestrado, a educação exerce a função de transmitir às novas gerações os valores, normas e costumes que asseguram a continuidade e a coesão social ao longo do tempo.

Nessa linha, Giroux (1983) contribui ao enfatizar o caráter político e cultural da pedagogia, defendendo que ela deve questionar as estruturas de dominação e promover a justiça social por meio do pensamento crítico. Assim, é possível reconhecer, nas diversas abordagens apresentadas, a riqueza conceitual da educação, cuja complexidade e pluralidade revelam a amplitude de visões sobre seu papel e suas finalidades.

## 2.1 DISPOSITIVOS LEGAIS E CENÁRIOS ECONÔMICOS

A avaliação inicial concentrou-se em padrões que influenciaram diretamente o cenário educacional brasileiro, possibilitando a inserção da iniciativa privada. O ponto de partida foi a Lei Orgânica do Ensino Comercial (Brasil), instituída para organizar e regulamentar o ensino comercial, uniformizando currículos, assegurando qualidade e atendendo às demandas produtivas emergentes. Essa legislação foi regulamentada pelo Decreto-Lei nº 6.141, de 1943, durante o governo de Getúlio Vargas, como parte da estruturação do sistema educacional nacional. À época, a justificativa para sua criação residia na necessidade de formação rápida de profissionais qualificados capazes de sustentar o crescimento econômico e a modernização empresarial.

A norma se aplicava às instituições de ensino, aos estudantes e aos profissionais do setor, com o objetivo principal de formar técnicos em comércio, contabilidade, secretariado e administração de modo aprofundado. O Curso Básico Comercial tinha duração de quatro anos letivos, enquanto o Curso Técnico em Comércio estendia-se por três anos. Os currículos abrangiam disciplinas complexas, como Contabilidade, Economia e Legislação Comercial, além de conteúdos mais objetivos, como Matemática Financeira.

Durante a década de 1940, sob o regime ditatorial do Estado Novo (1937–1945), o país vivenciou intenso processo de transformação política e econômica. O governo varguista impôs uma visão nacionalista rigorosa, promovendo políticas centralizadoras voltadas à consolidação da identidade e da coesão nacional. No campo econômico, o Brasil experimentou um surto de industrialização, impulsionado tanto pela necessidade de substituição de importações durante a Segunda Guerra Mundial quanto pelas diretrizes nacionalistas do governo, que incentivaram a produção interna.

Em 1961, a promulgação da Lei nº 4.024, conhecida como Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional, representou um marco jurídico essencial para a consolidação do sistema educacional brasileiro. Essa legislação ampliou significativamente o acesso à educação básica e regulamentou, de maneira equitativa, as instituições privadas. No entanto, a persistência de baixos investimentos públicos impediu a redução efetiva das desigualdades educacionais. Embora o ensino superior tenha se fortalecido, qualificando profissionais, o ensino fundamental permaneceu deficiente, sobretudo nas regiões economicamente vulneráveis. A LDB de 1961 foi concebida para estruturar um sistema educacional capaz de atender às exigências do desenvolvimento econômico e social do país.

O período pós-Estado Novo foi marcado por intensos debates sobre os rumos da educação brasileira, impulsionados pela Constituição de 1946, que estimulou diferentes correntes ideológicas a discutir a primeira LDB. Posteriormente, em 1971, a Lei nº 5.692 reformulou a educação básica, enfatizando a formação profissional em consonância com o chamado “milagre econômico”. Apesar da expansão do ensino técnico, o foco excessivo na formação de mão de obra qualificada negligenciou desigualdades regionais e sociais, restringindo o alcance das políticas educacionais.

A fase do “milagre” proporcionou crescimento e investimentos, mas seus benefícios concentraram-se em uma pequena parcela da população. Enquanto os indicadores econômicos avançavam, a desigualdade social se agravava, mantendo grande parte dos brasileiros à margem do desenvolvimento.

Com a Constituição de 1988, inaugurou-se um novo paradigma, estabelecendo a educação como direito de todos e dever do Estado, reconhecendo-a como instrumento essencial para superar desigualdades históricas. Entretanto, o desafio subsequente foi transformar esse princípio em políticas públicas concretas, capazes de assegurar igualdade de oportunidades de forma efetiva.

Naquele contexto de instabilidade econômica, marcado por inflação elevada, endividamento externo e necessidade de reformas estruturais, a nova Carta buscou equilibrar a responsabilidade fiscal com o investimento em áreas sociais, especialmente na educação, com o intuito de reduzir as disparidades regionais e sociais.

Em 1996, foi promulgada uma nova Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional (Brasil, 1996), com o propósito de atualizar a legislação anterior e responder às novas demandas educacionais emergentes após a Constituinte. Inspirada nos princípios democráticos da

Constituição de 1988, a nova LDB regulamentou com precisão o funcionamento das instituições privadas sob supervisão estatal, buscando garantir padrões adequados de qualidade.

Nesse período, o país ainda enfrentava desafios econômicos complexos, como a persistência da inflação e a necessidade de reestruturação produtiva. A LDB de 1996 buscou conciliar estabilidade fiscal com políticas públicas voltadas ao desenvolvimento humano, enfatizando a relação intrínseca entre educação, mercado de trabalho e cidadania. Dessa forma, consolidou-se como instrumento essencial para a formação de indivíduos socialmente conscientes e preparados para atuar em um ambiente econômico em constante transformação.

### **2.1.1 A origem do financiamento estudantil**

O apoio acadêmico sempre desempenhou papel fundamental na ampliação do acesso à educação, constituindo, por essa razão, um dos eixos centrais desta pesquisa. Nesse contexto, o surgimento dos programas de financiamento estudantil no Brasil, a partir da década de 1970, representou um avanço significativo. O primeiro desses programas foi o Programa de Crédito Educativo (PCE), também conhecido como Creduc ou Crédito Educativo, criado em 1975, sob supervisão direta da Presidência da República.

Inicialmente restrito às regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, o programa foi, posteriormente, estendido a todo o território nacional. À época, instituições financeiras como a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil eram responsáveis pela concessão dos empréstimos. Entretanto, em 1983, o Ministério da Educação passou a atuar como fonte de recursos, tornando a Caixa Econômica Federal a única instituição bancária encarregada da gestão do financiamento.

Nas universidades, os repasses eram feitos diretamente por meio do Creduc. Posteriormente, com a criação do FIES, as instituições passaram a receber títulos da dívida pública emitidos especificamente para essa finalidade, denominados Certificados Financeiros do Tesouro da Série E (CFT-Es). Essa transformação refletiu o amadurecimento das políticas públicas voltadas ao ensino superior, ampliando consideravelmente o número de estudantes contemplados.

A Lei nº 8.436/1992 conferiu estabilidade ao programa e instituiu novas diretrizes para sua operacionalização a partir do ano seguinte. O modelo de reembolso previa juros anuais de

6%, acrescidos de correção monetária, enquanto a cobertura securitária se limitava a casos de falecimento ou invalidez permanente do devedor.

As hipóteses de exclusão do programa incluíam: ultrapassar o tempo médio de conclusão do curso, reprovar em mais de duas disciplinas por período em razão de faltas ou notas insuficientes, salvo em situações excepcionais aprovadas pela comissão de acompanhamento da instituição de ensino superior; não renovar o contrato no período estipulado e deixar de solicitar sua reativação no ciclo subsequente. Entre 1995 e 1997, o Creduc beneficiou 73.173 estudantes, consolidando-se como um importante instrumento de democratização do acesso ao ensino superior.

Essas disposições evidenciam o esforço do Estado brasileiro em equilibrar responsabilidade fiscal e compromisso social, buscando, por meio do crédito educativo, promover a inclusão acadêmica e a formação de capital humano qualificado em um cenário de crescentes demandas educacionais.

### **2.1.2 Fundo de financiamento estudantil**

O Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) foi instituído em 1999, durante o governo do então presidente Fernando Henrique Cardoso, por meio da Medida Provisória nº 1.827/1999, com o propósito de substituir o Creduc. Sua criação representou um avanço expressivo no acesso ao ensino superior, resultando em um aumento significativo no número de estudantes que concluíam o ensino médio e ingressavam em instituições de ensino superior.

O novo modelo de financiamento oferecia taxas de juros mais baixas do que aquelas praticadas pelos bancos privados, que até então eram a alternativa de crédito estudantil, permitindo, assim, que alunos de baixa renda tivessem condições de custear seus estudos. Embora não tenha sido o primeiro mecanismo de apoio financeiro ao estudante, o FIES revolucionou o sistema de financiamento do ensino superior privado, sobretudo no que diz respeito à ampliação do número de vagas disponibilizadas anualmente.

A partir de 2001, por meio da Lei nº 10.260/2001, o programa foi relançado sob um formato, mais abrangente e ambicioso, com novas condições de concessão e regras de reembolso, voltadas a alcançar um público mais amplo. Posteriormente, por meio da Portaria Normativa MEC nº 2/2008, ampliou o perfil de beneficiários e a flexibilização dessas condições acabou contribuindo para um aumento expressivo da inadimplência, no segundo mandato do

presidente Luiz Inácio Lula da Silva e especialmente durante o primeiro mandato presidencial de Dilma Rousseff, quando o índice de não pagamento atingiu níveis críticos.

Com a aprovação do Plano Nacional de Educação (PNE) mais recente, o FIES consolidou-se como instrumento estratégico de política pública voltado à expansão do acesso ao ensino superior, tendo suas diretrizes integradas às metas do Plano. Desde sua criação, o programa tem passado por constantes atualizações legislativas, o que garantiu sua continuidade e aperfeiçoamento ao longo das décadas.

A taxa de juros do FIES manteve-se, por longos períodos, em 6,5% ao ano, sendo reduzida para 3,5% em cursos considerados prioritários. Em seguida, foi temporariamente ajustada para 3,4%, retornando, posteriormente, ao patamar de 6,5%. No ano de 2010, o prazo para quitação da dívida foi ampliado, passando de duas para três vezes a duração do curso financiado, medida que buscou aliviar o peso financeiro sobre os beneficiários.

Inicialmente, o Ministério da Educação (MEC) era responsável pela administração direta dos recursos do programa. Contudo, essa atribuição foi posteriormente transferida ao Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE), que passou a atuar com o apoio do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal como instituições intermediárias, especialmente durante o período de transição e ajustes nas normas do FIES que:

Resultados pouco expressivos na maior parte da sua existência, tendo celebrado cerca de 530 mil contratos em seus primeiros dez anos. O FIES era de difícil acesso para as pessoas em piores condições de vida, porque exigia fiador em todos os contratos e não possibilitava 100% de financiamento. Além disso, havia falta de transparência, eficiência e rigor no cumprimento das regras. Pesava o alto nível de inadimplência e a instabilidade financeira que isto gerava para as instituições financiadoras solidárias no risco do crédito. (Rosseto; Gonçalves, 2015, p. 806, apud Gilioli, 2015, p. 197)

A Lei nº 10.260/2001, em sua redação original, autorizava o financiamento de até 70% do valor total do curso (Brasil, 2001). Em 2005, esse percentual foi reduzido para 50%, mas posteriormente ampliado com a promulgação da Lei nº 11.552/2007, que passou a permitir o financiamento integral (100%) do curso (Brasil, 2007). Essa mesma norma estendeu os benefícios do FIES aos estudantes de pós-graduação *stricto sensu* — abrangendo mestrado e doutorado — conforme reforçado pela Lei do Plano Nacional de Educação (PNE) 2014–2024, que consolidou o programa como instrumento essencial de inclusão educacional (Brasil, 2014).

Em 2011, a Lei nº 12.513, responsável pela criação do Programa Nacional de Acesso ao Ensino Técnico e Emprego (Pronatec), ampliou ainda mais o público elegível ao FIES. A partir desse marco, o programa passou a contemplar também estudantes de cursos de educação profissional e tecnológica, tanto na modalidade individual (FIES Técnico) quanto na modalidade voltada para empresas (FIES Empresa), reforçando a integração entre qualificação técnica e o mercado de trabalho.

No início, o FIES não previa período de carência para o início do pagamento das parcelas. Esse aspecto foi modificado pela Lei nº 11.552/2007, que instituiu uma carência de seis meses, posteriormente ampliada para dezoito meses pela Lei nº 11.941/2009. O aumento desse prazo mostrou-se decisivo para a redução da inadimplência, pois ofereceu aos beneficiários maior tempo para inserção profissional e estabilização financeira antes do início do reembolso do financiamento.

Essa ampliação do prazo, além de favorecer diretamente os estudantes, contribuiu para o fortalecimento estrutural do programa, promovendo maior sustentabilidade financeira ao FIES. Entre 2008 e 2010, observou-se uma queda expressiva na inadimplência, impulsionada pelas renegociações concedidas a ex-beneficiários, que incluíam a extensão dos prazos de pagamento ou a incorporação das parcelas em atraso ao saldo devedor, resultando em prestações mais elevadas, porém com menor risco de inadimplemento.

Nos anos que antecederam a implementação do Novo FIES, em 2010, registrou-se uma redução significativa no número de novos contratos. Entre os possíveis fatores explicativos para essa queda destacam-se as alterações nas regras de elegibilidade, as restrições orçamentárias e a necessidade de reestruturação administrativa do programa, que passava por ajustes para garantir sua continuidade e sustentabilidade a longo prazo.

### **2.1.3 Programa Universidade Para Todos**

O Programa Universidade para Todos (Prouni), responsável pela concessão de bolsas de estudo parciais e integrais em instituições de ensino superior privadas, foi instituído pela Lei nº 11.096/2005, após a conversão da Medida Provisória nº 213, de 10 de setembro de 2004 (Gilioli, 2017). O programa foi desenvolvido para possibilitar que mais estudantes ingressassem no ensino superior, especialmente aqueles oriundos da rede pública ou beneficiários de bolsas integrais em instituições privadas. Também foram contempladas pessoas com deficiência e

docentes da rede pública, desde que cumprissem os requisitos estabelecidos, como renda per capita familiar — até 1,5 salário mínimo para as bolsas integrais e até 3 salários mínimos para as bolsas parciais.

Até o ano de 2017, o Prouni havia concedido aproximadamente 2 milhões de bolsas de estudo, das quais cerca de 70% correspondiam a bolsas integrais. Entre as normas regulamentadoras mais relevantes, destaca-se a Portaria nº 2/2008, que estabeleceu diretrizes complementares sobre o funcionamento conjunto do Prouni e do FIES, integrando políticas de financiamento e bolsas para o ensino superior.

O programa realiza duas seleções anuais, uma a cada semestre, contudo, o número de bolsas ofertadas apresenta variação sazonal. No primeiro semestre, a quantidade de bolsas costuma ser superior, representando entre 65% e 200% a mais em relação ao segundo semestre. Nos anos de 2010 e 2013, observou-se uma redução significativa no total de bolsas concedidas — tanto integrais quanto parciais —, configurando os únicos períodos de retração desde a criação do programa até 2017 (Gilioli, 2017).

Em 2007, verificou-se uma queda no número de bolsas integrais, embora tenha havido relativa estabilidade entre 2006 e 2008. Já no intervalo entre 2010 e 2016, o Prouni não apresentou um padrão linear de crescimento no volume de bolsas concedidas. Em 2016, especificamente, a diminuição nas bolsas integrais foi compensada pelo aumento das bolsas parciais, mantendo o equilíbrio geral do programa.

Entre 2006 e 2009, o número de bolsas parciais também não seguiu uma trajetória de crescimento contínuo, prevalecendo, nesse período, a concessão predominante de bolsas integrais. Esses dados incluem, ainda, os estudantes vinculados ao FIES, uma vez que os beneficiários do Prouni podem acumular os dois programas, ampliando as possibilidades de acesso e permanência no ensino superior privado.

Tabela 1 – Concessão de bolsas Prouni

(continua)

| <b>Ano</b>  | <b>Bolsas integrais</b> | <b>Bolsas parciais</b> | <b>Total de bolsas</b> |
|-------------|-------------------------|------------------------|------------------------|
| <b>2005</b> | 71.905                  | 40.370                 | 112.275                |
| <b>2006</b> | 98.698                  | 39.970                 | 138.668                |
| <b>2007</b> | 97.631                  | 66.223                 | 163.854                |
| <b>2008</b> | 99.495                  | 125.510                | 225.005                |
| <b>2009</b> | 153.126                 | 94.517                 | 247.643                |
| <b>2010</b> | 125.090                 | 115.351                | 240.441                |
| <b>2011</b> | 129.672                 | 124.926                | 254.598                |

(conclusão)

| Ano  | Bolsas integrais | Bolsas parciais | Total de bolsas |
|------|------------------|-----------------|-----------------|
| 2012 | 150.870          | 133.752         | 284.622         |
| 2012 | 150.870          | 133.752         | 284.622         |
| 2013 | 164.379          | 87.995          | 252.374         |
| 2014 | 205.237          | 101.489         | 306.726         |
| 2015 | 204.587          | 124.530         | 329.117         |
| 2016 | 166.603          | 162.577         | 329.180         |

Fonte: BRASIL, 2017b, apud GILIOLI, 2017, p. 200.

O Prouni foi instituído com o propósito de ampliar o acesso ao ensino superior para estudantes de baixa renda, priorizando indivíduos que concluíram o ensino médio em escolas públicas. Além de atender a esse público, o programa incorporou políticas de ação afirmativa, voltadas a população negra e indígena.

Nesse sentido, a composição do corpo discente beneficiado passou a refletir uma preocupação com a diversidade étnico-racial e a igualdade de oportunidades. Conforme registrado, “segundo dados do MEC, em 2014, a população negra respondia por metade dos contratos do FIES (50,1%) e do Prouni (52,1%)” (Caseiro, 2016, p. 11), evidenciando a relevância social do programa como instrumento de democratização do ensino superior.

A Medida Provisória nº 1.075, publicada em 6 de dezembro de 2021 e posteriormente convertida na Lei Nº 14.350, de 25 de maio de 2022 (Brasil), promoveu alterações substanciais nos critérios de elegibilidade do Prouni. Antes dessa mudança, apenas alunos que haviam cursado todo o ensino médio em escolas públicas ou, no caso de escolas privadas, como bolsistas integrais, podiam participar. Com a nova redação, o programa passou a permitir a inscrição de estudantes egressos de escolas particulares, mesmo sem histórico de bolsa de estudos, ampliando consideravelmente o espectro de beneficiários.

Atualmente, o Prouni consolidou-se como uma das principais políticas públicas de inclusão educacional do país, funcionando como mecanismo de incentivo ao ingresso no ensino superior para estudantes de baixa renda. Segundo o MEC (2025), o programa completou duas décadas de existência, contabilizando mais de 3,4 milhões de beneficiários entre 2005 e 2024, número que atesta seu impacto expressivo na redução das desigualdades educacionais e seu papel estruturante na promoção da equidade de acesso à educação superior no Brasil.

#### 2.1.4 O Novo FIES

Em 2010, ocorreu uma reformulação significativa no FIES. Por meio da Lei nº 12.202/2010, a gestão e a operação dos ativos e passivos do programa passaram a ser de responsabilidade do FNDE, conferindo-lhe maior autonomia administrativa e financeira.

A referida legislação também introduziu a possibilidade de redução do saldo devedor em 1% ao mês para profissionais do magistério público e médicos vinculados ao Programa Saúde da Família (PSF). Essa medida representou um incentivo relevante às categorias contempladas, uma vez que o benefício aproximava o financiamento estudantil de um empréstimo parcialmente não reembolsável, reforçando o caráter social do programa e reconhecendo o papel estratégico desses profissionais para o desenvolvimento educacional e social do país. Acerca disso, a Lei nº 12.385/2011 definiu:

Art. 7º Fica a União autorizada a participar, no limite global de até R\$ 4.000.000.000,00 (quatro bilhões de reais), de fundos que, atendidos os requisitos fixados nesta lei, tenham por finalidade, alternativa ou cumulativamente:

(...)

III – garantir diretamente o risco em operações de crédito educativo, no âmbito de programas ou instituições oficiais, na forma prevista nos estatutos dos respectivos fundos.

Essa alteração representou um marco relevante, uma vez que, anteriormente, os estudantes beneficiados pelo FIES eram obrigados a apresentar um fiador para obter o financiamento. Com a criação do Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo (FGEDUC), administrado pelo Banco do Brasil, essa exigência foi flexibilizada. O fundo passou a atuar como uma espécie de garantia institucional para determinados grupos de beneficiários, entre eles: estudantes matriculados em cursos de licenciatura, beneficiários do Prouni que optaram por complementar seus estudos com o FIES na mesma turma e pessoas com renda familiar per capita de até 1,5 salário mínimo.

Por meio desse mecanismo, ocorreu uma expansão expressiva do número de financiamentos concedidos, uma vez que o risco das operações foi transferido do agente operador para o fundo. Como consequência indireta, o FGEDUC, criado inicialmente com o objetivo de fortalecer a política de ampliação do FIES, acabou também contribuindo para a redução dos índices de inadimplência do programa. A Caixa Econômica Federal (CEF), em seu Plano de Providências constante do Relatório de Auditoria Interna nº 209.229, reconheceu formalmente a relevância do FGEDUC nesse processo de aprimoramento da gestão do FIES:

a publicação da Lei nº 11.552/2007 [ampliação do prazo de carência para seis meses] possibilitou que a inadimplência do FIES, no futuro, seja menos impactante, uma vez que estabeleceu taxas de juros menores (redução de 9% a.a. para 3,5% a.a. ou 6,5% a.a., de acordo com o curso), o aumento do prazo de amortização e novas modalidades de fiança (a solidária e a fiança da própria instituição de ensino). (BRASIL, 2009, p. 91, apud Gilioli, p. 203)

Entretanto, o FIES passou por um número expressivo e diversificado de alterações normativas, que resultaram em mudanças estruturais significativas no programa. Entre elas, destaca-se a Portaria Normativa nº 1/2010, responsável por instituir uma ampla reestruturação administrativa e operacional, caracterizando o início do chamado Novo FIES (Brasil, 2010a). Essa reformulação gerou, do ponto de vista operacional, a primeira crise do programa, uma vez que, durante sua implementação, os beneficiários ficaram temporariamente impedidos de firmar novos contratos ou de realizar aditamentos nos contratos vigentes. Tal limitação somente foi superada com a consolidação normativa ocorrida ainda no mesmo ano (Brasil, 2010a).

A Portaria Normativa MEC nº 1/2010, além de regulamentar o FGEDUC, definiu as regras de funcionamento do fundo enquanto mecanismo garantidor, reforçando a estrutura do Novo FIES (Brasil, 2010b). Entre as principais disposições, estabeleceu-se a cobertura parcial do risco das instituições mantenedoras com relação aos financiamentos de estudantes enquadrados em determinados critérios: matrícula em cursos de licenciatura, renda familiar bruta mensal per capita de até 1,5 salário mínimo, ou beneficiários de bolsa parcial do Prouni que buscassem complementar o valor da mensalidade com o FIES para o mesmo curso, conforme previsto no artigo 3º, §1º, incisos I a III da referida Portaria (Brasil, 2010b).

Posteriormente, o §1º-A, inserido no artigo 3º da Portaria Normativa MEC nº 3/2014, ampliou o alcance do benefício, autorizando todos os estudantes que firmaram contratos a partir de 1º de fevereiro de 2014 a usufruírem das garantias previstas pelo FGEDUC. Essa medida reforçou a sustentabilidade do programa e ampliou o número de beneficiários cobertos pelo fundo garantidor.

Em relação à inadimplência, o FNDE apontou, em setembro de 2014, índices entre 3% e 4%, enquanto um relatório do Morgan Stanley, publicado no mesmo período, estimou que a inadimplência superior a um ano alcançava 10%. As divergências entre os números decorreram, possivelmente, de diferenças metodológicas e da abrangência distinta das métricas utilizadas.

A CEF, por sua vez, informou que, entre 2009 e 2011, aproximadamente 12% dos contratos apresentavam inadimplência superior a 360 dias, enquanto a média geral de inadimplência por mais de 60 dias era de cerca de 18%. Entretanto, entre 2012 e 2014, observou-se redução em todos os indicadores de inadimplência, resultado atribuído às modificações promovidas com a implementação do Novo FIES, que aprimoraram os mecanismos de controle e renegociação.

Segundo o PLOA de 2017, o governo estimava arrecadar R\$ 1 bilhão em receitas provenientes da amortização dos financiamentos do FIES em 2016. Contudo, esse montante representava valor modesto diante da previsão de despesas para o programa em 2017, que alcançava R\$ 21 bilhões, evidenciando o desequilíbrio financeiro estrutural entre os custos do programa e suas receitas efetivas.

### **2.1.5 O FIES e o Plano Nacional de Educação**

Antes da aprovação do Plano Nacional de Educação (PNE) 2014–2024, o Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) integrava as ações governamentais vinculadas ao Plano de Desenvolvimento da Educação (PDE). Conforme registrado, “No PDE estipulou-se, para o FIES, a meta de 60 mil financiamentos para o ano de 2007 e de 100 mil financiamentos anuais de 2008 a 2011” (BRASIL, 2012, p. 10, apud Gilioli, 2017, p. 206). Esse direcionamento evidenciava o papel estratégico do FIES na ampliação do acesso ao ensino superior durante o período de execução do PDE.

Além disso, o FIES caminhava em consonância com as metas do PNE 2001–2010, que previa o aumento progressivo da taxa de matrícula no ensino superior, buscando alcançar 33% dos jovens entre 18 e 24 anos matriculados, em comparação aos 30% anteriormente estipulados. No entanto, tal objetivo não foi integralmente mantido no novo PNE 2014–2024, que preservou apenas um ajuste parcial, reafirmando a meta de 33% de matrículas líquidas nessa faixa etária e 50% de matrículas brutas na educação superior.

As projeções para o cumprimento das metas estabelecidas no PNE 2014–2024 revelaram-se, entretanto, limitadas. De acordo com dados do Observatório do PNE (2015), as matrículas líquidas no ensino superior correspondiam a apenas 18%, enquanto as matrículas brutas atingiam 35%, números significativamente inferiores às metas de 33% e 50%, respectivamente.

Nesse contexto, o FIES consolidou-se como uma das políticas públicas mais relevantes para a expansão do ensino superior brasileiro, reconhecida expressamente no PNE aprovado pela Lei nº 13.005, de 25 de junho de 2014. O programa é mencionado em cinco estratégias específicas — 12.5, 12.6, 12.20, 14.3 e 15.2 —, enquanto o Prouni é citado apenas uma vez, na estratégia 12.20, demonstrando a centralidade do FIES nas políticas de financiamento e democratização do acesso à educação superior no país:

A Meta 12 estabelece como diretriz a elevação da taxa bruta de matrícula na educação superior para 50% e da taxa líquida para 33% da população entre 18 e 24 anos, com garantia de qualidade da oferta e previsão de que ao menos 40% das novas matrículas estejam concentradas no segmento público. Tal orientação evidencia a articulação entre expansão quantitativa e compromisso com padrões mínimos de excelência acadêmica.

No conjunto das estratégias vinculadas a essa meta, observa-se a presença recorrente de dispositivos relacionados ao FIES, ressaltando sua função estruturante na política educacional. A estratégia 12.5 determina o aprimoramento das políticas de inclusão e assistência estudantil voltadas a estudantes de instituições públicas, bolsistas de instituições privadas e beneficiários do FIES.

A diretriz enfatiza a redução das desigualdades étnico-raciais e o fortalecimento do acesso e da permanência de grupos historicamente sub-representados — egressos da escola pública, afrodescendentes, indígenas, pessoas com deficiência, transtornos globais do desenvolvimento, altas habilidades ou superdotação — com vistas a assegurar condições favoráveis ao desempenho acadêmico.

A estratégia 12.6 prevê a expansão do financiamento estudantil mediante o FIES, reforçando seu papel como mecanismo de ampliação do ingresso no ensino superior. Já a estratégia 12.20 dispõe sobre a ampliação dos benefícios destinados à concessão de financiamento tanto no âmbito do FIES quanto do Prouni, abrangendo estudantes regularmente matriculados em cursos presenciais ou a distância com avaliação positiva nos processos regulatórios conduzidos pelo MEC. A previsão conjunta dos dois programas nessa estratégia, embora pontual, reafirma o destaque conferido ao FIES no conjunto das políticas de acesso à educação superior.

A Meta 14, por sua vez, orienta a elevação progressiva das matrículas na pós-graduação *stricto sensu*, com a projeção de alcançar a titulação anual de 60.000 mestres e 25.000 doutores. Nesse contexto, a estratégia 14.3 estabelece a ampliação do financiamento estudantil

por meio do FIES para esse nível de formação, demonstrando a incorporação do programa também às políticas de suporte à pós-graduação.

Por fim, a Meta 15 dispõe sobre a instituição, em regime de colaboração federativa, de uma política nacional de formação dos profissionais da educação, assegurando que todos os docentes da educação básica possuam formação superior específica na área em que atuam. Inserida nesse conjunto, a estratégia 15.2 prevê a consolidação do financiamento estudantil destinado a estudantes de cursos de licenciatura com avaliação positiva pelo Sinaes, incluindo mecanismos de amortização do saldo devedor vinculados ao exercício da docência na rede pública de educação básica.

De forma sintética, a Meta 12 do PNE reafirmou a relevância de ampliar a participação de estudantes no ensino superior brasileiro, não apenas em termos proporcionais ao grupo etário de 18 a 24 anos, mas também em valores absolutos. Contudo, mesmo diante de avanços, o Brasil ainda apresenta índices inferiores aos de outros países latino-americanos, especialmente no que se refere à formação de mão de obra qualificada e à geração de valor agregado nos processos produtivos. Além disso, o aumento do acesso à educação superior possui um impacto social significativo, por contribuir para a ascensão social e simbólica de grupos historicamente excluídos dos níveis mais elevados de escolarização.

Todavia, observa-se que o PNE 2014–2024 não incorporou de forma suficiente a dimensão da permanência estudantil como um aspecto essencial do acesso à educação superior. Embora programas como o Prouni e o FIES tenham sido mantidos como políticas de Estado voltadas às instituições privadas de ensino superior, a ênfase recaiu principalmente sobre o ingresso, sem detalhamento suficiente quanto à conclusão dos cursos. Na ocasião da aprovação da Lei do Prouni, essa preocupação ainda não estava plenamente regulamentada, mas foi posteriormente reforçada com a criação de programas complementares, como o Bolsa Permanência, o Programa de Educação Tutorial (PET) e o Programa de Apoio Acadêmico, os quais buscaram oferecer suporte para a continuidade e conclusão dos estudos.

No conjunto de estratégias do PNE, a estratégia 12.5 destaca-se por abordar explicitamente a necessidade de garantir a permanência dos estudantes no ensino superior, enquanto a estratégia 12.6 propõe a expansão do FIES como meio de ampliação do acesso. A estratégia 12.20 complementa esse propósito ao recomendar a ampliação do Prouni e do FIES para cursos superiores a distância, ao mesmo tempo em que reforça a importância da observância de padrões de qualidade no ensino oferecido pelas instituições. Assim, o PNE

deixou claro o comprometimento do Estado em expandir e fortalecer os programas de financiamento e bolsas de estudo no período de 2014 a 2024.

Com a implementação do Programa de Apoio a Planos de Reestruturação e Expansão das Universidades Federais (Reuni), em 2007, as políticas públicas voltadas ao ensino superior passaram a priorizar a redistribuição de recursos públicos para ampliar o número de universidades federais e criar novos campi em regiões periféricas. Esse processo incluiu também a expansão da Universidade Aberta do Brasil (UAB) — sistema EAD formado por uma rede de universidades públicas brasileiras — e o aproveitamento das vagas ociosas em instituições privadas, como forma de otimizar a utilização da capacidade instalada do sistema de ensino superior nacional.

No que se refere ao setor privado, os principais instrumentos de acesso foram o Prouni e o FIES, sendo este último responsável por mobilizar volumes expressivos de recursos a partir de 2010. Entre 2010 e 2014, o número de beneficiários cresceu consideravelmente, refletindo o impacto direto da política de financiamento. Contudo, no biênio 2015–2016, verificou-se uma redução acentuada na concessão de novos contratos, o que sinalizou uma reavaliação das diretrizes de financiamento educacional.

A MP nº 785, de 6 de julho de 2017, convertida posteriormente na Lei nº 13.530, de 7 de dezembro de 2017, promoveu uma reforma estrutural no FIES, introduzindo novas modalidades de financiamento e ajustes nos mecanismos de pagamento, como a possibilidade de desconto em folha. As mudanças também redesenharam a sistemática de repasse de recursos, incorporando a participação direta das instituições de ensino na gestão dos contratos.

Em 2022, foi editada uma nova Medida Provisória que autorizou a renegociação das dívidas de estudantes que contrataram o FIES até o segundo semestre de 2017, abrangendo débitos vencidos e não pagos até a data de sua publicação. A medida teve como finalidade reduzir a inadimplência e mitigar os impactos econômicos decorrentes da pandemia de Covid-19, contribuindo para a manutenção do equilíbrio financeiro e operacional do programa.

### **2.1.6 A qualidade do ensino das IES**

Com frequência, os pronunciamentos de diferentes gestões do Poder Executivo e de representantes do Legislativo convergem na defesa do FIES como uma ferramenta essencial para a expansão do ensino superior. Sob a perspectiva das metas de desempenho, o programa é

apresentado como um dos principais instrumentos responsáveis por impulsionar o acesso à educação superior, contribuindo para a gradual transição do país em direção a um “sistema de massa”, no qual mais de 30% da população na faixa etária ideal passa a ser contemplada, conforme Relatório de Gestão do FNDE (2025).

O cumprimento das metas previstas no PNE 2014–2024 também embasam a defesa do FIES como instrumento de democratização. Nesse sentido, a manutenção do programa revela-se essencial para a viabilidade financeira da política de expansão do acesso ao ensino superior, visto que a ausência de um mecanismo de financiamento tornaria inviável a execução dessas políticas em um cenário de incertezas econômicas prolongadas.

Entre os argumentos que sustentam essa política, destaca-se a compreensão de que o FIES favorece o aproveitamento da capacidade ociosa do setor privado, reduzindo a necessidade de criação de novas vagas nas instituições públicas (Gilioli, 2017, p. 211). Essa lógica parte da premissa de que não é necessário investir em novas estruturas, mas direcionar recursos públicos para instituições privadas já consolidadas, utilizando sua infraestrutura existente.

Apesar da coerência desses argumentos, o debate sobre o FIES não pode se limitar à dimensão quantitativa. O crescimento das matrículas não necessariamente se traduz em melhoria da qualidade do ensino, já que diversas instituições privadas não oferecem uma formação acadêmica consistente, tampouco desenvolvem atividades de pesquisa e extensão. Essa limitação compromete não apenas a qualidade do ensino superior, mas também o desenvolvimento científico e tecnológico do país. Pois “a manutenção das atividades típicas das universidades – ensino, pesquisa e extensão – que constituem o suporte necessário para o desenvolvimento científico, tecnológico e cultural do país, não será possível sem o fortalecimento do setor público” Plano Nacional de Educação: olhares sobre o andamento das metas 221 (BRASIL, 2001, apud Gilioli, 2017, p. 220 )

Com o intuito de evitar que o financiamento resultasse em perda de qualidade, a Lei nº 11.552/2007 estabeleceu condicionalidades baseadas em avaliações do MEC. As instituições participantes deveriam operar sob supervisão contínua e periódica, de forma a garantir padrões mínimos de qualidade. Posteriormente, o Decreto de 19 de setembro de 2017 instituiu o Comitê Gestor do FIES (CG-FIES), em cooperação com o MEC, responsável por implementar procedimentos de monitoramento, auditoria e análise de desempenho das instituições participantes.

Contudo, o rigor dos critérios de qualidade aplicados às instituições de ensino superior e aos cursos financiados mostrou-se limitado. Exemplo disso é que a exigência mínima de 450 pontos no Enem e a não anulação da redação somente passaram a valer para o FIES no final do primeiro semestre de 2015, embora já estivessem em vigor no Prouni desde 2013. Na mesma data, foi introduzido o critério de priorização para cursos em instituições com conceitos 4 e 5 no Sinaes, com foco nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, além de áreas estratégicas, como licenciaturas, engenharias e cursos da área da saúde.

A decisão de priorizar as instituições de melhor desempenho, entretanto, foi tardia, considerando a expansão acelerada do FIES entre 2010 e 2014. Apesar de priorizadas, essas instituições não foram as únicas beneficiadas, mas apenas passaram a ocupar uma posição preferencial na distribuição de recursos. O governo federal, de fato, só demonstrou preocupação efetiva com a qualidade do ensino quando o programa enfrentou restrições orçamentárias, e não desde sua concepção, o que acabou resultando em uma crise financeira decorrente da expansão desmedida do programa.

As exigências de qualidade para instituições e cursos, bem como os novos critérios de seleção dos beneficiários, surgiram como resposta à limitação orçamentária gerada pelo rápido crescimento do programa. A partir do primeiro semestre de 2012, as Portarias Normativas que alteraram a Portaria nº 10/2010 introduziram novas regras, entre elas a exclusão de estudantes pertencentes a famílias com renda bruta superior a vinte salários mínimos. Para as demais faixas de renda, foram fixadas condições específicas de financiamento: o percentual mínimo de cobertura era de 50%, podendo chegar a 100% apenas para estudantes com renda bruta familiar de até dez salários mínimos, em situações excepcionais.

Para famílias com renda entre dez e quinze salários mínimos, o financiamento poderia alcançar 50% ou 75%, conforme a proporção da renda comprometida com o pagamento das mensalidades. Já estudantes de licenciatura e bolsistas parciais do Prouni poderiam financiar 100% do valor restante das mensalidades, correspondente à parte não coberta pela bolsa.

A Portaria nº 10/2015 reformulou novamente os critérios, instituindo faixas de renda per capita familiar de 0,5 em 0,5 salário mínimo, abrangendo de 0 a 2,5 salários mínimos, e acrescentando uma sexta faixa (de 2,5 a 3 salários mínimos) em 2016. Essa estrutura de escalonamento consolidou um modelo de inclusão progressiva, aplicado inclusive a cursos de alta mensalidade, como Medicina (43.402 beneficiários) e Engenharia (387.666 beneficiários), conforme registrado no Relatório de Gestão do FIES de 2015 (BRASIL, 2016, p. 17).

### 2.1.7 As crises do FIES em 2015 e 2016

O governo federal empenhou-se em cumprir as metas de expansão do ensino superior definidas no PNE até o final de 2014, tanto no ciclo da primeira década do século XXI quanto na fase iniciada em meados de 2014. Esse esforço resultou na abertura de créditos extraordinários destinados à concessão de novos financiamentos pelo FIES e ao fortalecimento financeiro do FGEDUC, de modo a assegurar a continuidade do programa e seu equilíbrio operacional. O orçamento federal manteve de forma constante a capitalização do FIES em níveis considerados adequados, sobretudo por meio da alocação de créditos extraordinários entre 2012 e 2015.

Entretanto, em dezembro de 2014, diante da iminência de esgotamento da capacidade de expansão do FIES, o governo federal adotou medidas de contenção orçamentária, instituindo normas regulamentares que limitaram os repasses do FNDE às instituições de ensino superior mantenedoras. Por meio do artigo 2º da Portaria Normativa nº 23, de 29 de dezembro de 2014, o governo alterou o artigo 33 da Portaria Normativa MEC nº 15, de 8 de julho de 2011, acrescentando novo dispositivo que passou a disciplinar os critérios para o repasse de recursos, buscando adequar a execução orçamentária do programa à conjuntura fiscal do período:

§ 2º As entidades mantenedoras com número igual ou superior a 20.000 (vinte mil) matrículas financiadas pelo FIES terão a emissão e disponibilização de que trata o caput efetuadas em até 8 (oito) parcelas anuais.

§ 3º As parcelas de que trata o parágrafo anterior terão intervalo mínimo de 45 (quarenta e cinco) dias entre cada parcela e abrangerá um único mês de competência de encargos educacionais a cada emissão.

A Portaria Normativa nº 23/2014 estabeleceu que o escalonamento dos repasses federais às IES teria validade apenas para o exercício de 2015, o que, na prática, representou um contingenciamento dos recursos destinados ao programa. Em vez de serem mensais, os repasses do FNDE às mantenedoras de grande porte foram reduzidos para oito parcelas ao longo de 2015, ficando as quatro parcelas restantes para pagamento somente a partir de 2016.

Essa medida provocou uma crise significativa no FIES logo no início de sua implementação. Diversas instituições de ensino superior manifestaram oposição à mudança, chegando a recusar matrículas de estudantes beneficiários do programa. Algumas, inclusive,

exigiram que os alunos arcassem com a diferença dos valores que deixaram de ser repassados pelo governo federal, contrariando as regras estabelecidas pela Lei do FIES e suas normas complementares. Apesar de tais práticas serem expressamente proibidas, a incerteza gerada pelo novo modelo de repasses levou muitas IES a adotarem medidas emergenciais, afetando tanto as instituições quanto os próprios estudantes.

Como consequência, o edital de abertura do FIES em 2015 foi lançado com atraso, repetindo o cenário ocorrido em 2010, quando a implantação do Novo FIES também provocou desajustes operacionais. O MEC precisou prorrogar diversas vezes os prazos para celebração e aditamento dos contratos, a fim de viabilizar sua execução. Nesse período de restrição orçamentária e redução dos repasses, observou-se uma queda acentuada na oferta de novos contratos, quando comparada aos anos anteriores (2012–2014).

Embora a imprensa tenha destacado uma redução de aproximadamente 66% no número de novos contratos entre 2014 e 2015, é importante considerar que o período entre 2012 e 2014 havia sido marcado por um crescimento atípico e acelerado. Do ponto de vista administrativo e financeiro, seria mais coerente que o aumento das concessões tivesse ocorrido de forma gradual e compatível com a capacidade orçamentária do programa, evitando o desequilíbrio fiscal que culminou na crise.

A expansão acelerada do FIES também foi impulsionada por interesses políticos, uma vez que o programa possuía forte apelo social e o governo buscava consolidar resultados positivos em ano eleitoral (2014). No entanto, essa estratégia resultou, em 2015, em uma drástica redução de recursos e severa retração do programa, inaugurando um período de crise.

No primeiro semestre de 2015, muitas IES reajustaram suas mensalidades acima dos limites permitidos pelo Sistema Informatizado do FIES (SisFIES). Apesar de o MEC autorizar aumentos acima da inflação em casos devidamente justificados por planilhas de custos, diversas instituições não apresentaram a documentação exigida, o que ocasionou bloqueios no sistema e negativa de matrícula a inúmeros estudantes. O impasse contribuiu para novos atrasos e sucessivas prorrogações de prazos referentes à contratação e renovação dos financiamentos.

A crise instaurada em 2015 marcou uma mudança de perspectiva na condução do programa, evidenciando que o modelo de expansão acelerada adotado desde 2010 havia tornado o sistema financeiramente insustentável. Assim como em 2010, as inscrições foram adiadas e o clima de instabilidade afetou tanto as instituições quanto os beneficiários.

Em 2016, a MP nº 741, posteriormente convertida em lei, promoveu alterações significativas na estrutura financeira do FIES, transferindo a responsabilidade pelo pagamento

da taxa de administração do Banco do Brasil e da CEF — até então arcada pelo governo federal — para as instituições de ensino superior participantes. O texto aprovado pelo Congresso Nacional determinou que as mantenedoras passariam a pagar uma taxa correspondente a 2% do valor dos encargos educacionais liberados, o que representou uma desoneração para o Estado, mas um ônus adicional para as instituições.

Caso essa despesa fosse repassada aos encargos educacionais, haveria impacto direto sobre os estudantes, beneficiários ou não do FIES, uma vez que o aumento poderia ser disfarçado em ajustes contratuais ou em elevações de mensalidades, contrariando o propósito legal da norma.

Outras modificações relevantes foram introduzidas no período, incluindo a possibilidade de concessão do FIES a estudantes que já possuíam diploma de ensino superior, ainda que a prioridade permanecesse voltada aos candidatos que buscavam a primeira graduação. Como observa Caseiro (2016, p. 10), “a prioridade para o financiamento com recursos do FIES será dada aos estudantes que não concluíram o ensino superior”, reafirmando o caráter social e seletivo do programa, ainda que em um contexto de reestruturação e contenção orçamentária:

Tendo em vista que a demanda pelo programa é maior que a oferta, o MEC estabeleceu, em 2009, critérios adicionais para seleção dos beneficiários, privilegiando estudantes com menor renda familiar, negros, indígenas, egressos de escolas públicas e aqueles que nunca cursaram anteriormente uma graduação. (CASEIRO, 2016, p. 10)

Uma alteração relevante no FIES foi a flexibilização da prioridade concedida aos estudantes sem curso superior completo, o que ampliou o público potencial do programa. Além disso, outra modificação de destaque foi a inclusão do abatimento de 1% ao mês no saldo devedor para médicos militares que atuam em regiões consideradas prioritárias para o SUS, bem como para os médicos participantes do Programa Saúde da Família (PSF), conforme disposto no artigo 6º-B da Lei do FIES.

No segundo semestre de 2016, o programa aparentava ter alcançado estabilidade administrativa e operacional, demonstrando sinais de regularidade após períodos de reestruturação. No entanto, uma nova crise emergiu, semelhante àquela observada no primeiro semestre de 2015, embora sem a publicação prévia de normas regulamentares — como as

portarias de dezembro de 2014. O governo federal declarou falta de recursos para repassar às instituições mantenedoras, o que provocou forte repercussão entre as IES.

Diante da situação, muitas instituições passaram a dificultar a matrícula de estudantes beneficiários do FIES ou a exigir o pagamento direto das parcelas correspondentes aos repasses em atraso do FNDE. Algumas mantenedoras chegaram a ameaçar a retirada do programa, ainda que tal postura tenha sido, possivelmente, uma estratégia de pressão política e institucional.

Durante cerca de três meses, os beneficiários do FIES enfrentaram graves constrangimentos e insegurança quanto à continuidade de seus estudos, quadro que só foi revertido após a aprovação, pelo Parlamento, de um projeto de lei que autorizou a liberação de créditos suplementares para o programa (Gilioli). A demora na resolução do impasse afetou aproximadamente 1,8 milhão de aditamentos contratuais, comprometendo o andamento regular das atividades acadêmicas e administrativas vinculadas ao sistema de financiamento estudantil.

#### **2.1.8 A Tendência de concentração de vagas**

Conforme o Relatório de Gestão do FIES de 2015 (Brasil, 2016), até o ano de 2017, cerca de 60% das vagas com financiamento estudantil se encontravam-se concentradas nas regiões Sul e Sudeste, além do Distrito Federal. Essa distribuição desigual pode ser explicada pela maior robustez econômica dessas regiões, pela ampla oferta de serviços educacionais e pela capacidade de renda mais elevada da população local, fatores que favorecem o acesso e a manutenção em instituições privadas de ensino superior.

Ainda segundo o Relatório de Gestão do FIES de 2015, embora tenham sido implementados mecanismos voltados à desconcentração regional dos financiamentos, com o objetivo de direcionar mais recursos às regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, tais medidas ainda não produziram efeitos significativos. O programa, portanto, não conseguiu reverter de forma substancial a concentração geográfica dos benefícios, mantendo o predomínio das regiões de maior desenvolvimento econômico no acesso ao crédito estudantil.

#### **2.1.9 Síntese cronológica das medidas governamentais**

Quadro 1– Síntese cronológica das medidas governamentais

(continua)

| Ano       | Evento                                                  | Relevância                                                                                                                                                           |
|-----------|---------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1943      | Decreto-Lei nº 6.141 – Lei Orgânica do Ensino Comercial | Estrutura o ensino comercial, organiza currículos e prepara mão de obra qualificada para atender ao crescimento econômico da época.                                  |
| 1961      | Lei nº 4.024 – Primeira LDB                             | Consolida o sistema educacional, amplia o acesso, estabelece normas para instituições privadas e estrutura a educação conforme demandas do desenvolvimento nacional. |
| 1971      | Lei nº 5.692 – Reforma da educação básica               | Enfatiza formação profissional durante o “milagre econômico”, mas mantém desigualdades regionais.                                                                    |
| 1975      | Criação do Ceduc                                        | Primeiro grande programa federal de financiamento estudantil, ampliando o acesso ao ensino superior.                                                                 |
| 1983      | MEC passa a fornecer recursos ao Ceduc                  | Centraliza o financiamento no ente público e fortalece o programa.                                                                                                   |
| 1988      | Constituição Federal                                    | Reconhece a educação como direito social e dever do Estado, buscando reduzir desigualdades.                                                                          |
| 1992      | Lei nº 8.436 – Estabiliza o Ceduc                       | Estabelece regras mais claras de operação e reembolso.                                                                                                               |
| 1996      | Nova LDB – Lei nº 9.394                                 | Atualiza o sistema educacional pós-1988, reforça supervisão das instituições privadas e estabelece padrões de qualidade.                                             |
| 1999      | Criação do FIES (MP convertida em lei)                  | Substitui o Ceduc; amplia significativamente o acesso ao ensino superior via financiamento estudantil.                                                               |
| 2001      | Lei nº 10.260 – Regulamenta o FIES                      | Define porcentagens financiáveis e estabelece suas bases legais.                                                                                                     |
| 2005      | Criação do Prouni (Lei nº 11.096)                       | Amplia o acesso por meio de bolsas integrais e parciais em IES privadas; inclui cotas raciais.                                                                       |
| 2007      | Lei nº 11.552 – Expansão do FIES                        | Permite financiamento de até 100% e cria carência inicial de 6 meses.                                                                                                |
| 2007      | Criação do REUNI                                        | Foca na expansão das universidades federais e no uso de vagas ociosas.                                                                                               |
| 2009      | Ampliação da carência do FIES para 18 meses             | Medida reduz inadimplência e facilita permanência estudantil.                                                                                                        |
| 2010      | Reformulação do FIES – Lei nº 12.202 (Novo FIES)        | FNDE assume gestão; juros caem; cria-se FGEDUC; amplia acesso e reduz inadimplência.                                                                                 |
| 2010–2014 | Expansão acelerada do FIES                              | Crescimento expressivo dos contratos e forte impacto no setor privado.                                                                                               |
| 2013      | Críticos de qualidade no Prouni (ENEM) passam a valer   | Estabelece notas mínimas para elegibilidade.                                                                                                                         |
| 2014      | PNE 2014–2024 (Lei nº 13.005)                           | FIES passa a integrar metas estratégicas do PNE; reforça sua centralidade na expansão do acesso.                                                                     |
| 2014      | Crise orçamentária e Portaria nº 23/2014                | Contingencia repasses do FIES; IES passam a receber repasses reduzidos, gerando crise operacional.                                                                   |
| 2015      | Novos critérios restritivos para acesso ao FIES         | Implementação tardia de filtros de qualidade e renda.                                                                                                                |
| 2015–2016 | Crises do FIES                                          | Contenção orçamentária e queda abrupta de novos contratos.                                                                                                           |

| (conclusão) |                                                           |                                                                                  |
|-------------|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| Ano         | Evento                                                    | Relevância                                                                       |
| 2017        | Reforma do FIES – MP 785 convertida na Lei nº 13.530      | Cria novas modalidades de financiamento e desconto em folha; redesenha repasses. |
| 2021        | Alteração no Prouni pela MP nº 1.075                      | Permite ingresso de estudantes de escolas privadas sem bolsa.                    |
| 2022        | MP autoriza renegociação ampla das dívidas do FIES        | Resposta à inadimplência e à crise pós-pandemia.                                 |
| 2025        | Prouni completa 20 anos, com 3,4 milhões de beneficiários | Marco de consolidação do programa como política de Estado.                       |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

### 3 INSTITUIÇÕES E DINÂMICA DO MERCADO FINANCEIRO

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é composto por diversas instituições que desempenham papéis específicos de regulação, fiscalização e operação. Para uma melhor compreensão desse tópico, se faz necessário entender a estrutura básica de cada uma dessas organizações.

O Conselho Monetário Nacional (Bacen, 2025) é o órgão máximo do SFN. Essa instituição é responsável por formular a política da moeda e do crédito, visando à estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do Brasil. O CMN é composto pelo Ministro da Fazenda – que atua como presidente do CMN – pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Bacen. Entre as atribuições, podemos citar: o estabelecimento de diretrizes para a política monetária, creditícia e cambial; a regulação das condições de constituição, de funcionamento e de fiscalização das instituições financeiras; e, o estabelecimento da política monetária e cambial.

O Banco Central do Brasil (Bacen, 2025) atua como executor das políticas monetária e cambial formuladas pelo CMN. Entre suas funções principais, está a supervisão das instituições financeiras, assegurando a solidez e eficiência do SFN, bem como o controle da liquidez da economia, regulando o volume de crédito e a taxa de juros e a administração das reservas internacionais e regulação do mercado de câmbio. O Bacen também é responsável por autorizar o funcionamento das instituições financeiras e por fiscalizar suas operações

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2025) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda / Economia, encarregada de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. Entre suas atribuições, podemos citar: a garantia do funcionamento eficiente e regulação dos mercados de bolsa e de balcão, a proteção dos investidores contra fraudes e manipulações; e, a promoção da expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações.

A B3 (2025) é a principal bolsa de valores do Brasil. Formada pela fusão da BM&FBovespa e da Cetip, a B3 é a principal infraestrutura de mercado financeiro do país, oferecendo serviços de negociação, compensação, liquidação, depósito e registro para uma ampla gama de ativos financeiros, incluindo títulos privados, que são instrumentos de dívida emitidos por instituições privadas, como debêntures, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA). Os custodiantes são instituições financeiras responsáveis pela guarda e administração dos ativos financeiros dos investidores, assegurando a integridade e a propriedade dos investimentos.

A BSM Supervisão de Mercados (2025) é a entidade responsável pela supervisão das operações realizadas nos mercados administrados pela B3. Suas funções englobam o monitoramento e fiscalização das operações para prevenir e detectar irregularidades e, quando necessário, a aplicação de sanções e medidas disciplinares.

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima, 2025) representa as instituições do mercado de capitais brasileiro e atua como entidade autorreguladora voluntária. Ela estabelece códigos de regulação e melhores práticas para seus associados, que incluem bancos, gestoras de recursos e corretoras.

As instituições Gestoras são responsáveis pela gestão ativa dos recursos dos fundos de investimento, tomando decisões de alocação de ativos conforme a política de investimento estabelecida. O gestor de recursos deve ser uma instituição financeira ou uma pessoa jurídica com autorização da CVM para atuar na gestão de recursos.

De acordo com o Bacen (1999), bancos de investimento são instituições financeiras privadas especializadas em operações de participação societária de curto prazo, financiamento da atividade produtiva para capital fixo e giro, além de administrar recursos de terceiros. Essas instituições devem ser constituídas na forma de sociedade anônima.

### 3.1 PRIVATE EQUITY

Quando nos referimos a *private equity*, também nos referimos a fundo de investimento. Segundo Stowell (2010), os fundos de *private equity* podem pertencer a bancos de investimentos ou a organizações menores, incluindo gestoras de recursos financeiros, também conhecidas como *asset managers*.

Para a CVM (2025), fundo de investimento “é uma comunhão de recursos, constituído sob forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, autorizado pela legislação específica”. No Brasil, os fundos de *private equity* são constituídos por um tipo específico de fundo, os Fundos de Investimento em Participações (FIP). Os FIPs são comunhões de recursos destinados à aquisição de participações em empresas, sejam elas abertas, fechadas ou sociedades limitadas, com o objetivo de influenciar na gestão e na definição da política estratégica das empresas investidas.

Há diferentes categorias para a classificação dos FIPs, sendo elas: fundo de Capital Semente, para fundos focados em empresas emergentes com faturamento anual de até R\$ 16 milhões; fundo de Empresas Emergentes, onde o gestor investe em empresas com faturamento anual entre R\$ 16 milhões e R\$ 300 milhões; fundo de Infraestrutura, que é destinado a projetos de infraestrutura nos setores de energia, transporte, água e saneamento, entre outros; e fundo Multiestratégia, o qual possui política de investimento diversificada, sem compromisso de concentração em setores específicos.

Os FIPs devem cumprir vários requisitos, um dos principais requisitos é a participação ativa na gestão das empresas investidas, a composição mínima de 90% do patrimônio líquido em ativos relacionados ao objetivo do fundo e a obediência às normas estabelecidas pela Instrução CVM nº 578.

Gestores de fundos de investimentos cobram uma taxa de administração de até 3% sobre o capital administrado, podendo haver uma taxa de performance que pode chegar a 20% (vinte por cento), caso a rentabilidade ultrapasse determinados indicadores. No Brasil, comumente é utilizado o CDI como meta de rentabilidade e ponto de partida para a incidência da taxa de performance sobre a rentabilidade que ultrapassar tal indicador.

Os valores cobrados pela gestão dos ativos podem variar de acordo o perfil de investimento de cada fundo e o capital dos fundos de investimento pode ser originário de investidores pessoa física e/ou jurídica.

Dentro da área de *private equity* há diversos tipos de formas de investimento, com amplas definições, que podem ser incluídas em quatro tipos:

(1) Leveraged buyout (LBO) refers to the purchase of all or most of a company or a business unit by using equity from a small group of investors in combination with a significant amount of debt. The targets of LBOs are typically mature companies that generate strong operating cash flow. (2) Growth capital typically refers to minority equity investments in mature companies that need capital to expand or restructure operations, finance an acquisition, or enter a new market, without a change of control of the company. (3) Mezzanine capital refers to an investment in subordinated debt or preferred stock of a company, without taking voting control of the company. Often these securities have attached warrants or conversion rights into common stock. (4) Venture capital refers to equity investments in less mature nonpublic companies to fund the launch, early development, or expansion of a business. (STOWELL, 2010, p. 315).

Fundos que atuam nessa área buscam essencialmente empresas em mercados crescentes, que gerem grande fluxo de caixa e que tenham um time de alta performance em sua administração. O *growth capital* — capital de crescimento — modalidade de investimentos mais observada nas instituições analisadas neste estudo, geralmente envolve investimentos minoritários em empresas já consolidadas que necessitam de recursos para expandir suas operações, reestruturar processos, financiar aquisições ou ingressar em novos mercados.

Após os investimentos, é levado todo o *know-how* das empresas de *private equity*, que frequentemente seguem uma linha de investimento em setores específicos, sem que isso

implique em uma mudança no controle da empresa. Como resultado dessas intervenções, empiricamente, é observada a criação de grandes sinergias.

As empresas que recebem aportes tendem a comprar seus concorrentes, expandir seus portfólios, reduzir seus custos operacionais – visto que passa a existir a possibilidade de centralização da administração – e se tornam grandes conglomerados.

No núcleo da atuação das organizações de *private equity* está a geração de lucro para os cotistas de seus FIPs. Comumente, as empresas que recebem aporte tendem a realizar IPO (Stowell, 2010), que por sua vez tende a aumentar a exposição e acelerar o crescimento da empresa. O efeito em cadeia reflete no valor da empresa e no patrimônio dos seus sócios, incluindo as gestoras dos fundos e seus cotistas.

### 3.2 OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

Stowell (2010) define Oferta Pública Inicial de Ações, em inglês *Initial Public Offering* (IPO), como um procedimento de financiamento de longo prazo nos mercados de capitais, por meio da emissão de títulos em um mercado regulamentado. Trata-se do processo em que uma empresa privada oferece suas ações ao público pela primeira vez, tornando-se uma companhia de capital aberto. Esse evento permite que a empresa capte recursos no mercado de capitais para financiar suas operações, projetos de expansão ou reestruturação financeira.

O IPO é uma forma da empresa obter capital para financiar projetos de expansão, pesquisa e desenvolvimento, ou reestruturação de dívidas. Tal operação permite que seus acionistas originais monetizem parte de seus investimentos, aumentem a visibilidade e credibilidade da empresa no mercado e permite aos seus controladores a utilização das ações como forma de pagamento em fusões e aquisições. Realizar um IPO também incentiva práticas de governança corporativa mais transparentes e eficientes.

## 4 ESTUDOS DE CASOS

Os estudos de casos analisam a trajetória evolutiva de cinco grupos educacionais listados na Bolsa de Valores: Ânima Educação, Cogna Educação, YDUQS Educacional, Ser Educacional e Cruzeiro do Sul Educacional. As seções, deliberadamente, têm estruturas semelhantes com o propósito de facilitar a comparação e a identificação de padrões, respeitando as peculiaridades de cada instituição.

O foco da análise foram as evoluções institucional, acadêmica, financeira e de captação de recursos, conforme demonstrado em seus arquivos públicos disponibilizados aos investidores no site da B3. Os principais documentos utilizados foram os Formulários de Referência e Demonstrações Financeiras, além de algumas informações extraídas de Relatório de Sustentabilidade e de Governança.

Referente as informações institucionais, quando disponível, foram consideradas algumas informações antes da oferta pública de ações em razão da grande participação da instituição no setor educacional. Parte das informações foi retirada do site institucional do grupo avaliado, na seção de informações aos investidores.

Para apresentar as evoluções acadêmicas e financeiras, foram utilizados os dados referentes ao final do quarto trimestre de cada ano, não sendo consideradas possíveis correções apresentadas em apurações posteriores.

A respeito da quantidade de alunos, foi utilizada a base final de alunos que é o total de alunos efetivamente matriculados e ativos ao final de um determinado período. Essa métrica exclui cancelamentos, evasões, trancamentos, desligamentos por inadimplências e ajustes administrativos. Algumas instituições divulgam informações consolidadas que incluem alunos da pós graduação e EAD, bem como os alunos de todas as instituições pertencentes ao grupo.

Em alguns casos, grandes mudanças na quantidade de alunos e na receita podem ter ocorrido em decorrência de aquisições ou incorporações de outras instituições no ano de apuração. Sempre que disponíveis, as métricas financeiras utilizadas na avaliação foram a Receita Líquida e o Lucro Líquido, devidamente sinalizadas quando o grupo optou por utilizar outra métrica de avaliação. Quanto as emissões de debêntures, são apresentados os valores globais, não refletindo obrigatoriamente o valor captado pela empresa.

Por fim, a análise está organizada de modo a fornecer subsídios para avaliação dos efeitos das medidas governamentais no setor educacional e como tais medidas promoveram a

atuação do mercado financeiro, o que é claramente demonstrado nas evoluções de captação de recursos de cada instituição, onde é possível observar o uso de crédito bancário, oferta pública de ações na bolsa de valores, emissão de títulos de dívida e *private equity*.

#### 4.1 ÂNIMA EDUCAÇÃO

A Ânima Educação consolidou-se, nas últimas duas décadas, como uma das mais relevantes organizações privadas de ensino superior do Brasil, sustentando sua atuação no propósito institucional de “Transformar o País pela Educação”. De acordo com Formulário de Referência, versão 5, a fundação da GAEC Educação S.A., deu início da jornada do grupo em 2003 (Ânima, 2024, p. 1), quando foi feita a aquisição da Minas Gerais Educação Ltda., mantenedora do Centro Universitário UNA (“UNA”), com sede administrativa em São Paulo e bases operacionais em Belo Horizonte e outras capitais, a companhia expandiu-se mediante um processo contínuo de aquisições, fusões e incorporação de marcas regionais de prestígio, resultando em um ecossistema diversificado de instituições de ensino superior, escolas técnicas e centros de inovação educacional.

##### 4.1.1 Fundação e marcos históricos

A Ânima Holding S.A. teve origem em 2003, quando Daniel Castanho, Marcelo Bueno e outros empreendedores do setor educacional fundaram a organização com o objetivo de promover uma formação acadêmica inovadora e de qualidade. A partir de 2010, o grupo iniciou um ciclo robusto de aquisições de instituições de ensino superior, consolidando-se como um dos principais conglomerados privados do setor no Brasil.

Entre 2013 e 2017, a Ânima incorporou universidades e centros universitários regionais, como UniBH, UniSociesc, São Judas Tadeu, AGES e UniCuritiba, expandindo sua presença para Minas Gerais, São Paulo, Santa Catarina, Bahia, Sergipe e Paraná.

“Em 22 de fevereiro de 2018, os acionistas aprovaram a alteração do nome empresarial da até então “GAEC Educação S.A. para ÂNIMA HOLDING S.A.” (Ânima, 2024). De 2018 em diante, a holding estruturou o Ecossistema Ânima Educação, modelo organizacional voltado à integração de suas marcas, à uniformização pedagógica e à criação de sinergias entre áreas acadêmicas, de gestão e inovação. Em 2020, foi criada a Inspirali, vertical responsável pelos

cursos de Medicina e Saúde, reforçando a especialização em áreas de alta demanda e complexidade regulatória.

#### **4.1.2 Evolução acadêmica e estrutura curricular**

O conjunto institucional da Ânima passou a abranger mais de dez marcas educacionais, entre as quais se destacam Una, UniBH, São Judas, UniSociesc, AGES, UniCuritiba, Le Cordon Bleu São Paulo, SingularityU Brazil, EBRADI e Inspirali.

Essas instituições ofertam cursos de graduação, pós-graduação e extensão em modalidades presencial, semipresencial e a distância, em áreas como ciências humanas, sociais aplicadas, exatas, saúde e tecnologia. De acordo com o Relatório de Sustentabilidade (2019–2020), o grupo mantinha aproximadamente 118 mil alunos matriculados em 2019, com corpo docente de mestres e doutores superior a 70%, atingindo indicadores de qualidade destacados pelo INEP/MEC, com notas 4 e 5 no Índice Geral de Cursos (IGC).

A rede expandiu-se também por meio de iniciativas de educação digital, programas de internacionalização, cooperação com a SingularityU Brazil e Le Cordon Bleu, e parcerias com empresas do setor tecnológico, consolidando um modelo de ensino baseado em inovação e interdisciplinaridade.

#### **4.1.3 Crescimento institucional e governança**

A partir de 2017, a Ânima reestruturou sua governança corporativa, adotando comitês específicos de Auditoria, Finanças e Transformação Digital, conforme registrado em seus relatórios anuais. O Conselho de Administração, presidido por Daniel Castanho, passou a contar com membros independentes, reforçando as práticas de compliance e gestão estratégica.

Em 2021 e 2022, a Companhia integrou novas unidades e implementou políticas de sustentabilidade e diversidade, conforme relatado no Estatuto Social (2025).

#### **4.1.4 Evolução do nível de captação de recursos**

A trajetória de captação de recursos da Ânima mostra três fases. Na fase inicial (2012–2013), a companhia recorreu a sucessivos aumentos de capital privados e, em seguida, à abertura de capital em 2013, com captação primária de R\$ 390,2 milhões (total da oferta R\$ 468,2 milhões), estabelecendo um alicerce de patrimônio líquido para sustentar crescimento

orgânico e aquisições. Em paralelo, manteve linhas bancárias de capital de giro, típicas do setor, com custos atrelados ao CDI.

No ciclo seguinte (2015–2019), amplia-se o uso de dívida corporativa: ingressa o financiamento com a IFC (moeda estrangeira, com swap para CDI) e, depois, a 1ª emissão de debêntures (2018, R\$ 150 mi) voltada a capital de giro e investimentos, seguida da 2ª emissão (2019, R\$ 350 mi). A ênfase passa a ser o alongamento do perfil e a redução de custo médio via mercado de capitais, mantendo *covenants* financeiros — garantias para credores em forma de disposições em contratos de empréstimo ou dívida que fixam limites quantitativos para indicadores financeiros da empresa, como endividamento e lucratividade — compatíveis com alavancagem moderada para o setor.

A partir de 2020–2022, há uma combinação de equity e dívida direcionada à vertical de Medicina. Em 2020, a oferta primária (com esforços restritos) reforça caixa — embora o valor final não conste dos trechos consultados — e, em 2021/22, a entrada da DNA Capital injeta R\$ 1,0 bilhão na Inspirali (25% do capital), com efeito de desalavancagem consolidada. Em 2022, a Inspirali emite R\$ 2,0 bilhões em debêntures e a Ânima realiza a 4ª emissão (R\$ 800 mi) estruturada com CRI, reduzindo custo, alongando vencimentos e unificando *covenants*.

Em 2024, observa-se um ciclo de gestão ativa de passivos: Ânima emite as 5ª e 6ª debêntures (R\$ 200 mi e R\$ 360 mi), a Inspirali substitui sua 1ª emissão por uma 2ª emissão de R\$ 2,0 bilhões com custo menor (CDI+1,65% a.a.), e a companhia usa notas comerciais (R\$ 140 mi) para pré-pagar séries anteriores com forte queda de taxa e alongamento de amortizações. A renegociação com o Banco do Brasil consolida essa estratégia, reduzindo custo e empurrando o vencimento final para set/2029, com carência relevante. Em conjunto, o mix evidencia a priorização de dívida de mercado com custos atrelados ao CDI e janelas de alongamento, preservando liquidez e aliviando pressões de curto prazo.

Quadro 2 – Ânima: Evolução do nível de captação de recursos

(continua)

| Ano / Período    | Tipo de captação                                                             | Valor aproximado                            | Motivo / objetivo declarado  |
|------------------|------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|------------------------------|
| 2012 (abr./jul.) | Aumentos de capital (subscrições privadas)                                   | R\$ 95,0 mi (abr/12) + R\$ 11,3 mi (jul/12) | Capitalização societária     |
| 2013 (mar.)      | Aumento de capital (subscrição privada com conferência de ações BR Educação) | R\$ 28,1 mi                                 | Estrutura societária pré-IPO |

(continua)

| <b>Ano / Período</b>      | <b>Tipo de captação</b>                                            | <b>Valor aproximado</b>                                                                   | <b>Motivo / objetivo declarado</b>                                                                                          |
|---------------------------|--------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2013 (out./nov.)          | <b>IPO</b> — Oferta pública primária e secundária de ações         | <b>R\$ 468,2 mi (R\$ 390,2 mi primária; R\$ 78,0 mi secundária)</b>                       | Acesso ao mercado de capitais; expansão                                                                                     |
| 2013 em diante            | Empréstimos de capital de giro (moeda nacional).                   | Taxas CDI 1,80%–3,59% a.a. (condições de 2018)                                            | Financiar operações.                                                                                                        |
| 2015 (ago.)               | Empréstimo em moeda estrangeira (IFC) com swap para CDI            | (valor em USD não especificado no trecho)                                                 | Capital de giro / Investimentos                                                                                             |
| 2018 (mai.)               | <b>Debêntures 1ª emissão (Ânima)</b>                               | <b>R\$ 150,0 mi</b>                                                                       | Reforço do capital de giro e investimentos em bens de capital                                                               |
| 2019 (nov.)               | <b>Debêntures 2ª emissão (Ânima)</b>                               | <b>R\$ 350,0 mi</b>                                                                       | Gestão de passivos / alongamento                                                                                            |
| 2020 (jan.)               | <b>Follow-on com esforços restritos</b> (distribuição primária)    | 30.350.720 novas ações — <b>valor de captação não evidenciado nos trechos consultados</b> | Reforço de caixa para expansão                                                                                              |
| 2021 (nov.) / 2022 (mar.) | <i>Private equity</i> — entrada da <b>DNA Capital em Inspirali</b> | R\$ 1,0 bi (aporte em 31/03/2022)                                                         | Estruturar vertical de Medicina (Inspirali) e fortalecer caixa                                                              |
| 2022 (mar.)               | Debêntures 1ª emissão (Inspirali)                                  | R\$ 2,0 bi                                                                                | Refinanciar dívida mais cara; alongar perfil                                                                                |
| 2022 (dez.)               | <b>Debêntures 4ª emissão (Ânima) + securitização via CRI</b>       | <b>R\$ 800,0 mi</b> (R\$ 600 mi série 1; R\$ 200 mi série 2 IPCA+8,0481% com swap)        | Reduzir custo e alongar dívida                                                                                              |
| 2022 (fim)                | CRI (securitização lastreada em debêntures)                        | (valor refletido nas debêntures 4ª emissão)                                               | Captação para alongar e baratear dívida                                                                                     |
| 2024 (mai.)               | Debêntures 5ª emissão (Ânima)                                      | R\$ 200,0 mi (CDI+1,92% a.a.)                                                             | Gestão de passivos e alongamento                                                                                            |
| 2024 (mai.)               | <b>Debêntures 2ª emissão (Inspirali)</b>                           | <b>R\$ 2,0 bi</b> (CDI+1,65% a.a.)                                                        | Pré-pagamento da 1ª emissão e reforço de caixa                                                                              |
| 2024 (ago.)               | <b>Debêntures 6ª emissão (Ânima)</b>                               | <b>R\$ 360,0 mi</b> (CDI+1,92% a.a.)                                                      | Gestão de passivos e reforço de liquidez                                                                                    |
| 2024 (set.)               | <b>Notas comerciais 3ª emissão (Ânima)</b>                         | R\$ 140,0 mi                                                                              | Pré-pagar 1ª e 2ª notas, reduzir custo (CDI+1,75% vs 3,25%) e alongar amortizações                                          |
| 2024 (out.)               | Renegociação dívidas Banco do Brasil (Ânima)                       | —                                                                                         | Reduzir taxa (para CDI+1,65%), <b>prorrogar vencimento final para set/2029</b> e pactuar carência de R\$ 348,8 mi (2024–26) |

| (conclusão)   |                                                       |                                                                             |                             |
|---------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| Ano / Período | Tipo de captação                                      | Valor aproximado                                                            | Motivo / objetivo declarado |
| 2024 (ano)    | Empréstimos bancários adicionais (ABC, BB, Santander) | Montantes diversos (p.ex., ABC R\$ 99 mi + R\$ 49,3 mi; BB capital de giro) | Capital de giro e rolagem   |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

4.1.5 Evolução financeira

A análise financeira (Quadro 2) evidencia um ciclo de crescimento consistente, marcado por expansão de receitas, aumento de ativos e investimentos em aquisições estratégicas. O desempenho revela crescimento médio anual de 12% na receita líquida e aumento de mais de 300% no número de alunos entre 2015 e 2024. O resultado líquido manteve trajetória ascendente, refletindo ganhos de escala, sinergias operacionais e integração entre instituições adquiridas.

Quadro 3 – Ânima: Evolução financeira

| Ano  | Receita Líquida (R\$ milhões) | Lucro Líquido (R\$ milhões) | Número de Alunos | Principais Marcos                                                      |
|------|-------------------------------|-----------------------------|------------------|------------------------------------------------------------------------|
| 2015 | 843,2                         | 56                          | 79 mil           | Consolidação da Una e UniBH como pilares regionais.                    |
| 2016 | 956,8                         | 62                          | 90,8 mil         | Aquisição da UniSociesc e expansão para o Sul.                         |
| 2017 | 1.042,7                       | 70                          | 91,2 mil         | Inclusão da AGES e início do projeto UniCuritiba.                      |
| 2018 | 1.093                         | 83                          | 91 mil           | Avanço da governança e integração de sistemas acadêmicos.              |
| 2019 | 1.180                         | 95                          | 103 mil          | Criação do Instituto Ânima e fortalecimento de projetos de extensão.   |
| 2020 | 1.421,6                       | 102                         | 110 mil          | Criação da Inspirali; impacto da pandemia mitigado por ensino digital. |
| 2021 | 2.650,8                       | 111                         | 321 mil          | Aquisição da Laureate Brasil; entrada na medicina premium.             |
| 2022 | 3.600                         | 251                         | 395 mil          | Integração completa da Laureate; foco em sinergias.                    |
| 2023 | 3.200                         | 140                         | 394 mil          | Consolidação da vertical de saúde e fortalecimento do EAD.             |
| 2024 | 3.450                         | 158                         | 400 mil          | Avanço em digitalização e sustentabilidade acadêmica.                  |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Em 2021, o grupo incorporou as instituições do portfólio Laureate Brasil, marco que elevou substancialmente seu faturamento e base estudantil, consolidando a Ânima como a segunda maior organização de ensino superior privada do país.

O balanço patrimonial consolidado de 2024 indica ativo total superior a R\$ 10 bilhões, com patrimônio líquido de R\$ 3,4 bilhões e estrutura de capital sólida, segundo as Demonstrações Financeiras.

#### **4.1.6 Corpo docente e produção acadêmica**

As unidades da Ânima mantêm corpo docente qualificado, composto majoritariamente por mestres e doutores, com atuação voltada à pesquisa aplicada e inovação pedagógica. A UniBH, por exemplo, apresenta taxa de titulação superior a 75% e desenvolve projetos de iniciação científica integrados às demandas regionais.

#### **4.1.7 Inserção social e reconhecimento**

O grupo Ânima demonstra atuação consistente em programas de impacto comunitário. Segundo o Relatório de Sustentabilidade (Ânima, 2020), mais de 56 mil beneficiários diretos e 313 mil indiretos foram atendidos por iniciativas de saúde, cidadania e educação.

Dentre os projetos, destacam-se:

- Clínica Integrada de Atenção à Saúde (Una) – atendimento gratuito à comunidade.
- Projeto de Remição de Pena por Leitura – incentivo à ressocialização por meio da educação.
- Feira Afro Melanina e Projeto Bituqueiragem – ações de diversidade e sustentabilidade.
- Zooterapia e Escolinha Futura Geração (UniSociesc) – inclusão social e bem-estar.
- Tais projetos se alinham aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU, reforçando o papel institucional da Ânima como agente transformador.

Tais projetos se alinham aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU, reforçando o papel institucional da Ânima como agente transformador.

#### **4.1.8 Aspectos administrativos e estratégicos**

A estrutura administrativa da Ânima passou por reconfigurações entre 2018 e 2024, adaptando-se à complexidade de seu ecossistema educacional. O Estatuto Social de 2025 registra a consolidação da holding sob governança participativa e descentralizada, com divisões estratégicas em Educação Básica, Educação Superior e Saúde.

A Inspirali tornou-se um eixo de alta rentabilidade, responsável por aproximadamente 35% da receita líquida de 2024, impulsionada pelo ensino médico premium e pela abertura de novos cursos.

A holding adotou modelo de financiamento híbrido, combinando capital próprio, debêntures e reinvestimento de lucros, mantendo níveis controlados de endividamento e priorizando a expansão orgânica e digital.

#### **4.1.9 Considerações finais**

A trajetória da Ânima Educação entre 2003 e 2024 reflete um processo de consolidação progressiva e diversificação de estratégias acadêmicas e financeiras. Partindo de uma rede regional, transformou-se em um ecossistema educacional de abrangência nacional, com foco em inovação, sustentabilidade e qualidade de ensino.

Sua evolução financeira demonstra um modelo de crescimento sustentável, impulsionado por aquisições estratégicas, diversificação de portfólio e digitalização. Do ponto de vista acadêmico, o grupo aponta integração entre ensino, pesquisa e extensão, promovendo impacto social expressivo e formação cidadã.

O crescimento acelerado da Ânima ocorreu em um contexto de profundas transformações regulatórias e conjunturais no ensino superior brasileiro. As políticas de FIES e Prouni, entre 2015 e 2018, impactaram diretamente a captação estudantil e o fluxo de caixa das instituições privadas. No Formulário de Referência, a empresa escreve que “A perda ou redução das políticas de financiamento e/ou benefícios fiscais conferidos por nossa adesão ao PROUNI e ao FIES poderão afetar adversamente nossos resultados” (Ânima, 2015, p. 21). No mesmo documento a empresa relata que, na data do formulário, 10,6% do total alunos matriculados eram beneficiados pelo PROUNI e que exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 e no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, os descontos decorrentes do PROUNI totalizaram R\$95,7 milhões e R\$40,7 milhões, respectivamente, o que

foi deduzida das receitas brutas ao apresentar a receita líquida em suas demonstrações financeiras.

A pandemia de 2020 impôs um desafio sem precedentes, mas também acelerou a adoção de metodologias digitais e plataformas de ensino remoto, áreas nas quais a Ânima obteve vantagem competitiva.

Contudo, a integração de grandes aquisições, como a Laureate, demandou investimentos significativos em infraestrutura, sistemas e gestão, elevando temporariamente os custos operacionais e exigindo uma reestruturação administrativa. Apesar disso, o grupo manteve resultados positivos e crescente geração de caixa operacional, evidenciando resiliência e capacidade de adaptação ao cenário macroeconômico.

Com base na evolução institucional apresentada, conclui-se que a Ânima Educação consolidou-se como referência em ensino superior privado no Brasil, conciliando expansão, inovação pedagógica e responsabilidade social — pilares que sustentam seu posicionamento competitivo e sua relevância no cenário educacional contemporâneo.

## 4.2 COGNA EDUCAÇÃO

A Cogna Educação S.A. é uma das maiores organizações educacionais do Brasil e do mundo, com atuação integrada em todas as etapas da jornada educacional — da educação básica à pós-graduação. Conforme o Formulário de Referência, a instituição foi fundada em 1966, em Belo Horizonte, como Colégio Pitágoras, a instituição evoluiu de uma escola local para um conglomerado educacional multifacetado (Cogna, 2024, p. 1). Atualmente, integra um ecossistema que abrange marcas como Kroton, Anhanguera, Pitágoras, Unopar, Unime, Uniderp, Unic, e plataformas tecnológicas como a Vasta (Somos Educação) e a Saber Educação.

A instituição é listada na B3 sob o ticker COGN3, com sede em Belo Horizonte (MG), e estrutura-se em três principais verticais: Kroton (ensino superior e pós-graduação); Saber (serviços de assessoria e consultoria para instituições de ensino e parcerias público-privadas); e, Vasta/Somos (educação básica e conteúdos educacionais). Diante da quantidade de informações desse grupo, que é decorrente da fusão entre a Kroton e a Anhanguera, há duas seções destinadas a avaliação da evolução do nível de captação de recursos. As informações da Anhanguera — que era uma empresa de capital aberto — foram retiradas dos Formulários de

Referência e Demonstrações de resultados (2010-2014) disponíveis nos arquivos da CVM, pois a B3 removeu as informações após a fusão. A análise seguinte apresenta, além das informações das instituições do grupo, os dados encontrados referentes à Anhanguera após 2014.

#### **4.2.1 Fundação e marcos históricos**

O ponto de partida da Cogna remonta à fundação do Colégio Pitágoras, tem suas origens em 11 de abril de 1966, pelos engenheiros Walfrido dos Mares Guia e Evando Neiva, em Belo Horizonte. O modelo de ensino baseado em metodologias próprias e foco na formação integral dos alunos levou à criação da Rede Pitágoras de Ensino, marco inicial de sua expansão, na cidade de Belo Horizonte (MG).

A fundação ocorreu com o propósito de criar um curso preparatório para vestibulares que se diferenciasse pela qualidade do ensino e pela oferta de suporte integral aos alunos, visando seu ingresso em instituições públicas e privadas de ensino superior. Em 1971, a empresa expandiu suas atividades para o segmento de Educação Básica, por meio da criação dos Colégios Pitágoras, marcados por uma filosofia educacional humanista e foco na formação integral do aluno. A consolidação dessa fase fortaleceu a marca Pitágoras como referência regional.

Durante a década de 1980, a organização desenvolveu um modelo replicável de gestão educacional, que possibilitou a implantação e operação de unidades em diferentes localidades. Esse modelo baseava-se na padronização de processos pedagógicos e administrativos, incluindo um sistema de capacitação de docentes e gestores. Em 1986, o grupo já prestava serviços educacionais dentro de empresas de grande porte, atendendo funcionários e familiares, alcançando cerca de 11 mil alunos.

Nos anos 1990, o grupo consolidou-se com a criação da Kroton Educacional S.A., com foco na educação superior. A transição para o ensino superior iniciou-se em 2001, com a criação da Faculdade Pitágoras, em Belo Horizonte, oferecendo cursos de graduação em Administração, impulsionada pela reforma do marco regulatório do setor.

O processo de abertura de capital (IPO) ocorreu em julho de 2007, sob a denominação Kroton Educacional S.A., no Nível 2 de Governança Corporativa da B3, sob o código KROT11, resultando na captação de R\$ 479 milhões e na pulverização de 39% do capital social. Os recursos foram destinados à expansão das operações de ensino superior.

Entre 2008 e 2009, a companhia intensificou o processo de crescimento orgânico e aquisições, reforçado em 2009 pela entrada do fundo Advent International, que investiu R\$ 388 milhões no grupo controlador Pitágoras Administração e Participações S.A. Essa operação representou um marco de profissionalização e aprimoramento da governança corporativa, com a criação de novos comitês de gestão e a presença de membros independentes no conselho.

Em 2010, a empresa adquiriu o Grupo IUNI Educacional S.A., o que dobrou o tamanho da operação e consolidou a atuação da Kroton em escala nacional. A integração das operações gerou ganhos relevantes de sinergia. O período entre 2011 e 2013 marcou a consolidação da expansão, culminando em 2011 com a aquisição da Universidade Norte do Paraná (Unopar) por R\$ 1,3 bilhão, tornando a Kroton a maior empresa educacional do Brasil à época.

Ainda em 2013, a empresa ingressou no Novo Mercado da B3, consolidando-se como referência de governança no setor. Em 2014, a fusão com o grupo Anhanguera Educacional criou a maior organização educacional do mundo em número de alunos, reforçando sua presença nacional.

Em 2018, a Kroton adquiriu a SOMOS Educação, expandindo sua atuação para o segmento de educação básica e plataformas digitais. Essa aquisição resultou, em 2019, na criação da Cogna Educação, estruturada como holding controladora das marcas Kroton, Platos, Saber e Vasta, cada uma voltada a um segmento educacional específico.

A Vasta Platform, responsável pela vertical de educação básica, abriu capital em 2020 na NASDAQ (EUA), consolidando o processo de internacionalização da companhia

Nos anos seguintes, a Cogna fortaleceu sua estratégia ESG, tornando-se a primeira empresa de educação a integrar o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE/B3) e emitindo as primeiras debêntures rotuladas como “social bonds” do setor educacional no país

Em 2024, a Cogna concluiu o ciclo de transformação iniciado em 2021, superando o guidance financeiro e consolidando um novo modelo operacional, baseado em quatro alianças estratégicas: Educação Infantil e Básica, Educação de Jovens e Adultos, Ensino Superior e Lifelong Learning.

Quadro 4 – Cogna: síntese cronológica dos marcos históricos

(continua)

| Ano  | Evento                                             | Relevância                              |
|------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 1966 | Fundação do Curso Pitágoras em Belo Horizonte (MG) | Início das atividades da Cogna Educação |
| 1971 | Criação dos Colégios Pitágoras                     | Entrada no segmento de Educação Básica  |

| (conclusão) |                                                                       |                                                                          |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| Ano         | Evento                                                                | Relevância                                                               |
| 1980–1986   | Implementação do modelo de gestão replicável e expansão para empresas | Consolidação do modelo institucional                                     |
| 2001        | Fundação da Faculdade Pitágoras                                       | Início das operações no Ensino Superior                                  |
| 2007        | IPO da Kroton Educacional (B3 – KROT11)                               | Captação de R\$ 479 milhões e expansão nacional                          |
| 2009        | Entrada do fundo Advent International                                 | Profissionalização da governança                                         |
| 2010        | Aquisição do Grupo IUNI                                               | Expansão nacional e sinergias                                            |
| 2011        | Aquisição da Unopar                                                   | Consolidação como líder no ensino superior                               |
| 2014        | Fusão com a Anhanguera                                                | Maior grupo educacional do mundo                                         |
| 2018        | Aquisição da SOMOS Educação                                           | Aquisição no valor de R\$4,6 bi, Ingresso no segmento de educação básica |
| 2019        | Criação da holding Cogna Educação                                     | Reestruturação corporativa                                               |
| 2020        | IPO da Vasta Platform na NASDAQ                                       | Internacionalização e expansão tecnológica                               |
| 2021–2024   | Emissão de social bonds e inclusão no ISE                             | Consolidação da agenda ESG e de sustentabilidade                         |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

#### 4.2.2 Evolução acadêmica e estrutura curricular

O grupo passou por transformações profundas no campo acadêmico. A partir de 2010, ampliou o número de polos de ensino a distância (EAD), tornando-se referência em educação digital no país. A Unopar e a Anhanguera lideraram a expansão das matrículas no ensino superior, especialmente nas licenciaturas e cursos de gestão, pedagogia e enfermagem.

As apresentações de resultados anuais (2008–2024) evidenciam o salto de crescimento: de poucas dezenas de milhares de alunos presenciais em 2007 para mais de 1,2 milhão de matrículas no ensino superior em 2024, com predominância da modalidade EAD.

O grupo também investiu fortemente em inovação pedagógica, como o Projeto de Sala Virtual Inteligente, a Plataforma Kroton Digital Learning (KDL) e o uso de analytics para personalização de aprendizagem, conforme Relatório de Referência.

Em termos de avaliação institucional, as IES mantidas pela Cogna apresentaram evolução constante nos indicadores de qualidade do MEC, destacando-se o aumento do Conceito Institucional (CI) e dos índices de empregabilidade entre egressos (Cogna, 2022, p. 146).

A companhia manteve foco em ampliar o acesso à educação, ofertando bolsas e programas sociais internos, e expandindo-se para todas as regiões do país.

#### **4.2.3 Crescimento institucional e dados acadêmicos**

O grupo passou por transformações profundas no campo acadêmico. A partir de 2010, ampliou o número de polos de ensino a distância (EAD), tornando-se referência em educação digital no país. A Unopar e a Anhanguera lideraram a expansão das matrículas no ensino superior, especialmente nas licenciaturas e cursos de gestão, pedagogia e enfermagem.

As apresentações de resultados anuais (2008–2024) evidenciam o salto de crescimento: de poucas dezenas de milhares de alunos presenciais em 2007 para mais de 1,2 milhão de matrículas no ensino superior em 2024, com predominância da modalidade EAD.

O grupo também investiu fortemente em inovação pedagógica, como o Projeto de Sala Virtual Inteligente, a Plataforma Kroton Digital Learning (KDL) e o uso de analytics para personalização de aprendizagem, conforme relatórios de 2022–2024.

Em termos de avaliação institucional, as IES mantidas pela Cogna apresentaram evolução constante nos indicadores de qualidade do MEC, destacando-se o aumento do Conceito Institucional (CI) e dos índices de empregabilidade entre egressos (Cogna, 2022, p. 146). A companhia manteve foco em ampliar o acesso à educação, ofertando bolsas e programas sociais internos, e expandindo-se para todas as regiões do país.

#### **4.2.4 Anhanguera | Cogna: Evolução do nível de captação de recursos**

A trajetória de financiamento da Anhanguera Educacional antes da Fusão com a Kroton e posterior criação da holding Cogna evidencia escolhas financeiras moldadas ao seu ciclo de expansão, combinando capital de risco, mercado acionário e instrumentos de dívida. Os documentos mostram uma progressiva sofisticação das captações, que evoluem de estruturas iniciais para mecanismos mais robustos de funding.

Quadro 5 – Anhanguera | Cogna: Evolução do nível de captação de recursos

| Ano / Período | Tipo de captação / instrumento                                                   | Valor aproximado                                      | Motivo / objetivo declarado no documento                                                                                                                                                                            |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2004-2006     | <i>Private equity</i> + linha de crédito IFC – Aportados pelo fundo FEBR na AESA | ~R\$50 Mi                                             | US\$ 12 mi (linha de crédito); Os recursos do FEBR (gerido pela Pátria) foram destinados à aquisição de novas instituições de ensino e à expansão orgânica; a linha do IFC foi obtida para financiar o crescimento. |
| 08/03/2007    | <b>Oferta pública inicial (IPO) – (Units)</b>                                    | <b>R\$ 360.000.000,00</b>                             | Consolidação do processo de expansão.                                                                                                                                                                               |
| 08/02/2008    | <b>1ª emissão de Notas Promissórias Comerciais – oferta pública</b>              | <b>R\$ 130.000.000,00,</b>                            | O formulário indica que os recursos seriam destinados ao <b>financiamento de aquisições, expansão do parque educacional e capital de giro</b>                                                                       |
| 28/04/2008    | <b>Aumento de capital (follow-on)</b>                                            | <b>R\$ 442.000.000,00</b><br>(valor total da emissão) | Nova subscrição pública de ações/Units,                                                                                                                                                                             |
| 05/05/2008    | <b>Subscrição pública adicional de certificados de depósito de ações</b>         | <b>R\$ 66.300.000,00</b>                              | Emissão de 17.853.042 certificados, ao preço de R\$ 26,00 por certificado. O quadro registra o valor da emissão e a natureza (“subscrição pública”), sem detalhar o uso dos recursos.                               |
| 23/09/2008    | <b>2ª emissão de Notas Promissórias Comerciais</b>                               | <b>R\$ 80.000.000,00</b><br>( valor global )          | Capital de giro e/ou expansão                                                                                                                                                                                       |
| 30/09/2008    | <b>Empréstimo de capital de giro – Banco Santander</b>                           | <b>R\$ 50.000.000,00,</b>                             | Contrato de empréstimo de capital de giro.                                                                                                                                                                          |
| 01/07/2009    | <b>1ª emissão de Notas Promissórias</b>                                          | <b>R\$ 10.000.000,00</b>                              |                                                                                                                                                                                                                     |
| 13/07/2009    | <b>2ª emissão de Notas Promissórias</b>                                          | <b>R\$ 10.000.000,00</b>                              | Descrição de condições de resgate antecipado e covenants.                                                                                                                                                           |
| 03/03/2009    | <b>1ª emissão de debêntures da Companhia</b>                                     | <b>R\$ 40.000.000,00,</b>                             |                                                                                                                                                                                                                     |
| 21/09/2009    | <b>2ª emissão de debêntures simples</b>                                          | <b>R\$ 50.000.000,00</b>                              |                                                                                                                                                                                                                     |
| 03/11/2009    | <b>3ª emissão de debêntures – 1ª e 2ª séries</b>                                 | <b>R\$ 200.000.000,00</b>                             |                                                                                                                                                                                                                     |
| 2008-2010     | <b>Empréstimos de longo prazo com IFC, DEG e Proparco</b>                        | Saldo de <b>R\$ 101,6 milhões</b>                     | Consolidação do processo de expansão e capex. em 31/12/2010, sendo IFC R\$ 50,0 mi; DEG R\$ 33,7 mi; Proparco R\$ 17,9 mi. Contratos assinados em 2008, com saques relevantes em 2010.                              |
| 28/09/2011    | <b>4ª emissão de debêntures simples</b>                                          | <b>R\$ 400.000.000,00</b>                             |                                                                                                                                                                                                                     |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

A trajetória de financiamento da companhia revela três movimentos principais: primeiro, uma fase inicial sustentada por *private equity* (fundo FEBR/Pátria) e por uma linha IFC de US\$ 12 milhões, direcionados à expansão e aquisições; em seguida, a partir de 2007, um ciclo intenso de captação via equity, com o IPO de R\$ 360 milhões e novas subscrições públicas em 2008 (R\$ 442 milhões e R\$ 66,3 milhões), reforçando o capital próprio para sustentar o crescimento acelerado; paralelamente, a companhia recorre de forma crescente a dívida de curto prazo, por meio de notas promissórias (R\$ 130 milhões em 2008, R\$ 80 milhões na 2ª emissão e novas séries em 2009), além de empréstimos bancários como o de R\$ 50 milhões do Santander, para financiar capital de giro e aquisições. A partir de 2009, inicia-se um claro alongamento do perfil da dívida com sucessivas emissões de debêntures (R\$ 40 milhões, R\$ 50 milhões e R\$ 200 milhões), somadas a financiamentos estruturados com IFC, DEG e Proparco (R\$ 101,6 milhões em 2010), culminando na 4ª emissão de debêntures de R\$ 400 milhões em 2011, consolidando o mercado de dívida corporativa como eixo central de funding e marcando a maturidade da estrutura de capital da empresa.

#### 4.2.5 Kroton | Cogna: Evolução do nível de captação de recursos

Ao longo do período analisado, a Kroton adotou uma estratégia de financiamento marcada pela combinação entre capital próprio, participação de investidores institucionais e instrumentos de dívida. Essa evolução evidencia um movimento estruturado de fortalecimento financeiro, alinhado ao crescimento acelerado das operações e à consolidação de aquisições relevantes dentro do grupo.

Quadro 6 – Kroton | Cogna: Evolução do nível de captação de recursos

(continua)

| Ano / Período | Tipo de financiamento                                                                                                        | Valor aproximado                                | Motivo / objetivo declarado nos documentos                                                                                                                                                            |
|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2001          | Entrada da <b>Apollo Investimentos Ltda.</b> como acionista da PAP (equity, <i>private equity</i> estratégico)               | Não divulgado                                   | A Apollo passou a ser acionista e detinha ~28,7% do capital da PAP em 31/12/2010                                                                                                                      |
| Jul–Ago/2007  | <b>Oferta pública primária de Units (IPO)</b> – subscrição particular aprovada em 25/05/2007, emissões em 20/07 e 08/08/2007 | ~R\$ 395,7 milhões (R\$ 356,7 mi + R\$ 39,0 mi) | Expansão das atividades de ensino superior e da rede de unidades (destinação descrita de forma geral, sem detalhamento por projeto). Entrada maciça de <b>capital próprio</b> e aumento de free float |

(continua)

| Ano / Período | Tipo de financiamento                                                                                                                            | Valor aproximado                                                                           | Motivo / objetivo declarado nos documentos                                                                                                                                                                                                        |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| set/09        | <b>Private Equity - Aumento de capital por subscrição particular de ON e PN</b>                                                                  | <b>R\$ 366,6 milhões</b> (parte em capital, R\$ 14,5 mi em reserva de capital)             | Aporte de fundos de <i>private equity</i> controlados pela <b>Advent International</b> , destinado a acelerar o plano de expansão da Kroton.                                                                                                      |
| set/10        | Aumento de capital para aquisição de Editora e Distribuidora Educacional/IUNI – subscrição particular com integralização em ações de controladas | R\$ 52,8 milhões (valor de emissão das ações)                                              | Capital foi aumentado mediante emissão de novas ações da Kroton, integralizadas pela transferência das ações da Editora e Distribuidora Educacional/IUNI. Não há entrada de caixa; trata-se de pagamento em ações pelas participações adquiridas. |
| jul/11        | Linha de crédito rotativa (CCB Itaú BBA)                                                                                                         | Limite inicial de R\$ 100 milhões, reduzido a R\$ 60 milhões;                              | Editora e Distribuidora Educacional S.A., destinado ao financiamento das despesas operacionais e institucionais da Editora e demais controladas. Saldo zerado em 2013/2014                                                                        |
| Jun–Ago/2011  | Nova oferta pública de ações (follow-on) – subscrição pública de ON e PN (Units)                                                                 | ~R\$ 380 mi                                                                                | Diversas aquisições (Ceama, FAIS, União, Unopar), mas não vincula a um uso específico. diluição do controle e fortalecimento da estrutura de capital próprio para sustentar crescimento orgânico/inorgânico.                                      |
| dez/11        | Cédula de Crédito Bancário – Bradesco (bridge loan Unopar)                                                                                       | R\$ 550 milhões, CDI + 1,9% a.a. (vencimento ~2 anos)                                      | Editora (controlada), CCB contratada para financiar a primeira parcela do preço de aquisição da Unopar pela Editora.                                                                                                                              |
| jan/12        | Emissão de debêntures simples, não conversíveis, da espécie quirografária                                                                        | R\$ 550 milhões, CDI + 2,0% a.a., vencimento em 7 anos                                     | Editora (controlada), Debêntures emitidas para quitar integralmente a CCB do Bradesco, trocando dívida bancária de curto prazo por dívida de mercado de capitais de prazo mais longo, vinculada ainda ao financiamento da aquisição da Unopar.    |
| mar/12        | Aumento de capital por subscrição pública de ações (oferta pública)                                                                              | R\$ 597.040.832,50, com emissão de 238.816.333 ações (101,2 mi ON, 137,6 mi PN)            | Recursos usados para: (i) pagamento da 2ª parcela da aquisição da Unopar, de R\$ 260 milhões (14/03/2012), e (ii) reforço da estrutura de capital da Companhia.                                                                                   |
| Set–Out/2012  | Etapa 2 da aquisição da Unopar – emissão de novas units como pagamento (equity como moeda)                                                       | R\$ 16.127.360,00, com emissão de 13.877.460 novas units (aprox. 10,32% do capital social) | Incorporação das sociedades detentoras dos 20% remanescentes da Unopar, implementada mediante entrega de novas units da Kroton aos vendedores, concluindo a aquisição.                                                                            |

(continua)

| <b>Ano / Período</b> | <b>Tipo de financiamento</b>                                                                        | <b>Valor aproximado</b>                                                                                           | <b>Motivo / objetivo declarado nos documentos</b>                                                                                                                                                                                                           |
|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| jul/14               | Aumento de capital por subscrição particular – pagamento de parcela remanescente da Unopar em ações | R\$ 2.327.298.047,40, com emissão de 135.362.103 ações ON                                                         | O contrato de compra e venda da Unopar determinou que 20% do capital social remanescente da aquisição fosse pago em ações da Kroton. As ações foram integralizadas mediante incorporação das sociedades que detinham essa participação na Unopar.           |
| 2010–2014 (vários)   | Aumentos de capital via exercício de opções de compra de ações (planos de opção)                    | R\$ 6,6 mi em 31/10/2014; R\$ 2,8 mi e R\$ 191 mil em 01/12/2014)                                                 | Alinhar incentivos de executivos e colaboradores; a destinação dos recursos financeiros não é pormenorizada.                                                                                                                                                |
| 2012                 | 5ª emissão de debêntures – Anhanguera Educacional S.A.                                              | R\$ 170 milhões.                                                                                                  | Finalidades gerais corporativas;                                                                                                                                                                                                                            |
| 2015 (ago.)          | 2ª emissão de debêntures – Editora e Distribuidora Educacional S.A.                                 | R\$ 500 milhões.                                                                                                  | Refinanciar e consolidar o endividamento da antiga Anhanguera, substituindo as 4ª e 5ª emissões de debêntures por instrumento emitido pela Editora e Distribuidora Educacional.                                                                             |
| 2017                 | Emissões de debêntures – Cogna (Kroton) Educação S.A.                                               | Aproximadamente R\$ 900–1.000 milhões                                                                             | Alongamento do perfil da dívida, reforço de capital de giro e suporte ao plano de aquisições, conforme descrição geral de uso de capital de terceiros em 10.1.                                                                                              |
| 2018                 | Novas emissões de debêntures – Cogna Educação S.A. (2ª, 3ª, 4ª, 5ª e 6ª emissões)                   | R\$ 12,599 bi (sendo 2ª Emissão da Saber no valor de R\$ 5,5 bi e a 4ª Emissão da Cogna no valor de R\$ 4,264 bi) | (Inclui emissões da Saber Serviços Educacionais S.A., assumida pela Cogna em 2019) Refinanciamento de dívidas existentes, alongamento de prazos e suporte a investimentos e aquisições.                                                                     |
| 2017–2018            | Aumentos de capital via exercício de opções de ações (stock options)                                | (ex.: emissões de R\$ 3,1 mi, R\$ 16,7 mi, R\$ 3,2 mi etc.).                                                      | Somatório de dezenas de milhões de reais para implementação dos planos de incentivo de longo prazo, alinhando gestores ao desempenho da companhia.                                                                                                          |
| 2020 (fev.)          | Oferta pública de ações – aumento de capital (follow-on)                                            | R\$ 2.555.938.044,00.                                                                                             | Reforço da posição de caixa e da estrutura de capital, para suportar a estratégia de transformação da companhia (incluindo reorganização societária Cogna/Vasta/Saber); destinação detalhada consta no item 18.10, sem divergência em relação ao prospecto. |

| (conclusão)   |                                                                    |                                                                |                                                                                                                                                                                  |
|---------------|--------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ano / Período | Tipo de financiamento                                              | Valor aproximado                                               | Motivo / objetivo declarado nos documentos                                                                                                                                       |
| 2020 (jul.)   | IPO da controlada Vasta Platform Ltd. (oferta global de ações)     | R\$ 1,68 bilhão                                                | (~US\$ 352,9 milhões) Financiar crescimento orgânico, aquisições e investimentos em tecnologia da Vasta; a Cogna registra ganho patrimonial pela emissão de ações da controlada. |
| 2021 (jul.)   | 7ª emissão de debêntures simples – Cogna Educação S.A.             | R\$ 900 milhões.                                               | Alongar o perfil de endividamento e reforçar o capital de giro, conforme descrito na seção de dívidas.                                                                           |
| 2022 (jun.)   | <b>8ª emissão de debêntures simples (vinculadas a CRI) – Cogna</b> | R\$ 500 milhões.                                               | Reforço de caixa e refinanciamento de obrigações financeiras, aproveitando estrutura de securitização de recebíveis educacionais.                                                |
| 2022 (set.)   | <b>Renegociação da 1ª emissão de debêntures – Cogna</b>            | Não há novo valor de captação (apenas alteração de condições). | Otimizar custo financeiro e alongar o prazo de pagamento da dívida existente.                                                                                                    |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Inicialmente, o aporte de investidores de *private equity* e o IPO de 2007 consolidaram a base de equity e proporcionaram recursos significativos para expansão. A partir de 2009, a entrada da Advent reforçou ainda mais o capital, ao passo que a companhia passou a empregar ações como moeda para aquisições estratégicas, demonstrando uma preferência crescente por operações que evitassem aumento excessivo do endividamento. Em paralelo, surgiram instrumentos de dívida bancária e debêntures, utilizados sobretudo para financiar etapas específicas da aquisição da Unopar.

Nos anos seguintes, grandes aumentos de capital — como os de 2011, 2012 e 2014 — reforçaram a estrutura patrimonial, reduziram dependências de dívida e consolidaram o padrão da Kroton de financiar expansão majoritariamente por equity. A combinação entre alongamento de passivos, substituição de dívidas e emissões destinadas a aquisições revela uma estratégia financeira orientada à integração de ativos, diluição planejada e fortalecimento contínuo da capacidade de investimento da companhia.

#### 4.2.6 Evolução financeira

A evolução financeira da Cogna reflete sua trajetória de consolidação e adaptação às políticas públicas de financiamento estudantil, em especial o FIES e o Prouni, além das variações macroeconômicas que impactaram o setor educacional.

Quadro 7 – Cogna: Evolução financeira

| Ano  | Receita Líquida<br>(R\$ milhões) | Lucro Líquido<br>(R\$ milhões) | Base Final de<br>Alunos (mil) | Principal Marco                                            |
|------|----------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 2007 | 148,2                            | 31,5                           | 18                            | IPO da Kroton Educacional                                  |
| 2008 | 279,6                            | 48,9                           | 42                            | Expansão para sete estados brasileiros                     |
| 2009 | 333,5                            | -8,1                           | 55                            | Entrada do fundo Advent International                      |
| 2010 | 1.012,00                         | 122,9                          | 75                            | Oferta primária de ações com captação de R\$ 844,1 milhões |
| 2011 | 734,6                            | 37,4                           | 105                           | Aquisição da UNOPAR e expansão nacional                    |
| 2012 | 1.405,60                         | 202                            | 410                           | Ampliação dos polos EAD e integração da Unopar             |
| 2013 | 2.015,90                         | 516,6                          | 518,5                         | Ingresso no Novo Mercado da B3                             |
| 2014 | 4.081,00                         | 435,6                          | 687                           | Fusão com a Anhanguera Educacional                         |
| 2015 | 5.571,00                         | 730,3                          | 1.046,00                      | Integração pós-fusão e consolidação de sinergias           |
| 2016 | 5.831,00                         | 856                            | 1.083,00                      | Expansão do ensino digital e programas híbridos            |
| 2017 | 5.509,00                         | 1.205,00                       | 1.051,00                      | Reestruturação administrativa e digitalização              |
| 2018 | 6.589,00                         | 1.418,00                       | 1.134,00                      | Aquisição da SOMOS Educação                                |
| 2019 | 7.775,00                         | 1.164,00                       | 1.250,00                      | Criação da holding Cogna Educação                          |
| 2020 | 5.092,20                         | -1.335,00                      | 1.045,00                      | IPO da Vasta Platform (NASDAQ)                             |
| 2021 | 5.711,00                         | -771                           | 1.086,00                      | Reestruturação pós-pandemia e venda de colégios Saber      |
| 2022 | 5.092,20                         | -492,9                         | 896                           | Recuperação operacional e avanço digital                   |
| 2023 | 5.895,50                         | -397,4                         | 954,1                         | Redução da alavancagem e aumento do EBITDA                 |
| 2024 | 6.422,40                         | 879,9                          | 1.054,70                      | Retorno à lucratividade e distribuição de dividendos       |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

#### 4.2.7 Corpo docente e produção acadêmica

O Relato Integrado (2024a) aponta que Cogna ultrapassava 24 mil colaboradores, os relatórios institucionais evidenciam um corpo docente altamente qualificado, com mais de 75% de professores com titulação de mestrado ou doutorado em 2023. Em seu Formulário de Referência, o grupo afirma manter incentivos à formação continuada e parcerias com programas de pós-graduação lato e stricto sensu (Cogna, 2022, p. 225).

Há forte ênfase na produção científica aplicada, voltada à resolução de problemas locais e regionais, além de publicações em revistas indexadas nas áreas de educação, gestão, saúde e tecnologia.

A expansão da pesquisa aplicada e inovação foi reforçada por meio de convênios com instituições públicas e privadas e pela inserção de eixos de inovação (2024a), que destaca o papel da Cogna como agente de transformação social e produtiva.

#### **4.2.8 Inserção social e reconhecimento**

A Política de Investimento Social Privado (2024) define diretrizes de doações, patrocínios e projetos via leis de incentivo, priorizando as áreas de Educação, Geração de Renda e Desenvolvimento Local.

Os programas de extensão universitária e voluntariado corporativo têm ampliado o impacto comunitário e o diálogo com stakeholders, reforçando o compromisso da empresa com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).

Em 2024, a Cogna foi reconhecida pelo ranking MESC (Melhores em Satisfação do Cliente) e pela Consumidor Moderno como a “Empresa que Mais Respeita o Consumidor no Segmento Educacional”.

A atuação social se estende à promoção da educação pública via programas da Saber Educação, que atendeu mais de 1,5 milhão de alunos em redes públicas por meio do Programa Nacional do Livro Didático (PNLD) e de parcerias com secretarias estaduais e municipais. A empresa, em sua Política de Investimento Social Privado e Doações (2024), aponta também a doação de livros didáticos e/ou paradidáticos, soluções de ensino e ou verba monetária.

#### **4.2.9 Aspectos administrativos e estratégicos**

A Cogna mantém governança estruturada com Conselho de Administração independente e comitês de auditoria, pessoas e ESG, sendo auditada pela KPMG.

A estratégia “asset light” — menor quantidade possível de ativos fixos, como imóveis e máquinas, para reduzir custos e aumentar a escalabilidade — (Cogna, 2024, p. 136) iniciada em 2021, permitiu a otimização da estrutura de capital, com alavancagem reduzida para 1,35x EBITDA, o menor índice desde 2018. O foco atual recai sobre a expansão digital (Cogna, 2024, p. 133) e a diversificação de receitas por meio de soluções educacionais escaláveis e parcerias público-privadas.

#### 4.2.10 Considerações finais

A Cogna consolidou-se como o maior grupo educacional do Brasil, sustentando uma trajetória de expansão, inovação e sustentabilidade financeira. De uma escola mineira à holding multinacional, o grupo tornou-se referência em acesso democrático à educação superior e inovação pedagógica, apoiado por um robusto ecossistema tecnológico e social.

A trajetória da Cogna revela um processo de profissionalização e digitalização que redefiniu o ensino superior privado no Brasil. Contudo, o grupo enfrentou desafios significativos: retração do FIES, aumento da concorrência e necessidade de reestruturação operacional para reduzir custos e inadimplência.

A resposta estratégica envolveu investimentos em tecnologia educacional e uma reorientação para o modelo B2B e B2G, ampliando a atuação junto ao setor público e corporativo. O sucesso financeiro recente demonstra resiliência, mas a dependência do mercado de EAD e as oscilações regulatórias permanecem como pontos de atenção.

O ciclo de crescimento baseado em aquisições e financiamento estudantil (2007–2016) deu lugar, a partir de 2017, a um modelo de eficiência e sustentabilidade, com foco em educação digital, inovação pedagógica e responsabilidade social corporativa.

Em 2014, mais de 60% de nossa base de alunos de graduação presencial era vinculados ao programa FIES, proporção essa que reduziu para 13% ao final de 2019 e caindo para 6% ao final de 2020, seguindo o volume natural de formaturas dos cursos e captações cada vez menos relevantes para este produto. Para ilustrar esse comportamento, no último processo de captação de alunos da Companhia, de 2020.2, o FIES foi responsável por apenas 1% dos novos ingressantes do segmento presencial, ante uma representatividade de 63% das matrículas presenciais em 2014. (Cogna, 2022, p. 141)

A dependência inicial do FIES, externada em seu Formulário de Referência de 2017 como um fator de risco, foi mitigada pela diversificação das fontes de receita e pelo fortalecimento de produtos tecnológicos (Platos e Vasta):

Em dezembro de 2014, o Governo Federal, através do Ministério da Educação editou as Portarias Normativas 21 e 23/2014. Pela Portaria Normativa 21 somente alunos que obtiverem 450 pontos ou mais na Prova do Enem e não zerarem a redação terão direito a obter o financiamento estudantil do FIES. Esta limitação poderá afetar adversamente nosso negócio na medida que o número de alunos elegíveis ao FIES diminuirá. (Cogna, 2017, p. 31)

Contudo, o desafio contínuo reside na retenção de alunos e na manutenção da qualidade em larga escala. O grupo transita de uma lógica de expansão quantitativa para uma gestão baseada em qualidade, impacto social e sustentabilidade, reafirmando seu papel de liderança na educação superior privada brasileira

A Cogna Educação consolidou-se como um ecossistema educacional integrado, com presença nacional e influência regional significativa. Sua trajetória combina crescimento empresarial, inovação tecnológica e compromisso social, sustentada por práticas de governança robustas e pela adaptação contínua às demandas do setor.

#### 4.3 YDUQS EDUCACIONAL

A YDUQS Participações S.A. é uma das maiores organizações privadas de ensino superior do Brasil, com presença nacional e atuação destacada no ensino presencial, digital e em cursos de Medicina. Fundada em 1970 como Faculdade de Direito Estácio de Sá, no Rio de Janeiro, a instituição se expandiu ao longo de cinco décadas até se consolidar, em 2019, sob a marca corporativa YDUQS — símbolo de uma holding educacional moderna e multimarcas, que reúne Estácio, IBMEC, Wyden, IDOMED, UniToledo, Newton Paiva, Edufor, entre outras instituições de ensino superior (IES).

A YDUQS atua predominantemente no setor educacional privado, oferecendo cursos de graduação, pós-graduação, educação a distância (EaD) e formação profissional. Com sede no Rio de Janeiro, o grupo mantém operações em mais de 25 estados e no Distrito Federal, com 1,3 milhão de alunos matriculados, 69 IES e 2.598 polos de EaD.

##### 4.3.1 Fundação e marcos históricos

A trajetória da YDUQS teve início com a criação da Faculdade de Direito Estácio de Sá em 1970, idealizada pelo magistrado João Uchôa Cavalcanti Netto. De acordo com o Formulário de Referência, em 1988, a instituição alcançou o status de Universidade Estácio de Sá, ampliando a oferta de cursos superiores e consolidando-se como uma das pioneiras na democratização do ensino jurídico privado no Brasil.

A partir de 2005, iniciou-se a transformação em sociedade com fins lucrativos, culminando no IPO de 2007, que marcou o ingresso no mercado de capitais sob o código ESTC3 na B3. O crescimento acelerado foi sustentado por aquisições estratégicas entre 2010 e 2019, como as faculdades Atual da Amazônia, FAL Natal, FATERN, IESST, UNISEB, CEUT e IESAM, entre outras, consolidando presença nacional e diversificando a atuação acadêmica.

Em 2019, a holding passou a adotar a marca YDUQS Participações S.A., refletindo sua estratégia de expansão multimarcas e de foco em ensino de qualidade aliado à inovação tecnológica. A mudança de denominação marcou o início de um ciclo de digitalização e de posicionamento estratégico no setor premium de educação, especialmente com o fortalecimento da marca IDOMED, voltada exclusivamente à Medicina. (YDUQS, 2024, p. 1)

#### **4.3.2 Evolução acadêmica e estrutura curricular**

Atualmente, o grupo possui 106 campi e presença em mais de 1.500 municípios, com um portfólio de mais de 500 cursos de graduação e pós-graduação. A YDUQS investiu mais de R\$ 300 milhões em 2024 em tecnologia e inteligência artificial aplicadas ao ensino, com destaque para a Plataforma de Trabalhabilidade, que conecta alunos ao mercado de trabalho e aprimora o acompanhamento de competências socioemocionais.

As instituições do grupo mantêm notas 4 e 5 no MEC, com destaque para o IDOMED, que já formou mais de 9 mil médicos e detém 68% das vagas maturadas em cursos de Medicina no Brasil. Entre as marcas, Estácio consolidou-se como a maior universidade privada em número de alunos do país, enquanto IBMEC se reposicionou no segmento de negócios e direito com foco em excelência acadêmica e empregabilidade. Já a Wyden e a Newton Paiva fortalecem a presença regional e ampliam a oferta de cursos híbridos e digitais.

#### **4.3.3 Crescimento institucional e dados acadêmicos**

De acordo com o Relatório Integrado (2024), a YDUQS registrou 1,3 milhão de alunos matriculados e mais de 100 mil formandos no ano, com EBITDA ajustado de R\$ 1,8 bilhão e receita líquida de R\$ 5,35 bilhões. O grupo conta com 16.721 colaboradores, sendo 9.985 docentes e 6.736 administrativos, com destaque para a diversidade: 57% de mulheres na liderança e 31% de docentes negros.

O número de polos de ensino a distância cresceu para 2.598 unidades, o que demonstra a consolidação do grupo como líder nacional em ensino digital de qualidade, com ênfase em metodologias híbridas e personalização da aprendizagem.

#### 4.3.4 Evolução do nível de captação de recursos

Ao longo de sua trajetória, a YDUQS evoluiu de um modelo de financiamento baseado majoritariamente em **equity** — com o IPO de 2007 e follow-ons em 2010 e 2013 que financiaram ampliações e aquisições — para uma estrutura predominantemente apoiada em **dívida estruturada**, marcada pela emissão recorrente de debêntures, notas promissórias, CCBs e linhas externas. A partir de 2011, a empresa passa a utilizar debêntures e financiamentos bancários para sustentar a expansão, intensificando o uso de instrumentos de curto e médio prazo entre 2018 e 2020, especialmente para viabilizar aquisições relevantes como a Adtalem Brasil.

Nos anos posteriores, observa-se uma estratégia de **liability management**, com emissões destinadas a refinanciamento, alongamento de prazos e otimização do perfil da dívida. Em 2023–2024, o grupo consolida um padrão de financiamento híbrido, combinando reforço de caixa, reciclagem de passivos e estruturas vinculadas a ativos imobiliários, refletindo maturidade financeira e a transição para uma gestão mais sofisticada do endividamento.

Quadro 8 – YDUQS: Evolução do nível de captação de recursos

(continua)

| Ano / Período         | Tipo de captação                                              | Valor aproximado                                         | Motivo / objetivo declarado                                                                                                                               |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2007 (Oferta inicial) | Oferta pública de distribuição <b>primária</b> de Units (IPO) | R\$ 268,2 milhões na oferta primária (11.918.400 Units)  | Financiamento da expansão do negócio: 61% aquisições, 25% abertura de novas unidades, 14% expansão e manutenção das unidades existentes                   |
| 2008                  | GP Investments ( <i>Private Equity</i> )                      | R\$ 259 milhões                                          | Início de uma fase de reestruturação corporativa, profissionalização da gestão e preparação para expansão via M&A; marco inicial da modernização do grupo |
| 2010 (out/2010)       | Oferta subsequente (follow-on) <b>primária</b> de ações ON    | R\$ 62,3 milhões na oferta primária (3.280.324 ações ON) | Financiamento da expansão: 50% aquisições, 25% novas unidades, 25% expansão e manutenção das unidades existentes                                          |

(continua)

| Ano / Período       | Tipo de captação                                                           | Valor aproximado                                                                                             | Motivo / objetivo declarado                                                                                                                              |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011<br>(nov/2011)  | <b>1ª emissão pública de debêntures simples</b><br>(quirografárias)        | R\$ 200 milhões                                                                                              | Reforço de caixa para fazer frente à política de expansão, incluindo aquisições e/ou criação de novos campi                                              |
| 2011–2012           | Linhas de crédito em moeda estrangeira com IFC                             | 2ª linha de crédito de até US\$ 70 milhões (saldo devedor R\$ 17,0 milhões em 2015; parte já sacada em 2012) | Finalidade específica <b>não descrita</b> nos trechos analisados (provavelmente associada à expansão, mas o formulário não explicita; lacuna registrada) |
| 2013 (jan–fev/2013) | Oferta subsequente (follow-on) – ações ON (primária + secundária)          | Primária: R\$ 616,9 milhões; total da oferta (primária + secundária) R\$ 768,7 milhões                       | 75% para aquisições, 10% expansão do EAD, 15% crescimento orgânico (novos campi e expansão de unidades existentes)                                       |
| 2014<br>(out/2014)  | <b>2ª emissão pública de debêntures simples</b> com esforços restritos     | R\$ 300 milhões (30.000 debêntures de R\$ 10.000)                                                            | Reforço de caixa para suportar política de expansão e investimentos                                                                                      |
| 2015<br>(mar/2015)  | Empréstimo em moeda estrangeira (Itaú Unibanco Nassau Branch) + swap       | US\$ 61,2 milhões, com swap para CDI + 0,12% a.a.                                                            | “Fortalecimento do caixa e manutenção do plano de expansão da Companhia”                                                                                 |
| 2015<br>(set/2015)  | <b>3ª emissão pública de debêntures simples</b> com esforços restritos     | R\$ 187 milhões (18.700 debêntures de R\$ 10.000)                                                            | Reforço de caixa para política de expansão e investimentos                                                                                               |
| 2016<br>(nov/2016)  | <b>1ª emissão de notas promissórias comerciais</b>                         | R\$ 300 milhões (duas séries de notas)                                                                       | A finalidade específica não é explicitada nos trechos localizados                                                                                        |
| 2018<br>(dez/2018)  | <b>2ª emissão de notas promissórias comerciais</b><br>(esforços restritos) | R\$ 600 milhões (240 notas de R\$ 2,5 milhões)                                                               | Recursos destinados a “usos gerais de caixa da Companhia”                                                                                                |
| 2019<br>(fev/2019)  | <b>5ª emissão pública de debêntures</b><br>(esforços restritos)            | R\$ 600 milhões                                                                                              | “Usos gerais de caixa da Companhia”                                                                                                                      |
| 2019                | <b>3ª emissão de notas promissórias comerciais</b>                         | R\$ 700 milhões (14 notas, duas séries de R\$ 50 milhões cada)                                               | Financiamento da aquisição da totalidade das ações da Adtalem Brasil Holding S.A. (mar/2020 aprovado)– 2020 (mar/2020 concluída)                         |
| 2020<br>(abr/2020)  | <b>4ª emissão de notas promissórias comerciais</b>                         | R\$ 350 milhões (10 notas de R\$ 35 milhões)                                                                 | Também destinada à aquisição da totalidade das ações da Adtalem Brasil Holding S.A.                                                                      |

(continua)

| Ano / Período       | Tipo de captação                                                          | Valor aproximado                                                                               | Motivo / objetivo declarado                                                                                                                                                                                              |
|---------------------|---------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020 (mar-dez/2020) | Programa de <b>CCBs (cédulas de crédito bancário)</b> com diversos bancos | Captação total de principal de R\$ 1.535 milhões, em várias operações com vencimentos até 2023 | Recursos enquadrados, em termos gerais, como fontes de financiamento para capital de giro e investimentos em ativos não circulantes, sem destinação específica por operação                                              |
| 2020 (fev/2020)     | <b>Credit Agreement</b> em US\$ 125 milhões com Citibank                  | US\$ 125 milhões                                                                               | Finalidade original não detalhada nos trechos analisados; aparece como dívida a ser liquidada pela 6ª emissão de debêntures (lacuna). Linha 4.131.                                                                       |
| 2021 (fev/2021)     | <b>6ª emissão de debêntures</b> (esforços restritos)                      | R\$ 1,85 bilhão (1.850.000 debêntures de R\$ 1.000)                                            | Quitação do Credit Agreement em US\$ 125 milhões; quitação de duas CCBs do Santander (R\$ 500 milhões e R\$ 100 milhões); quitação da 1ª série da 3ª emissão de notas promissórias (R\$ 350 milhões); e reforço de caixa |
| 2021 (nov/2021)     | <b>7ª emissão de debêntures</b> (esforços restritos)                      | R\$ 300 milhões (300.000 debêntures de R\$ 1.000)                                              | Recursos destinados a propósitos corporativos gerais e/ou liability management (gerenciamento de passivos)                                                                                                               |
| 2022 (set/2022)     | <b>8ª emissão de debêntures</b> (esforços restritos)                      | R\$ 500 milhões (500.000 debêntures de R\$ 1.000)                                              | Refinanciamento de dívidas da Companhia e reforço de caixa                                                                                                                                                               |
| 2022 (mar/2022)     | CCB Safra ligada ao programa de endividamento                             | R\$ 200 milhões (principal; com vencimento em 2024)                                            | Finalidade específica não detalhada; enquadrada no conjunto de “captações realizadas” e financiamentos para aquisições e investimentos                                                                                   |
| 2022 (fev/2022)     | Linha 4.131 em USD – Citibank (nova operação)                             | Principal de R\$ 233,2 milhões na data do FRE                                                  | Objetivo específico não descrito nos trechos; a linha é incluída entre contratos relevantes de financiamento (lacuna)                                                                                                    |
| 2023 (jan/2023)     | Linha 4.131 – Citibank (nova captação ou rolagem)                         | Saldo em aberto de R\$ 455,8 milhões                                                           | Apenas descrita como uma das principais linhas de financiamento utilizadas para melhoria de unidades, expansão orgânica e aquisições                                                                                     |
| 2023 (out/2023)     | <b>9ª emissão de debêntures</b> (3 séries)                                | R\$ 689,1 milhões (principal)                                                                  | Recursos destinados ao pagamento de aluguéis de contratos de locação de imóveis, construção e/ou reforma de imóveis vinculados, conforme estrutura de CRI lastreado nesses contratos                                     |
| 2024                | <b>10ª emissão de debêntures</b> (esforços restritos)                     | Valor não explicitado nos trechos analisados (apenas indicado como “10ª emissão”)              | Integralmente destinada ao resgate antecipado total das debêntures da 6ª emissão da Companhia                                                                                                                            |

| (conclusão)   |                                                       |                                              |                                                                                              |
|---------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ano / Período | Tipo de captação                                      | Valor aproximado                             | Motivo / objetivo declarado                                                                  |
| 2024          | <b>11ª emissão de debêntures</b> (esforços restritos) | Valor não explicitado nos trechos analisados | Recursos integralmente destinados ao reforço de caixa e usos corporativos gerais da emissora |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

#### 4.3.5 Evolução financeira

A evolução financeira da YDUQS, conforme os Formulários de Referência (FRE) de 2011 a 2023, revela um movimento contínuo de crescimento de receita — de cerca de R\$ 1,1 bilhão em 2011 para R\$ 5,1 bilhões em 2023 — acompanhado pela expansão acelerada da base de alunos, que passou de aproximadamente 240 mil para mais de 1,3 milhão no mesmo período. Esse avanço foi impulsionado inicialmente por ofertas de ações que financiaram a abertura de campi e aquisições, seguido, a partir de 2014, por um ciclo intenso de captação via debêntures, notas promissórias, empréstimos bancários e linhas externas, especialmente para suportar grandes movimentos como a aquisição da Adtalem.

Nos anos mais recentes, observa-se uma transição para estratégias de *liability management*, com emissões destinadas ao refinanciamento de dívidas, alongamento de prazos e estabilização do perfil financeiro. Embora o crescimento tenha sido robusto, há registros de oscilações de lucratividade, como o prejuízo em 2022, revertido para lucro em 2023, refletindo a complexidade do modelo de expansão e a necessidade de contínuo equilíbrio entre escala, alavancagem e eficiência operacional.

Quadro 9 – YDUQS: Evolução financeira

(continua)

| Ano         | Receita Líquida / ROL | Base de Alunos   | Principais Marcos Institucionais / Operacionais                                                                  |
|-------------|-----------------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>2011</b> | R\$ 1.148,4 milhões   | 240 mil*         | Consolidação de múltiplas aquisições regionais; avanço da expansão geográfica; preparação para follow-on de 2013 |
| <b>2012</b> | R\$ 1.383,3 milhões   | 271,5 mil alunos | Rede com 1 universidade, 4 centros universitários, 33 faculdades, 52 polos; forte expansão física                |
| <b>2013</b> | R\$ 1.731,0 milhões   | 315,7 mil alunos | Realização do <b>follow-on primário</b> (R\$ 616,9 mi); expansão do EAD e novos campi                            |
| <b>2014</b> | R\$ 2.383,5 milhões   | n.d.             | <b>2ª emissão de debêntures</b> (R\$ 300 mi); integração de aquisições anteriores                                |

(conclusão)

| Ano  | Receita Líquida / ROL | Base de Alunos     | Principais Marcos Institucionais / Operacionais                                                                  |
|------|-----------------------|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015 | R\$ 2.931,5 milhões   | n.d.               | 3ª emissão de debêntures (R\$ 187 mi); empréstimo em USD com swap; reforço de caixa para expansão                |
| 2016 | n.d.                  | n.d.               | Emissão de notas promissórias (R\$ 300 mi); pré-pagamento de debênture 2011                                      |
| 2017 | R\$ 3.378,98 milhões  | 515,4 mil alunos   | Aumento de polos EAD; consolidação nacional; crescimento orgânico sólido                                         |
| 2018 | R\$ 3.619,38 milhões  | 542,4 mil alunos   | 2ª emissão de notas promissórias (R\$ 600 mi); base docente em expansão                                          |
| 2019 | R\$ 3.565,04 milhões  | 570,3 mil alunos   | 5ª emissão de debêntures (R\$ 600 mi); preparação para aquisição da Adtalem Brasil                               |
| 2020 | R\$ 3.853,7 milhões   | 859,3 mil alunos   | Aquisição da Adtalem (financiada pelas 3ª e 4ª notas promissórias); forte aumento de polos EAD; início do IDOMED |
| 2021 | R\$ 4.391,4 milhões   | 1.067,7 mil alunos | 6ª emissão de debêntures (R\$ 1,85 bi) para refinarciar dívidas externas e notas; reorganização das marcas       |
| 2022 | R\$ 4.564,9 milhões   | 1.194,9 mil alunos | 8ª emissão de debêntures (R\$ 500 mi); prejuízo líquido (R\$ 55,4 mi); expansão Premium e Digital                |
| 2023 | R\$ 5.147,6 milhões   | 1.308,0 mil alunos | 9ª emissão de debêntures (R\$ 689 mi); expansão de 2.604 polos EAD; unificação das unidades de negócio           |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

#### 4.3.6 Corpo docente e produção acadêmica

O corpo docente da YDUQS é composto por cerca de 10 mil professores, com expressiva proporção de mestres e doutores. Em 2024, todas as IES do grupo obtiveram notas 4 ou 5 nas avaliações de credenciamento do MEC, refletindo a excelência acadêmica e o investimento contínuo em formação docente e em tecnologias de apoio ao ensino.

O grupo também promove programas de extensão e pesquisa aplicada em sustentabilidade, saúde e inovação tecnológica. Mais de 678 mil pessoas foram beneficiadas por atividades de extensão e 2,4 milhões impactadas por programas sociais via Instituto YDUQS, com investimento de R\$ 3,1 milhões em 2024.

#### 4.3.7 Inserção social e reconhecimento

A YDUQS destaca-se como promotora de inclusão e diversidade: 80% dos alunos são oriundos da rede pública, e mais da metade são os primeiros de suas famílias a cursar o ensino superior. Além disso, o grupo integra o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3, o

Índice de Mulheres na Liderança (TEVA) e o iDiversa B3, sendo reconhecido pela EXAME Gestão de Pessoas 2024 como uma das melhores empresas para trabalhar.

No campo esportivo, a Estácio tornou-se a maior universidade com atletas olímpicos do mundo, enviando 77 atletas para Paris 2024, reforçando a integração entre educação e esporte de alto desempenho.

#### **4.3.8 Aspectos administrativos e estratégicos.**

A YDUQS possui estrutura de governança corporativa consolidada, com foco em transparência, sustentabilidade e ética. O grupo mantém nível Novo Mercado da B3, sendo a única instituição de ensino superior do mundo com rating “AA” em ESG pela MSCI.

O modelo de gestão estratégica privilegia a alocação eficiente de capital, inovação tecnológica e controle rigoroso de custos. A companhia encerrou 2024 com ativo total de R\$ 7,17 bilhões e patrimônio líquido de R\$ 3,12 bilhões, demonstrando solidez financeira.

#### **4.3.9 Considerações finais**

A trajetória da YDUQS reflete a evolução do ensino superior privado no Brasil: da fundação da Estácio de Sá em 1970 à consolidação de um ecossistema educacional multimarcas, ancorado em tecnologia, inclusão e qualidade. O grupo combina robustez financeira, excelência acadêmica e compromisso social, consolidando-se como líder nacional em educação superior privada e um benchmark global em ESG.

A YDUQS tem demonstrado resiliência e adaptação frente a desafios macroeconômicos e regulatórios, como o risco de aumento da taxa de juros. Em seu Formulário de Referência (2017), a empresa afirma:

Adicionalmente, qualquer aumento nas taxas de juros poderá elevar o custo dos empréstimos estudantis, inclusive os empréstimos nos termos do FIES e do Crédito Universitário PraValer, e reduzir a demanda em relação aos cursos. (YDUQS, 2017. p. 32)

O Formulário de Referência (2017) deixa visível a dependência de políticas públicas ao apresetar deduções da receita bruta durante o período da crise do FIES:

Em 2015, foi registrado nas deduções da receita bruta o montante de R\$28,1 milhões, referente ao cálculo de ajuste a valor presente dos créditos do FIES não quitados pelo

Fundo Nacional do Desenvolvimento da Educação (“FNDE”) durante o ano de 2015 (um total de aproximadamente R\$681,2 milhões). A contrapartida deste ajuste foi lançada no “contas a receber FIES”. (YDUQS, 2017, p. 203)

A redução da dependência de programas públicos como FIES e Prouni consolidou sua autonomia financeira e reforçou a capacidade de auto investimento.

Contudo, desafios persistem no controle da evasão e na manutenção da empregabilidade dos egressos em um mercado de trabalho em transformação digital.

A YDUQS (2024) projeta um futuro pautado pela inovação pedagógica, expansão digital e fortalecimento das áreas de Medicina e Negócios, mantendo o propósito de “Educar para Transformar”.

#### 4.4 SER EDUCACIONAL

A Ser Educacional S.A. é uma das principais companhias de educação superior privada do Brasil, com sede em Recife (PE), fundada em 1993 por Janguê Diniz. A instituição se consolidou como um dos maiores grupos educacionais do país, presente em todos os estados e no Distrito Federal. Atua em cursos de graduação, pós-graduação, técnicos e livres, tanto nas modalidades presencial, híbrida e digital, com marcas de forte reconhecimento regional como UNINASSAU, UNINABUCO, UNAMA, UNIVERITAS, UNIFAEL, entre outras (Ser Educacional, 2024, p. 1).

Desde sua fundação, o grupo estruturou-se sob pilares de expansão territorial, inovação acadêmica e governança corporativa, mantendo foco na educação de qualidade, empregabilidade e inclusão social.

##### 4.4.1 Fundação e marcos históricos

De acordo com o Formulário de Referência (2024), a trajetória da Ser Educacional iniciou-se em 2003, com a fundação da UNINASSAU – Centro Universitário Maurício de Nassau, em Recife (PE). O crescimento acelerado da instituição levou à constituição de um grupo educacional multimarcas, expandido por meio de aquisições e integrações estratégicas, consolidando um portfólio composto por UNINASSAU, UNAMA, UNINORTE, UNG, UNIFAEL, UNIFASB, UNIFACIMED, UNESC e UNI7, entre outras.

A década de 2020 foi marcada por um ciclo de diversificação e reorganização operacional. Entre 2020 e 2022, o grupo consolidou aquisições relevantes, como as da Delínea Tecnologia Educacional Ltda., Plantão Veterinário Ltda., Pet Shop Kero Kolo Ltda. e, especialmente, a UNIFAEL – Sociedade Técnica Educacional da Lapa S.A., uma das maiores instituições de ensino digital (EAD) do país, cuja integração foi concluída em janeiro de 2022, incorporando aproximadamente 87,6 mil alunos à base total (Ser Educacional, 2024, p. 4).

Em 2023, o grupo celebrou 20 anos de atuação e adquiriu o Centro Universitário Sete de Setembro (UNI7), em Fortaleza (CE), ampliando sua presença no Nordeste e fortalecendo a oferta de cursos de Direito, Psicologia, Engenharias e Saúde. Em 2024, novas unidades foram abertas em Bragança (PA), Manaus (AM) e Florianópolis (SC), demonstrando a expansão geográfica contínua e a consolidação de uma rede com presença nacional, abrangendo todos os estados do país

#### **4.4.2 Evolução acadêmica e estrutura curricular**

A Ser Educacional S.A. tem origem no Complexo Educacional Bureau Jurídico, fundado em 1993, em Recife (Pernambuco), com foco inicial em cursos preparatórios para concursos públicos. Em 2003, com a criação da Faculdade Maurício de Nassau, a organização iniciou formalmente sua atuação no ensino superior.

A Ser Educacional opera atualmente sob um modelo omnichannel, combinando ensino presencial, híbrido e digital, com mais de 1.000 polos EAD em 26 estados. Em 2022, desenvolveu o ecossistema de educação continuada, ampliando receitas auxiliares em 122% e promovendo crescimento de 32% na base total de alunos.

O grupo também investiu em laboratórios de saúde, clínicas-escola e plataformas digitais, com destaque para a GoKursos e GoDigital.Edu, consolidando-se como referência em cursos livres e especializações. Houve ainda forte investimento em tecnologia educacional e automação de processos administrativos, voltados ao ganho de eficiência operacional e pedagógica.

O grupo concentrou esforços nas áreas de saúde, engenharias e direito, reforçando laboratórios, clínicas e infraestrutura tecnológica. Em 2024, após decisão favorável do STF na ADC 81, a Companhia obteve autorização para 480 novas vagas em Medicina, distribuídas entre novos cursos e ampliações de campus, elevando o total de 521 para 1.001 vagas anuais, um aumento de 92,1% em relação a 2023.

#### 4.4.3 Crescimento institucional e dados acadêmicos

Em 2022, o grupo atingiu 295,2 mil alunos, representando crescimento de 32% em relação a 2021, impulsionado pela UNIFAEL e expansão do ensino digital. O segmento de ensino a distância cresceu 77,8%, consolidando a transição estratégica do grupo para o digital, conforme Formulário de Referência (2024).

Tabela 2 – Ser Educacional: Crescimento institucional e dados acadêmicos

| Ano  | Base Total de Alunos | Variação (%) | Receita Líquida (R\$ milhões) |
|------|----------------------|--------------|-------------------------------|
| 2020 | 242.000              | —            | 1.406                         |
| 2021 | 223.200              | -7,7         | 1.406                         |
| 2022 | 295.200              | 32           | 1.676                         |
| 2023 | 308.000              | 4,3          | 1.728                         |
| 2024 | 322.000*             | 4,5          | 1.850*                        |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

#### 4.4.4 Evolução do nível de captação de recursos

A trajetória revela uma evolução da estrutura de captação de recursos que se inicia com aportes de *private equity* e linhas de crédito internacionais, transita por uma abertura de capital e, posteriormente, combina captações bancárias de capital de giro com emissões crescentes de debêntures e operações de liability management.

A partir de 2017, a Companhia passa a recorrer de forma mais recorrente ao mercado de capitais, tanto via debêntures quanto via aumento de capital, enquanto, a partir de 2020, intensifica o uso de financiamentos bancários para enfrentar choques de liquidez, ao mesmo tempo em que usa as novas emissões de debêntures (3ª a 6ª emissões) principalmente para reforço de caixa e reprofiling de dívidas.

Essa combinação de instrumentos evidencia uma estratégia de financiamento que procura equilibrar liquidez, alongamento de prazos e diversificação de fontes, dentro dos limites e informações explicitamente registradas nos formulários de referência analisados.

Quadro 10 – Ser Educacional: Evolução do nível de captação de recursos

(continua)

| Ano / Período                                 | Tipo de captação                                                                                 | Valor aproximado                              | Motivo / objetivo declarado                                                                                                               |
|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2008                                          | Aporte de capital ( <i>private equity</i> – Cartesian Capital Group)                             | R\$ 48.000.000                                | Entrada de investidor institucional com 11,3% do capital da ESBJ, ampliando o capital próprio do grupo educacional                        |
| 2010                                          | Linha de crédito aprovada pelo IFC – Banco Mundial (financiamento)                               | Até R\$ 80.000.000                            | Ampliação da capacidade de financiamento do Grupo Universitário Maurício de Nassau por meio de linha de crédito                           |
| 2013                                          | Oferta Pública Inicial de Ações (IPO) na B3, segmento Novo Mercado                               | R\$ 619.430.000                               | Companhia passou a integrar o rol de empresas de capital aberto no Novo Mercado, com “os mais avançados níveis de governança corporativa” |
| 2017                                          | 2ª emissão de debêntures simples, não conversíveis, espécie quirografária, 1ª e 2ª séries        | R\$ 200.000.000                               | Pagamento de financiamentos da Companhia e reforço de capital de giro, se houvesse saldo remanescente                                     |
| 2017                                          | Aumento de capital por subscrição privada de ações ( <i>equity</i> )                             | R\$ 391.644.172,80                            | Aumento de capital social nos termos aprovados pelo Conselho de Administração                                                             |
| 2017–2018                                     | Contrato de financiamento com IFC (contrato nº 32.648), dívida bancária em reais atrelada ao CDI | R\$ 120.000.000 (valor principal do contrato) | Aumenta o volume de financiamentos de longo prazo denominados em reais, compondo a dívida bruta da Companhia nos exercícios subsequentes  |
| Data não informada (vencimento em 03/06/2019) | Cédula de Crédito Bancário – Santander, capital de giro                                          | R\$ 50.000.000                                | Capital de giro (conforme denominação da cédula nos trechos consultados)                                                                  |
| Data não informada (vencimento em 15/07/20)   | 1ª emissão de debêntures simples, não conversíveis, espécie quirografária, série única           | R\$ 150.000.000                               | Liquidado com parte dos recursos da 2ª emissão de debêntures (2017), no valor de R\$ 150 milhões.                                         |
| 30/04/2020                                    | Empréstimo bancário – Cédula de Crédito Bancário com Itaú Unibanco, capital de giro              | R\$ 200.000.000                               | Reforço de caixa e capital de giro em contexto de incertezas econômicas decorrentes da pandemia                                           |
| 01/06/2020                                    | Empréstimo bancário – Cédula de Crédito Bancário com Banco Santander                             | R\$ 100.000.000                               | Reforço de caixa e capital de giro em cenário de pandemia                                                                                 |

| (conclusão)                                   |                                                                                                                                             |                                                     |                                                                                                                                                                          |
|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ano / Período                                 | Tipo de captação                                                                                                                            | Valor aproximado                                    | Motivo / objetivo declarado                                                                                                                                              |
| 10/06/2020                                    | Empréstimo bancário – Contrato de crédito com Caixa Econômica Federal, capital de giro                                                      | R\$ 200.000.000                                     | Capital de giro e reforço de liquidez, com prazo mais longo (36 meses) e carência de 12 meses                                                                            |
| 07/01/2022                                    | Empréstimo junto ao Itaú BBA International, com swap simultâneo com Itaú Unibanco                                                           | R\$ 200.000.000                                     | Objetivo específico não detalhado, apenas classificado como empréstimo em moeda estrangeira com swap simultâneo com Itaú Unibanco                                        |
| 31/03/2022                                    | Renovação / rolagem de contrato de capital de giro com CEF                                                                                  | R\$ 156.000.000                                     | Objetivo não detalhado na renovação                                                                                                                                      |
| 20/06/2022 e 30/06/2022                       | Renovação / rolagem de contratos de capital de giro com Santander (R\$ 90 milhões) e Itaú (R\$ 150 milhões)                                 | R\$ 90.000.000 (Santander) e R\$ 150.000.000 (Itaú) | Renovação dos contratos de capital de giro originalmente contratados em 2020, com novos prazos de 24 meses (Itaú) e 36 meses (Santander)                                 |
| 15/08/2022                                    | 3ª emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, espécie quirografária, série única                                             | R\$ 200.000.000                                     | Recursos líquidos destinados a reforço de caixa da Companhia, conforme formulários de referência e seção de destinação de recursos                                       |
| 02/10/2023 (aprovação)                        | 4ª emissão de debêntures simples, não conversíveis, espécie quirografária, série única, distribuição pública                                | R\$ 200.000.000                                     | Recursos líquidos destinados ao alongamento de dívidas (“liability management”), conforme descrito na destinação de recursos das ofertas públicas                        |
| 15/05/2024                                    | 5ª emissão de debêntures simples, não conversíveis, espécie quirografária, série única, distribuição pública com garantia firme             | R\$ 150.000.000                                     | Recursos líquidos destinados ao refinanciamento do passivo e alongamento de dívidas (liability management), conforme descrito em 12.8 – destinação de recursos           |
| 11/12/2024 (aprovação) / 26/12/2024 (emissão) | 6ª emissão de debêntures simples, não conversíveis, espécie quirografária, em 2 séries (1ª série: R\$ 90 milhões; 2ª série: R\$ 60 milhões) | R\$ 150.000.000                                     | Prosseguimento da estratégia de liability management, substituindo dívidas anteriores por debêntures com vencimentos em 2029, com duas séries remuneradas a CDI + spread |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

#### 4.4.5 Evolução financeira

A evolução financeira da Ser Educacional, conforme as Demonstrações Financeiras e Formulários de Referência, demonstra solidez e crescimento consistente, mesmo diante das oscilações do setor educacional. O desempenho financeiro demonstra trajetória de crescimento contínuo da receita líquida e estabilidade nos resultados operacionais, acompanhada da ampliação de margens brutas e ganhos de eficiência administrativa. A gestão de capital manteve níveis de endividamento controlados e foco na geração de caixa operacional, com distribuição regular de dividendos, conforme Demonstrações Financeiras 2020–2024.

Quadro 11 – Ser Educacional: Evolução financeira

| Ano  | Principais Fatos                                                            | Receita Líquida Consolidada (R\$ mi) | Lucro Líquido (R\$ milhões) |
|------|-----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|
| 2020 | Crescimento sustentado pela expansão digital e integração de novas mantidas | 1.248,50                             | 165                         |
| 2021 | Ajustes operacionais e retomada pós-pandemia                                | 1.403,70                             | 119,4                       |
| 2022 | Consolidação de aquisições e ajustes regulatórios                           | 1.458,20                             | 84,7                        |
| 2023 | Aumento da base de alunos e controle de custos                              | 1.593,60                             | 94,1                        |
| 2024 | Expansão orgânica e fortalecimento do ensino digital                        | 1.768,00                             | 128,3                       |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

#### 4.4.6 Corpo docente e produção acadêmica

O grupo mantém corpo docente com predominância de mestres e doutores, distribuídos em todas as áreas do conhecimento e, de acordo com Relatório de Sustentabilidade, os resultados acadêmicos de 2023, publicados pelo INEP, em outubro de 2023 para o ciclo de 2022, indicam 65% dos cursos avaliados com notas de 3 a 5, contra 63%, no ciclo comparável do ano de 2018, referente ao ENADE, evidenciando o compromisso com a qualidade educacional (Ser Educacional, 2023, p. 6).

#### 4.4.7 Inserção social e reconhecimento

Diversas iniciativas são apresentadas no Relatório de Sustentabilidade (2023) da instituição. O grupo mantém atuação social por meio do Instituto Ser Educacional, com projetos em cultura, esporte e ações socioambientais. Em 2022, a usina solar da UNINASSAU Caruaru gerou 1.204,4 MWh, reduzindo emissões de CO<sub>2</sub> em 572 toneladas, reafirmando a política ESG (Ser Educacional, 2023, p. 6). A conquista do Catalyst Award 2023 na categoria "Diversidade,

Equidade, Inclusão e Pertencimento" pelo projeto Novas Histórias, que disponibiliza bolsas de cursos EAD para mães privadas de liberdade, o que enfatiza o compromisso da Ser Educacional com práticas sustentáveis, ultrapassando a atuação restrita à oferta tradicional de ensino de qualidade .

Além disso, o grupo mantém programas de extensão universitária e clínicas-escola, atendendo comunidades locais e promovendo formação prática e impacto social.

#### **4.4.8 Aspectos administrativos e estratégicos.**

A Ser Educacional adota modelo de governança composto por Conselho de Administração, Comitês de Auditoria, Finanças, Inovação e Governança, e Diretoria Executiva. Em 2022, destacou-se a plena atuação do Comitê de Auditoria, implementado em 2021, e a adoção de planos de automação e compliance interno.

#### **4.4.9 Considerações finais**

A trajetória da Ser Educacional S.A. entre 1993 e 2024 reflete um processo contínuo de consolidação, inovação e expansão nacional, impulsionado por uma visão empreendedora e gestão corporativa sólida. O grupo evoluiu de um núcleo regional de ensino jurídico em Pernambuco para uma holding educacional de capital aberto com atuação em todo o território brasileiro.

A combinação de estratégias de aquisição, diversificação de modalidades e investimentos em tecnologia educacional permitiu o crescimento orgânico e a ampliação da base de alunos, garantindo sustentabilidade financeira mesmo em contextos adversos.

Em seu Formulário de Referência (2020), a empresa afirma que, à época, “qualquer atraso ou suspensão dos repasses, bem como alteração nas regras, poderá prejudicar nosso fluxo de caixa e, consequentemente, nosso negócio” (Ser Educacional, 2020, p. 23). No documento, a empresa realata que, a partir de dezembro 2014, período da crise do FIES

o Governo Federal, por meio do Ministério da Educação, reduziu seus investimentos no FIES e no PRONATEC, reduzindo o número de vagas disponibilizadas para ambos os programas. Como consequência, em 2017, o número de alunos de cursos técnicos da Companhia, captados através do PRONATEC, era 0,3 mil alunos, tendo essa última turma finalizado as aulas no primeiro semestre de 2018. A base de alunos FIES passou de 41,5% da base de alunos de graduação presencial, em 31 de dezembro de 2017, para

31,6% em 31 de dezembro de 2018 e 23,5% em 31 de dezembro de 2019 (Ser Educacional, 2020, p. 23).

Contudo, a evolução da Ser Educacional demonstra capacidade de adaptação ao cenário econômico e regulatório do ensino superior brasileiro. Entre 2020 e 2024, o grupo enfrentou desafios derivados da inflação, retração do FIES, aumento de custos e mudanças na demanda por educação digital. Em resposta, consolidou um modelo flexível, escalável e tecnológico, investindo na expansão digital e na otimização de custos.

Os principais desafios estruturais residem na manutenção da qualidade acadêmica frente ao crescimento acelerado e na retenção de alunos, especialmente no ensino a distância. Além disso, a integração de aquisições complexas exige sinergia entre culturas institucionais e sistemas pedagógicos distintos. Apesar disso, a companhia tem mostrado resiliência financeira e institucional, mantendo crescimento consistente em receita líquida e EBITDA.

A análise evidencia, ainda, que o avanço da educação híbrida e a forte digitalização representam tanto oportunidade de expansão quanto risco de diluição da qualidade e do engajamento discente, caso não haja acompanhamento pedagógico eficiente.

Em termos de contribuição social, o grupo destaca-se pelo impacto em comunidades locais, pela geração de empregos diretos e indiretos e por programas educacionais de inclusão e sustentabilidade. O desafio futuro está em equilibrar crescimento, qualidade acadêmica e inovação tecnológica, consolidando-se como referência em ensino superior privado no Brasil.

#### 4.5 CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL

Fundada em 1965, na cidade de São Paulo (SP), em duas salas emprestadas nos fundos de uma igreja com a oferta de cursos preparatórios, a Cruzeiro do Sul Educacional consolidou-se como um dos mais expressivos grupos de educação privada do Brasil. De acordo com o texto no Formulário de Referência (2024) abrangendo instituições de ensino superior e básico em diferentes regiões do país. Sua trajetória reflete o avanço das políticas de expansão do ensino superior privado no Brasil e a profissionalização do setor educacional desde a segunda metade do século XX.

A instituição nasceu como um pequeno curso de admissão no bairro de São Miguel Paulista, transformando-se posteriormente em colégio, faculdade e, por fim, em um grupo de

referência com presença nacional. O processo de expansão foi pautado por estratégias de diversificação regional e integração de marcas, buscando atender às especificidades socioculturais de cada localidade. Hoje instituição é listada na bolsa de valores sob o ticker CSED3 (Cruzeiro do Sul Educacional, 2024, p. 111).

#### **4.5.1 Fundação e marcos históricos**

O histórico, descrito no Formulário de Referência (2024), aponta que o grupo teve origem no Colégio Cruzeiro do Sul, idealizado pelos professores Hermes Ferreira Figueiredo, Gilberto Padovese, Helvécio Zampieri e Wilson João Zampieri, com o intuito de suprir a carência educacional na zona leste paulistana. Em 1973, foi criada a Faculdade de Ciências Contábeis e Administrativas de São Miguel Paulista, embrião do ensino superior do grupo. O reconhecimento oficial da Universidade Cruzeiro do Sul (UNICSUL) ocorreu em 1993, consolidando a transição de colégio para universidade.

O grupo iniciou sua política de aquisições e fusões na década de 2000, incorporando instituições com forte presença regional, como:

- Centro Universitário Módulo (Caraguatatuba – SP, 2007);
- Centro Universitário do Distrito Federal (UDF) (Brasília – DF, 2008);
- Universidade Cidade de São Paulo (UNICID) (2012);
- Universidade de Franca (UNIFRAN) (2013);
- Centro Universitário Nossa Senhora do Patrocínio (CEUNSP) (2015);
- Centro Universitário da Serra Gaúcha (FSG) e Faculdade CESUCA (RS, 2018)
- Universidade Positivo (Curitiba e Londrina – PR, 2019);
- Centro Universitário Braz Cubas (Mogi das Cruzes – SP, 2019);

Em 2017, o Fundo Soberano de Cingapura (GIC) ingressou no quadro acionário, consolidando uma nova fase de expansão e profissionalização administrativa.

#### 4.5.2 Evolução acadêmica e estrutura curricular

A Cruzeiro do Sul consolidou um modelo educacional multicampi e multimarcas, ofertando cursos de graduação, pós-graduação, mestrado e doutorado, nas modalidades presencial e a distância (EaD). Até 2019, o grupo contava com:

- Mais de 350 mil alunos em todos os níveis;
- 16 doutorados e 20 mestrados recomendados pela CAPES;
- Mais de 130 grupos de pesquisa cadastrados no CNPq.

O sistema EaD, implantado em 2012, resultou em mais de mil polos ativos no Brasil e no exterior, tornando-se um dos principais pilares de expansão e inclusão acadêmica do grupo.

A instituição adota políticas de inovação pedagógica, integrando metodologias ativas, recursos tecnológicos e programas de formação continuada docente, com foco no desenvolvimento de competências múltiplas e na empregabilidade dos egressos.

O grupo ampliou sua rede de campi e polos de ensino a distância, passando de 1.216 polos EaD em 2021 para 1.404 em 2022, e atingindo patamar superior a 1.500 polos em 2024, conforme relatórios de resultados. O grupo manteve 29 campi presenciais nesse período, consolidando presença física nas regiões Sudeste, Sul e Nordeste. O período também foi marcado por incorporações estratégicas e investimentos em infraestrutura tecnológica, especialmente voltados à expansão da modalidade EaD.

#### 4.5.3 Evolução do nível de captação de recursos

De modo geral, a trajetória revela uma transição do endividamento estruturado via subsidiárias — empresas pertencentes ao grupo — (2018–2020) para uma estrutura de capital mais equilibrada e corporativa (2021–2024), combinando equity e dívida conforme as necessidades de expansão e gestão de liquidez.

Quadro 12 – Cruzeiro do Sul: Evolução do nível de captação de recursos

(continua)

| Ano / Período | Tipo de captação                                     | Valor aproximado | Motivo / objetivo declarado                               |
|---------------|------------------------------------------------------|------------------|-----------------------------------------------------------|
| jan/2012      | <i>Private equity</i> — entrada minoritária da Actis | R\$180.000.000   | Consolidação da expansão para aumento do número de alunos |

(conclusão)

| Ano / Período                  | Tipo de captação                                           | Valor aproximado                                  | Motivo / objetivo declarado                                                                                                                                                              |
|--------------------------------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| set/18                         | <b>Debêntures – SECID (1ª emissão)</b>                     | R\$ 330.000.000                                   | Não informado. Posteriormente <b>resgatada integralmente em 24/abr/2024</b> com recursos da 3ª emissão da SECID.                                                                         |
| set/18                         | <b>Debêntures – ACEF (2ª emissão)</b>                      | R\$ 300.000.000                                   | Não informado. Emissão com esforços restritos; garantias reais e fidejussórias vinculadas a participações societárias e recebíveis.                                                      |
| dez/2019 → jan/2020 (registro) | <b>Debêntures – ACEF (3ª emissão)</b>                      | R\$ 155.000.000                                   | Não informado. Emissão com esforços restritos; cronograma de juros e amortização semestrais; vencimento em dez/2026.                                                                     |
| mar/20                         | <b>Debêntures – SECID (2ª emissão)</b>                     | R\$ 470.000.000                                   | Não informado. Emissão com esforços restritos; garantias reais; vencimento em mar/2027; amortização mensal a partir de abr/2023.                                                         |
| abr/20                         | <b>Debêntures – ACEF (4ª emissão)</b>                      | R\$ 80.000.000                                    | Não informado. Emissão de 1 ano (venc. abr/2021); <b>liquidada em 12/mar/2021</b> .                                                                                                      |
| fev/21                         | <b>Oferta primária no IPO (CSED3)</b>                      | R\$ 1.071.000.000 (bruto)                         | Oferta pública inicial e listagem na B3. Aumento do capital social de R\$ 193.190 para R\$ 1.264.190; emissão de 76,5 milhões de ações a R\$14; free float e negociação no Novo Mercado. |
| 2021                           | <b>Empréstimo bancário – CCB (Banco do Brasil)</b>         | R\$ 18.781.000 (saldo em dez/2021)                | Não informado. Financiamento atrelado a CDI+1,6% a.a.; venc. abr/2023.                                                                                                                   |
| abr/24                         | <b>Debêntures – SECID (3ª emissão)</b>                     | R\$ 173.250.000                                   | Não informado. Emissão com esforços restritos; venc. abr/2029; <b>recursos usados para resgatar a 1ª emissão da SECID (2018)</b> .                                                       |
| 2024 (ano)**                   | <b>Debêntures – ACEF (5ª emissão) e SECID (3ª emissão)</b> | <b>R\$ 469.600.000 (líquido, total combinado)</b> | Não informado. Documentos reportam a <b>captação conjunta líquida</b> dessas emissões, sem detalhar, no mesmo trecho, o valor individual da 5ª ACEF.                                     |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Em 2012, período em que a companhia ainda mantinha sua estrutura de capital fechada, a instituição recebeu um aporte de capital no montante de R\$ 180 milhões, proveniente da empresa de *private equity* Actis, destinado à consolidação da estratégia de expansão corporativa. Entre 2018 e 2020, a Cruzeiro do Sul Educacional estruturou sua base de capital

por meio de emissões de debêntures realizadas por subsidiárias (SECID e ACEF), totalizando mais de R\$ 1,3 bilhão em captações.

Essa fase caracterizou-se pela preferência por instrumentos de dívida com esforços restritos, amparados por garantias reais e prazos médios de cinco a sete anos, sinalizando uma política de alavancagem moderada e controlada.

Em 2021, o grupo diversificou suas fontes de recursos com a abertura de capital (IPO), captando R\$ 1,071 bilhão e ingressando no Novo Mercado da B3. O movimento marcou uma mudança estratégica — da dependência de dívida para o reforço de capital próprio, ampliando liquidez, governança e visibilidade perante investidores.

Nos anos seguintes, especialmente em 2024, houve reperfilamento das dívidas: novas emissões de debêntures (SECID 3ª e ACEF 5ª) e resgate de séries antigas, representando aproximadamente R\$ 470 milhões líquidos. Essa reorganização buscou alongar prazos e equilibrar o passivo financeiro.

Por fim, em 2025, a companhia realizou sua 2ª emissão de debêntures próprias (R\$ 300 milhões), voltada ao reforço de caixa e à gestão ordinária do grupo. A operação sinaliza uma fase de maturidade financeira, em que a holding passa a emitir diretamente seus títulos, consolidando um modelo de captação diversificado e autônomo.

#### 4.5.4 Evolução financeira

A trajetória financeira evidencia crescimento da base de receitas e lucros ao longo dos anos, com especial aceleração em 2020 apesar de adversidades externas, refletindo a estratégia de diversificação para cursos digitais e aquisições.

Quadro 13 – Cruzeiro do Sul Educacional: Evolução financeira

(continua)

| Ano  | Receita Líquida Consolidada (R\$ milhões) | Lucro Líquido (R\$ mil) | Base final de alunos | Principal marco do ano                                                                                                       |
|------|-------------------------------------------|-------------------------|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020 | 1.248,5                                   | —                       | —                    | Reestruturação administrativa e ajustes pós-pandemia; consolidação de processos digitais.                                    |
| 2021 | 1.403,7                                   | 6.606                   | 373,8 mil alunos     | Retomada gradual das atividades presenciais; ampliação do portfólio EaD e semipresencial; 1.216 polos de ensino a distância. |

| (conclusão) |                                           |                                             |                                                                                        |                                                                                                                           |
|-------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ano         | Receita Líquida Consolidada (R\$ milhões) | Lucro Líquido (R\$ mil)                     | Base final de alunos                                                                   | Principal marco do ano                                                                                                    |
| 2022        | 583.269                                   | 100.455                                     | <b>404,2 mil alunos</b>                                                                | Expansão acelerada de polos EaD (1.404)                                                                                   |
| 2023        | 669.949                                   | 144.306                                     | <b>≈453 mil alunos</b>                                                                 | Consolidação da governança corporativa; aumento de receita operacional e estabilidade de ativos; auditoria sem ressalvas. |
| 2024        | — (dados parciais disponíveis até 4T24)   | — (lucro ainda não integralmente divulgado) | <b>≈525 mil alunos</b> (tendência de crescimento moderado conforme relatórios do 4T24) | Expansão tecnológica e fortalecimento da integração digital entre unidades; manutenção da margem operacional positiva.    |

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

#### 4.5.5 Corpo docente e produção acadêmica

Conforme os Formulários de Referência (2022–2025) e as Demonstrações Financeiras Padronizadas, o grupo adota uma política estruturada de valorização e capacitação docente, assegurando a predominância de mestres e doutores em seu quadro de professores, tanto na modalidade presencial quanto a distância (EaD).

No período recente, o grupo também aprimorou os mecanismos de avaliação de desempenho docente, integrando indicadores de satisfação discente, desempenho acadêmico e participação em projetos institucionais. Essa política contribuiu para a manutenção de índices positivos de qualidade acadêmica e para o reconhecimento de diversas instituições da rede em avaliações externas oficiais, como o Conceito Institucional e o Índice Geral de Cursos (IGC), divulgados pelo Ministério da Educação.

#### 4.5.6 Inserção social e reconhecimento

As universidades do grupo mantêm projetos de extensão comunitária com foco em educação ambiental, saúde pública, inclusão social e empreendedorismo. As ações de impacto social e os índices de empregabilidade sustentam a reputação da marca, especialmente na região Sudeste e Centro-Oeste.

Além disso, o grupo recebeu reconhecimentos oficiais do MEC e da CAPES, consolidando-se entre os maiores conglomerados educacionais do país, com mais de 500 mil profissionais formados até 2019.

A instituição mantém um compromisso sistemático com o impacto social de suas atividades educacionais, promovendo projetos de extensão universitária e atendimento comunitário nas áreas de saúde, educação, ciências humanas e tecnologia. Esses programas, conduzidos por alunos sob supervisão docente, fortalecem o vínculo entre a formação acadêmica e as demandas sociais, constituindo importante mecanismo de aprendizagem prática e de integração com as comunidades locais.

#### **4.5.7 Considerações finais**

A trajetória recente da Cruzeiro do Sul Educacional, observada entre 2020 e 2025, evidencia a capacidade da instituição de adaptar-se de forma consistente às transformações do ambiente político, econômico e regulatório do ensino superior brasileiro, incluindo as mudanças regulatória. Durante esse período, a companhia superou os fatores de risco diante da perda ou redução das políticas de financiamento e/ou benefícios fiscais conferidos pela adesão ao ProUni e FIES (2022), — resultado decorrente da estratégia de “baixa exposição governamental de FIES” (Cruzeiro do Sul Educacional, 2022, p. 125) — consolidou uma estrutura administrativa e acadêmica capaz de responder às exigências do mercado e às diretrizes estabelecidas pelo Ministério da Educação, especialmente no que se refere à expansão da modalidade de ensino a distância e à manutenção de padrões de qualidade compatíveis com a educação presencial. Essa adequação demonstra um processo contínuo de aprimoramento institucional, sustentado por práticas de governança corporativa, transparência e controle de resultados.

Do ponto de vista econômico-financeiro, o grupo enfrentou os desafios decorrentes da oscilação da renda das famílias e da consequente elevação da inadimplência estudantil, fenômeno amplamente observado no setor privado de educação superior. Em resposta, a instituição implementou políticas de renegociação de débitos e criou mecanismos internos de financiamento estudantil, o que contribuiu para a preservação da base de alunos e para a estabilidade das receitas operacionais. Tais estratégias revelam um modelo de gestão orientado para a sustentabilidade e para a continuidade das operações, mesmo em cenários adversos.

A competição acirrada entre grupos educacionais privados, acentuada pela digitalização do ensino, impôs à Cruzeiro do Sul Educacional a necessidade de investir de forma

mais intensa em inovação pedagógica e tecnológica. A incorporação de metodologias híbridas, plataformas digitais e ambientes virtuais de aprendizagem reforçou o posicionamento da instituição como referência no uso de soluções tecnológicas aplicadas à educação. Essa transição, contudo, demandou investimentos significativos em infraestrutura e formação docente, refletindo uma mudança estrutural na dinâmica de ensino e aprendizagem.

Sob a perspectiva institucional, destaca-se o amadurecimento da governança corporativa, evidenciado pela emissão regular de relatórios auditados sem ressalvas e pela transparência das informações financeiras e operacionais. A companhia consolidou mecanismos de controle interno e de acompanhamento de desempenho, o que reforça sua credibilidade junto a investidores e órgãos reguladores. Ainda assim, o crescimento acelerado e a diversificação de suas operações impõem o desafio permanente de equilibrar expansão e qualidade acadêmica, exigindo políticas contínuas de avaliação institucional e fortalecimento das práticas docentes.

Em síntese, a análise do período demonstra que a Cruzeiro do Sul Educacional evoluiu de forma estratégica, combinando prudência financeira, inovação acadêmica e compromisso social. Sua principal virtude tem sido a capacidade de integrar gestão corporativa eficiente com propósito educacional, enfrentando as mudanças do cenário político e econômico com estabilidade e visão de longo prazo, ainda que persistam desafios relacionados à manutenção da qualidade e à adaptação contínua às novas demandas do ensino superior brasileiro.

## 5 CONCLUSÃO

A análise desenvolvida ao longo deste estudo demonstrou que a evolução das políticas públicas educacionais, desde a Lei Orgânica do Ensino Comercial de 1943 até o conjunto de reformas estruturais implementadas entre 2010 e 2017, configurou um ambiente institucional decisivo para a expansão do ensino superior privado no Brasil. A construção normativa examinada — incluindo a LDB/1996, o Programa Universidade para Todos (Prouni) e, principalmente, o Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) — não apenas ampliou o acesso ao ensino superior como também gerou condições favoráveis à entrada e consolidação de agentes econômicos e financeiros no setor. Considerando apenas o Prouni, 3.4 milhões de pessoas foram atendidas entre 2005 e 2024. Já por meio do FIES, mais de 1 milhão de pessoas receberam financiamento estudantil nos últimos dez anos.

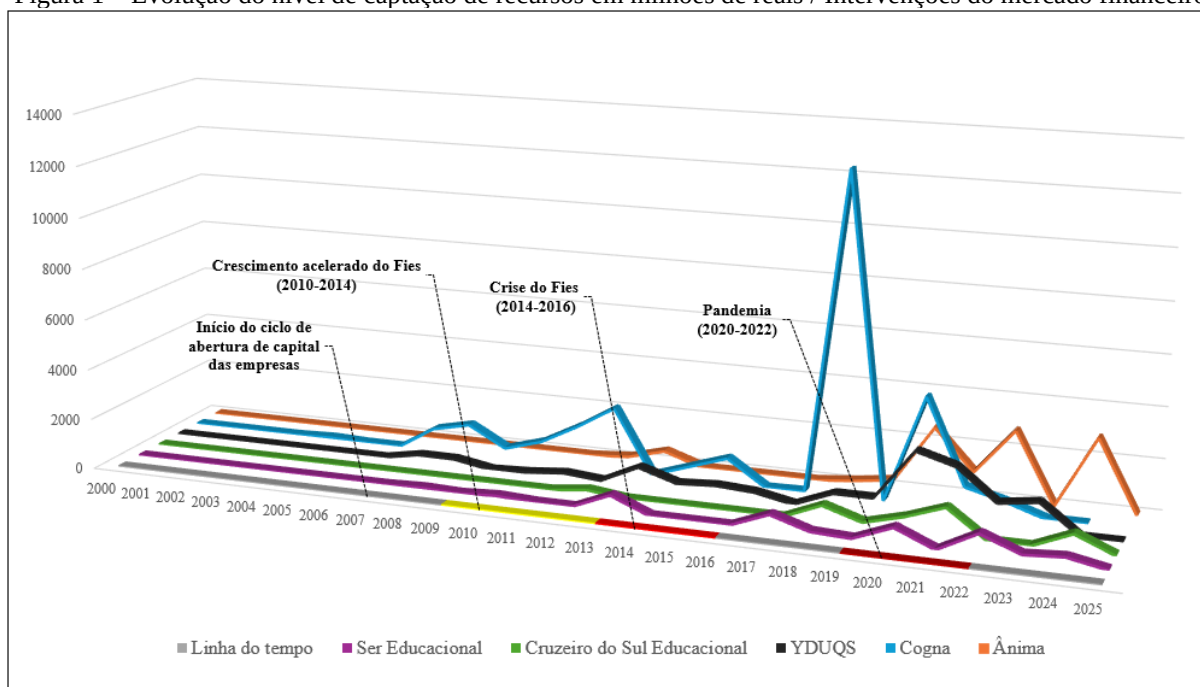
Do ponto de vista histórico, verificou-se que as medidas governamentais voltadas ao financiamento estudantil transformaram estruturalmente a dinâmica entre Estado, instituições privadas de ensino e mercado. A reconfiguração do FIES em 2010, ao reduzir barreiras de acesso e ampliar significativamente o volume de crédito educacional, provocou expansão acelerada das matrículas, aumento da capacidade instalada e intensificação das operações de grupos privados. Simultaneamente, fundos de *private equity*, investidores institucionais e conglomerados corporativos passaram a identificar no setor um ambiente economicamente atrativo, motivado pela previsibilidade regulatória e pela crescente demanda induzida por políticas públicas.

O exame das instituições analisadas — Ânima, Cogna, Yduqs, Ser Educacional e Cruzeiro do Sul Educacional — evidenciou padrões comuns que sustentam tal conclusão. Em todos os casos, a expansão institucional esteve associada à combinação entre incentivos governamentais e estratégias corporativas de captação de recursos e financiamento das operações, como abertura de capital, emissões de dívida, aquisições e processos de consolidação regional, nacional e internacional, conforme “Figura 1”, apresentada a seguir. A correlação demonstrada indica que a intervenção estatal, especialmente por meio do financiamento estudantil, funcionou como mecanismo indutor não apenas de acesso, mas também de reorganização empresarial profunda no campo educacional.

Sob perspectiva crítica, a inserção progressiva de interesses financeiros no setor gerou efeitos ambíguos. De um lado, ampliou o acesso ao ensino superior e modernizou estruturas

institucionais por meio de investimentos privados, otimização administrativa e ampliação da oferta de cursos. De outro, produziu uma dinâmica concorrencial marcada pela concentração de mercado e por tensões entre a lógica pública do direito à educação e a racionalidade econômica de maximização de receitas e redução de custos operacionais. As crises do FIES em 2015 e 2016, decorrentes de restrições orçamentárias e mudanças abruptas nas regras de repasse, promoveram a ampliação do ensino a distância como forma de redução de custos e evidenciaram a vulnerabilidade sistêmica produzida por essa interdependência entre políticas públicas e modelos corporativos de financiamento educacional.

Figura 1 – Evolução do nível de captação de recursos em milhões de reais / Intervenções do mercado financeiro



Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

A partir de literatura externa, observa-se que tal dinâmica se aproxima de configurações típicas de oligopólio. Segundo Pindyck e Rubinfeld (Microeconomia, 9ª ed.), mercados oligopolizados caracterizam-se pela presença de poucas empresas dominantes que influenciam mutuamente suas decisões, baseadas em interdependência estratégica e barreiras de entrada. Sob o prisma do comportamento de preços — conforme Stiglitz (Economia do Setor Público, 3ª ed.) — oligopólios tendem a apresentar rigidez de preços, liderança de preços e concorrência não baseada em preço, características compatíveis com a atuação dos grandes grupos educacionais. As análises empíricas presentes neste estudo demonstram que a expansão

dos conglomerados, sua dominância regional e nacional e sua capacidade de influenciar preços e oferta indicam a formação de um mercado altamente concentrado.

Assim, a reconfiguração estrutural identificada pode ser interpretada como uma externalidade indireta das políticas de financiamento estudantil: ao expandirem a demanda de forma acelerada e contínua, tais políticas favoreceram a lógica de escala, estimularam fusões e aquisições e resultaram na predominância de grandes corporações educacionais, que passaram a competir entre si segundo padrões típicos de oligopólio — tanto na concorrência quanto na formação de preços.

No plano institucional, esses achados revelam desafios significativos. A dependência do setor privado em relação às políticas públicas, somada à concentração de mercado, coloca em risco a diversificação da oferta, a qualidade acadêmica e a capacidade regulatória do Estado. As mudanças periódicas nas regras do FIES e na alocação de recursos evidenciam vulnerabilidades que repercutem diretamente sobre as instituições e sobre a estabilidade financeira do sistema educacional.

À luz dessas conclusões, o estudo oferece subsídios que podem auxiliar na formulação de políticas educacionais mais equilibradas. A análise sugere a necessidade de:

- a) fortalecer mecanismos de avaliação e regulação de qualidade;
- b) estabelecer modelos de financiamento menos suscetíveis a instabilidades políticas;
- c) aprimorar a transparência das relações econômicas entre governo, instituições privadas e mercado financeiro; e
- d) desenvolver instrumentos que mitiguem a concentração excessiva, protegendo a pluralidade institucional e a função social da educação superior.

Em síntese, o exame cronológico, documental e analítico realizado demonstrou que as políticas governamentais analisadas não apenas ampliaram o acesso ao ensino superior privado, mas também produziram transformações estruturais profundas no setor, culminando na consolidação de grandes conglomerados educacionais e na aproximação da estrutura de mercado a um modelo oligopolizado. Esse conjunto de evidências reforça a relevância de compreender a interação entre Estado, mercado e instituições de ensino para orientar decisões futuras nos âmbitos institucional e governamental.

## REFERÊNCIAS

- BRASIL. **Decreto-Lei nº 6.141, de 28 de dezembro de 1943.** Organiza o ensino comercial. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 31 dez. 1943.
- BRASIL. **Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996.** Estabelece as diretrizes e bases da educação nacional. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 23 dez. 1996.
- BRASIL. **Lei nº 4.024, de 20 de dezembro de 1961.** Fixa as diretrizes e bases da educação nacional. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 27 dez. 1961.
- BRANDÃO, C. R. **O que é educação.** Brasília: Editora Brasiliense, 1981.
- SEVERINO, A. J. **Educação, sujeito e história.** São Paulo: Cortez, 2006.
- GESTRADO. **Sociologia da Educação.** Disponível em: <https://gestrado.net.br/sociologia-da-educacao/>. Acesso em: 24 mar. 2025.
- PIAGET, J. **A psicologia da inteligência.** Rio de Janeiro: Editora Vozes, 1977.
- SKINNER, B. F. **Ciência e comportamento humano.** São Paulo: Editora Martins Fontes, 1993.
- GIROUX, Henry A. **Teoria Crítica e Resistência em Educação.** Petrópolis: Vozes, 1986.
- BRASIL. **Decreto-lei nº 6.141, de 28 de dezembro de 1943.** Lei Orgânica do Ensino Comercial. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-6141-28-dezembro-1943-416183-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 25 mar. 2025.
- MONTALVÃO, Sérgio. **A LDB de 1961: apontamentos para uma história política da educação.** Revista Brasileira de História da Educação, v. 16, n. 1, p. 181-211, 2016. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/mosaico/article/view/62786>. Acesso em: 25 mar. 2025.
- BRASIL. **Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001.** Dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior – FIES e dá outras providências. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10260.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10260.htm). Acesso em: 25 mar. 2025.
- BRASIL. **Lei nº 11.552, de 19 de novembro de 2007.** Altera dispositivos da Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001, que dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior – FIES. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2007/L11552.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/L11552.htm). Acesso em: 4 dez. 2025.
- BRASIL. Ministério da Educação. **Portaria Normativa MEC nº 28, de 28 de dezembro de 2012.** Dispõe sobre a suspensão temporária da utilização de financiamento concedido com recursos do Fundo de Financiamento Estudantil – FIES a partir da publicação da Lei nº 12.202, de 14 de janeiro de 2010, e dá outras providências. Disponível em:

[https://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria\\_normativa\\_28\\_28122012\\_compilada\\_05012015.pdf](https://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria_normativa_28_28122012_compilada_05012015.pdf). Acesso em: 4 dez. 2025.

BRASIL. Ministério da Educação. **Portaria Normativa MEC nº 1, de 22 de janeiro de 2010**. Dispõe sobre o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior – FIES, estabelecendo normas, procedimentos e condições para sua concessão, manutenção e utilização. Disponível em: [https://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria\\_normativa\\_n1.pdf](https://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria_normativa_n1.pdf). Acesso em: 4 dez. 2025.

BRASIL. Ministério da Educação. **Portaria Normativa MEC nº 10, de 30 de abril de 2010**. Dispõe sobre procedimentos para inscrição e contratação de financiamento estudantil a ser concedido pelo Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior – FIES. Disponível em: [https://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria\\_normativa\\_n10\\_30042010.pdf](https://sisfiesportal.mec.gov.br/arquivos/portaria_normativa_n10_30042010.pdf). Acesso em: 4 dez. 2025.

BRASIL. **Lei nº 13.005, de 25 de junho de 2014**. Aprova o Plano Nacional de Educação – PNE e dá outras providências, estabelecendo diretrizes, metas e estratégias para a política educacional no período de 2014 a 2024. 26 jun. 2014. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2014/lei/113005.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/lei/113005.htm). Acesso em: 25 mar. 2025.

BRASIL. Ministério da Educação. **Relatório de Gestão do FIES – 2015**. Brasília: MEC, 2015. Disponível em: [https://www.gov.br/mec/pt-br/media/auditorias/processos\\_fies/rg\\_fies\\_2015.pdf](https://www.gov.br/mec/pt-br/media/auditorias/processos_fies/rg_fies_2015.pdf). Acesso em: 4 dez. 2025.

ROSSETO, Cristina B. S.; GONÇALVES, Flávio O. **Equidade na educação superior no Brasil: análise multinomial das políticas públicas**. Dados, v. 58, n. 3, p. 791-824, 2015. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S001152582015000300791&lang=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S001152582015000300791&lang=pt). Acesso em: 1º abr. 2016.

CASEIRO, Luiz Carlos Z. **Desigualdades de acesso à educação superior no Brasil e o Plano Nacional de Educação**. Brasília: Inep/Dired, 2016. (PNE em Movimento; 3).

SENADO FEDERAL. **Reforma do Ensino Médio fracassou na ditadura**. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2017/03/03/reforma-do-ensino-medio-fracassou-na-ditadura>. Acesso em: 25 mar. 2025.

WIKIPEDIA. **Milagre Econômico Brasileiro**. Disponível em: [https://pt.wikipedia.org/wiki/Milagre\\_econ%C3%B4mico\\_brasileiro](https://pt.wikipedia.org/wiki/Milagre_econ%C3%B4mico_brasileiro). Acesso em: 25 mar. 2025.

BRASIL. **Medida Provisória nº 785, de 6 de julho de 2017**. Altera a Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001, para reformular o Fundo de Financiamento Estudantil – FIES, instituir modalidades de financiamento, redefinir fontes de recursos e estabelecer novas regras de

concessão. Disponível em: <https://www.semesp.org.br/legislacao/medida-provisoria-no-785-de-6-de-julho-de-2017>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. **Lei que reformula o FIES é sancionada com vetos nesta sexta-feira.** Disponível em: <https://www.semesp.org.br/legislacao/medida-provisoria-no-785-de-6-de-julho-de-2017>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. **Medida Provisória possibilita que estudantes renegociem dívidas com o FIES.** Disponível em: <https://www.semesp.org.br/legislacao/medida-provisoria-no-785-de-6-de-julho-de-2017>. Acesso em: 26 mar. 2025.

GILIOLI, Renato de Sousa P. **Um balanço do FIES: desafios, perspectivas e metas do PNE.** Câmara dos Deputados, Brasil. Consultoria Legislativa: Brasília, 2017.

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **A Constituição Brasileira de 1988 Revisitada.** Brasília, 2005. Disponível em: [https://portalantigo.ipea.gov.br/agencia/images/stories/Livro\\_ConstituicaoBrasileira1988\\_Vol1.pdf](https://portalantigo.ipea.gov.br/agencia/images/stories/Livro_ConstituicaoBrasileira1988_Vol1.pdf). Acesso em: 4 dez. 2025.

BRASIL. **Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996.** Estabelece as diretrizes e bases da educação nacional. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19394.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19394.htm). Acesso em: 4 dez. 2025.

BRASIL. **Decreto de 19 de setembro de 2017.** Institui o Comitê Gestor do Fundo de Financiamento Estudantil (CG-FIES). Disponível em: <https://www.gov.br/fnde/pt-br/acao-a-informacao/acoes-e-programas/financiamento/fies/comite-gestor-fies>. Acesso em: 26 mar. 2025.

SOUZA, M. A. de. **A Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional: avanços e desafios.** São Paulo: Cortez, 2000.

BRASIL. **Medida provisória amplia acesso de estudantes de escolas privadas ao Prouni.** Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/835673-medida-provisoria-amplia-acesso-de-estudantes-de-escolas-privadas-ao-prouni>. Acesso em: 24 mar. 2025.

BRASIL. **Lei Nº 14.350, de 25 de maio de 2022.** Altera as Leis nºs 11.096, de 13 de janeiro de 2005, e 11.128, de 28 de junho de 2005, e a Lei Complementar nº 187, de 16 de dezembro de 2021, para aperfeiçoar a sistemática de operação do Programa Universidade para Todos (Prouni). Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2019-2022/2022/Lei/L14350.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2022/Lei/L14350.htm). Acesso em: 24 mar. 2025.

BRASIL. **Prouni: entenda como funciona a seleção.** Disponível em: <https://www.gov.br/mec/pt-br/assuntos/noticias/2025/janeiro/prouni-entenda-como-funciona-a-selecao>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. **Sistema Financeiro Nacional (SFN).** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. **CVM.** Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acao-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BSM Supervisão de Mercados. **Institucional**. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/quem-somos>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. **Resolução CVM 175**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. **Prouni 2025: aberto período para participar da lista de espera**. Disponível em: <https://www.gov.br/mec/pt-br/assuntos/noticias/2025/marco/prouni-2025-aberto-periodo-para-participar-da-lista-de-espera>. Acesso em: 24 mar. 2025.

AMBIMA. **Código de Gestão de Patrimônio Financeiro**. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/circulares/arqs/cir2010000088\\_C%C3%B3digo%20de%20Gest%C3%A3o%20de%20Patrim%C3%B4nio%20Financeiro.pdf](https://www.anbima.com.br/circulares/arqs/cir2010000088_C%C3%B3digo%20de%20Gest%C3%A3o%20de%20Patrim%C3%B4nio%20Financeiro.pdf). Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. **Fundos de Investimento em Participações - FIPs**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/fips>. Acesso em: 24 mar. 2025.

STOWELL, David P. **Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity**, second edition. Oxford: Elsevier, 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Institucional**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/institucional>. Acesso em: 01 abr. 2025.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L4595.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm). Acesso em: 4 dez. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 mar. 2025.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA, MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO (BRASIL). Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/microdados>>. Acesso em: 25 mar. 2025.

B3. **Quem somos: uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro do mundo**. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/b3/institucional/quem-somos](https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos). Acesso em: 01 abr. 2025.

ACTIS. **Actis invests US\$102 million in leading Brazilian university**. Disponível em: <https://www.act.is/2012/01/23/actis-invests-us102-million-in-leading-brazilian-university>. Acesso em: 25 mar. 2025.

PEREIRA, A. C. **Relatório de Responsabilidade Social 2009 / Anhanguera Educacional, Departamento de Extensão Comunitária**. São Paulo: Anhanguera Publicações, 2010.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL. Apresentação Institucional. São Paulo, 2019.

PEDERIVA, A. B. A.; Brito, E. A. **A Origem das Estrelas: Histórias e Memórias da Cruzeiro do Sul Educacional**. São Paulo: Cruzeiro do Sul Educacional, 2020.

MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO (MEC). **Indicadores de qualidade e avaliações institucionais (CAPES/CNPq)**. Disponível em: <https://www.gov.br/inep/pt-br/areas-de-atuacao/pesquisas-estatisticas-e-indicadores/indicadores-de-qualidade-da-educacao-superior>. Acesso em: 25 mar. 2025.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 9. ed. São Paulo: Pearson, 2018.

STIGLITZ, Joseph E. **Economia do setor público**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Página de busca de dados (Data ANBIMA)**. Disponível em: <https://data.anbima.com.br/busca>. Acesso em: 04 dez. 2025.

Ânima Holding S.A. **Formulário de Referência - 2024**, versão 13. São Paulo, 2024. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

HADDAD, Leonardo Barros. **Formulário de Referência - 2015**, versão 5. Ânima Holding S.A. São Paulo, 2015. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

LIMA, Gabriela Camargos. **Relatório de Sustentabilidade 2019-2020**. Ânima Holding S.A. São Paulo, 2020. Disponível em: <https://ri.animaeducacao.com.br/Download.aspx?Arquivo=rqSrAsHid4kf2WCqPClaWQ==&linguagem=pt>. Acesso em: 04 dez. 2025.

Ânima Holding S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada - 2024**. São Paulo, 2025. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

Ânima Holding S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada - 2021**. São Paulo, 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

Ânima Holding S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada – 2018**, versão 1. São Paulo, 2019. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-)

servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Formulário de Referência - 2019**, versão 16. São Paulo, 2019. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Formulário de Referência - 2020**, versão 9. São Paulo, 2020. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Formulário de Referência - 2021**, versão 11. São Paulo, 2021. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Formulário de Referência - 2022**, versão 8. São Paulo, 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Formulário de Referência - 2023**, versão 16. São Paulo, 2023. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Formulário de Referência - 2024**, versão 15. São Paulo, 2024. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm). (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Relato Integrado 2024**. São Paulo, 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/e1110a12-6e58-4cb0-be24-ed1d5f18049a/20c2f177-5ce9-1ecc-9614-6aa149ea5743?origin=1>. Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada - 2022**, versão 1. São Paulo, 2023. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm). (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada - 2019**. São Paulo, 2020. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-)

servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada - 2016**, versão 1. São Paulo, 2017. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm). (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Política de Investimento Social Privado e Doações**. São Paulo, 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/e1110a12-6e58-4cb0-be24-ed1d5f18049a/3702f2eb-7d1b-acbe-44c7-b69f91e5cc6b?origin=1>. Acesso em: 04 dez. 2025.

ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A. **Formulário de Referência – 2011**, versão 13. São Paulo, 2011. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx> (acesso via sistema de busca de documentos da CVM) Acesso em: 04 dez. 2025.

ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A. **Formulário de Referência – 2012**, versão 7. São Paulo, 2012. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx> (acesso via sistema de busca de documentos da CVM) Acesso em: 04 dez. 2025.

ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A. **Formulário de Referência – 2013**, versão 9. São Paulo, 2013. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx> (acesso via sistema de busca de documentos da CVM) Acesso em: 04 dez. 2025.

ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A. **Formulário de Referência – 2014**, versão 4. São Paulo, 2014. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx> (acesso via sistema de busca de documentos da CVM) Acesso em: 04 dez. 2025.

YDUQS PARTICIPACOES S.A. **Formulário de Referência - 2024**, versão 11. São Paulo, 2024. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

YDUQS PARTICIPACOES S.A. **Relato Integrado 2024**. São Paulo, 2025. Disponível em: <https://www.yduqs.com.br/Download.aspx?Arquivo=0uqoKIUaq6t5c0UckCfBzw==&linguagem=pt> (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **Formulário de Referência - 2020**, versão 7. São Paulo, 2020. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **Formulário de Referência - 2021**, versão 4. São Paulo, 2021. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **Formulário de Referência - 2022**, versão 11. São Paulo, 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **Formulário de Referência - 2023**, versão 7. São Paulo, 2023. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **Formulário de Referência - 2024**, versão 20. São Paulo, 2024. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **Relatório de Sustentabilidade 2023**. São Paulo, 2025. Disponível em: [https://social.sereducacional.com/site\\_files/file\\_1730308178.pdf](https://social.sereducacional.com/site_files/file_1730308178.pdf). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada – 2024**, versão 1. São Paulo, 2025. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada – 2021**, versão 1. São Paulo, 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada – 2019**, versão 1. São Paulo, 2020. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada – 2016**, versão 1. São Paulo, 2017. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A. **Formulário de Referência - 2022**, versão 10. São Paulo, 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A. **Formulário de Referência - 2023**, versão 11. São Paulo, 2023. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A. **Formulário de Referência - 2024**, versão 14. São Paulo, 2024. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada - 2024**, versão 1. São Paulo, 2025. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A. **DFP - Demonstrações Financeiras Padronizada - 2021**, versão 1. São Paulo, 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm) (acesso via sistema de busca de documentos da B3). Acesso em: 04 dez. 2025.