

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

CHRISTIANO EDUARDO FERREIRA

**A EXPANSÃO DO ENSINO SUPERIOR PRIVADO NO BRASIL: EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO E O FIES**

CURITIBA

2025

CHRISTIANO EDUARDO FERREIRA

**A EXPANSÃO DO ENSINO SUPERIOR PRIVADO NO BRASIL: EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO E O FIES**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel. Curso de Graduação em Ciências Econômicas. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Universidade Federal do Paraná.

Orientadora: Profa. Dra. Kênia Barreiro de Souza

CURITIBA

2025

RESUMO

O papel da política de financiamento estudantil nas transformações recentes do ensino superior brasileiro é o tema deste trabalho. Sua escolha justifica-se, em primeiro lugar, pelo reconhecido papel da educação superior no desenvolvimento das economias nacionais e, no caso específico do Brasil, na dimensão de recursos públicos destinados à promoção de políticas públicas voltadas ao setor. Busca-se entender a configuração do setor privado e o comportamento das companhias de capital aberto educacionais frente à operacionalização do Fundo de Financiamento Estudantil – FIES, cujas regras e relevância para o setor variaram significativamente ao longo do tempo. A metodologia utilizada foi a revisão bibliográfica e a análise documental, com ênfase nos demonstrativos financeiros das sociedades anônimas com ações negociadas em bolsa. Os resultados apresentados indicam que, enquanto política pública, o FIES impactou fatores como captação de alunos, nível de receitas e fluxo de caixa dessas companhias, sugerindo a geração de efeitos colaterais tais como a concentração do setor, ao mesmo tempo em que não contribuiu de forma significativa para a expansão do total de alunos matriculados no ensino superior brasileiro.

Palavras-chave: Capital humano; Ensino superior; Financiamento educacional.

ABSTRACT

The role of student financing policy in the recent transformations of Brazilian higher education is the subject of this work. Its selection is justified, first and foremost, by the recognized role of higher education in the development of national economies and, in the specific case of Brazil, by the extent of public resources allocated to the promotion of public policies aimed at the sector. The study seeks to understand the configuration of the private sector and the behavior of publicly traded educational companies in relation to the operation of the Student Financing Fund (FIES), whose rules and relevance to the sector have varied significantly over time. The methodology used was a bibliographic review and document analysis, with an emphasis on the financial statements of corporations with shares traded on the stock exchange. The results presented indicate that, as a public policy, FIES impacted factors such as student enrollment, revenue levels, and cash flow of these companies, suggesting the generation of side effects such as sector concentration, while not significantly contributing to the expansion of the total number of students enrolled in Brazilian higher education.

Keywords: Human capital; Higher education; Educational financing.

LISTA DE SIGLAS

B3 – Brasil, Bolsa e Balcão S.A.

BRICs – Brasil, Rússia, Índia e China

CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica

ENCCEJA - Exame Nacional para Certificação de Competências de Jovens e Adultos

ENEM – Exame Nacional do Ensino Médio

FG-EDUC – Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo

IES – Instituição de Ensino Superior

IFC – International Finance Corporation

INEP – Instituto de Estudos Educacionais

INSS – Instituto Nacional de Seguridade Social

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IPO – *Initial public offering* (oferta pública inicial)

LDB – Lei de Diretrizes e Bases da Educação

MEC – Ministério da Educação

PROUNI – Programa Universidade para Todos

REUNI – Programa de Apoio a Planos de Reestruturação e Expansão das Universidades Federais

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SESU – Secretaria de Educação Superior

SISU – Sistema de Seleção Unificado

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	7
2.	CAPITAL HUMANO, ENSINO SUPERIOR E FINANCIAMENTO ESTUDANTIL.....	12
3.	EDUCAÇÃO SUPERIOR NO BRASIL: O SETOR PRIVADO	15
3.1	O FIES	22
4.	AS SOCIEDADES ANÔNIMAS DE ENSINO SUPERIOR	31
4.1	YDUQS	34
4.2	COGNA.....	40
4.3	SER EDUCACIONAL	48
4.4	CRUZEIRO DO SUL	55
4.5	ÂNIMA.....	59
4.6	VITRU	63
5.	AS COMPANHIAS EDUCACIONAIS E O FIES: RESUMO E CONCLUSÃO.....	66
5.1	YDUQS	66
5.2	COGNA.....	70
5.3	SER.....	74
5.4	CRUZEIRO DO SUL	76
5.5	ÂNIMA.....	77
5.6	VITRU	79
5.7	CONCLUSÃO.....	80

1. INTRODUÇÃO

O sistema de ensino superior no Brasil passou por intensas transformações nas últimas décadas. Partindo de um contexto histórico de baixas taxas de escolaridade e significativa exclusão de segmentos importantes da população no acesso às universidades, o que se observou após a redemocratização do país foi uma significativa expansão quantitativa, bem como uma transformação organizacional das instituições que compõem o sistema, especialmente no setor privado (Sampaio, 2014). Os fatores explicativos dessas mudanças vão desde alterações estruturais no mercado de trabalho e na demografia até alterações do marco legal da educação superior, do qual derivaram políticas públicas voltadas, entre outras coisas, ao acesso e permanência neste nível de ensino. Tais políticas criaram novas condições no setor, possibilitando o incremento significativo do número de alunos e a incorporação de novas clientelas aos bancos universitários, absorvendo alunos que, até então, enfrentavam fortes obstáculos na busca por formação superior (Martins, 2000).

As evidências mais relevantes dessa transformação são o aumento expressivo na quantidade de instituições de ensino superior (IES), cursos e matrículas e a evolução das taxas bruta e líquida de escolarização superior da população. Se em 2001 o Brasil possuía 1.391 IES, que ofereciam 12.155 cursos de graduação exclusivamente presenciais que reuniam pouco mais de 3 milhões de alunos (BRASIL, Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP), 2002), os últimos dados disponíveis revelam um parque universitário composto por 2.580 instituições, quase 46 mil cursos e aproximadamente 10 milhões de alunos distribuídos em graduações presenciais e à distância (INEP, 2024). Ao mesmo tempo, a média de anos de estudo da população com 25 anos ou mais subiu, saindo de 6,4 anos em 2001 para 10,1 em 2024¹, enquanto o percentual da população com ensino superior completo ou equivalente saltou de 8,5% para 15,7% entre 2012 e primeiro trimestre de 2025 (BRASIL, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), 2025).

¹ O dado de 2001 é referente à PNAD, enquanto que o de 2024 é da PNAD Contínua.

Ao analisar a transição histórica dos sistemas de ensino superior, Martin Trow (2005) estabelece três grandes fases de seu desenvolvimento: a primeira seria composta pelos sistemas de elite, voltados a uma pequena parcela da população, que deram lugar na segunda metade do século XX aos sistemas de massa, nos quais há expansão e democratização do acesso, com a manutenção de algum grau de seletividade; a terceira fase seria composta por sistemas universais, nos quais a maioria da população pode acessar uma carreira superior e sua exigência está ligada às rápidas mudanças sociais e tecnológicas. Nesse sentido, pode-se entender as transformações citadas anteriormente no Brasil como evidências do processo de massificação do ensino superior, que foi similar ao ocorrido em outros países de desenvolvimento intermediário, ainda que com características e ritmos de expansão próprios. Dessa forma, estaria se reproduzindo no Brasil, com algumas décadas de atraso, um fenômeno já observado nos países de alta renda e no antigo bloco socialista.

Se há uma peculiaridade do processo brasileiro, esta reside na forma pela qual o aumento de estudantes universitários se deu: majoritariamente por meio de vagas ofertadas por instituições particulares que cobram mensalidades (Carnoy, et al., 2013). Mais do que crescer, o ensino superior brasileiro se transformou: antes dominado em prestígio pelas universidades públicas e privadas sem fins lucrativos, especialmente confessionais², e em quantidade pelas pequenas faculdades particulares, hoje a educação superior tem como atores relevantes grandes companhias educacionais de capital aberto, surgidas na primeira e segunda décadas deste século. O setor público permanece reunindo instituições e cursos renomados, além de ser responsável por grande parte da pesquisa científica desenvolvida no país; no entanto, sua participação relativa no sistema é menor que a do setor privado, ainda que políticas específicas voltadas à expansão da rede pública tenham sido colocadas em prática no período em questão (Gomes; Moraes, 2012). Além dos fatores estruturais que atuaram na transição entre esses modelos, tais como a mudança no perfil demográfico da população, a transformação produtiva e a estabilização econômica, há também a ação deliberada dos agentes públicos e privados que, a partir de objetivos e modos de atuação específicos, atuaram para a expansão da

² As instituições confessionais são aquelas ligadas a igrejas ou outras entidades religiosas e, no Brasil, são definidas pelo Parecer CNE/CES no. 456/2024. As PUCs (Pontifícia Universidade Católica) são o exemplo mais conhecido desse tipo de instituição.

cobertura do ensino superior brasileiro. Incrementar a escolaridade média da população parece ser um objetivo absolutamente justificável social e politicamente, e essas justificativas embasaram a adoção de políticas públicas voltadas ao ingresso e permanência nos bancos universitários. No Brasil, duas políticas desempenharam um papel relevante para a construção das atuais características do sistema de ensino superior: o PROUNI – Programa Universidade para Todos e o FIES – Fundo de Financiamento Estudantil (Chaves; Amaral, 2016).

Instituído em 1999 e ainda em operação, o FIES é uma iniciativa do governo federal operacionalizada pelo FNDE (Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação) que tem como objetivo financiar a graduação superior em cursos não gratuitos, oferecendo carência, longo prazo de amortização e taxas de juros mais atraentes que aquelas praticadas no mercado de crédito para pagamento das mensalidades. Reformulado algumas vezes desde sua criação, o programa tem como público-alvo estudantes de baixa renda matriculados em instituições de ensino superior privadas. Entre 2010 e 2024 o programa concedeu 2,9 milhões de financiamentos, gerando um desembolso total da ordem de R\$ 117 bilhões em favor das empresas participantes (BRASIL - Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE), 2025).

Este trabalho parte do pressuposto de que a citada reconfiguração do ensino superior privado brasileiro ocorrida no passado recente, especialmente de 2010 até hoje, possui uma forte interrelação com a adoção da política de financiamento estudantil materializada no FIES. Nesse sentido, o objetivo geral aqui é analisar os efeitos do programa na transformação do mercado de ensino superior privado no Brasil de 2010 a 2024, cujas manifestações mais evidentes são: a) a expansão quantitativa, traduzida no aumento significativo do número de matrículas, cursos e instituições de ensino; b) a diferenciação institucional, representada pela introdução da figura jurídica das empresas mantenedoras com fins lucrativos e, entre estas, das sociedades anônimas de ensino superior; e c) pela consolidação empresarial do setor, evidenciada intenso processo de fusões e aquisições entre as IES privadas. Mais especificamente, busca-se compreender de que forma os recursos do programa foram apresentados nos resultados operacionais e financeiros das companhias abertas, além de como as mudanças pelas quais passou a política afetaram estes resultados.

A justificativa para o trabalho relaciona-se à própria relevância social e econômica do programa no conjunto das políticas públicas educacionais, relevância evidenciada tanto pelo número de contratos firmados como pelo volume de recursos necessários à sua execução. Não é exagerado afirmar que o FIES, juntamente com o PROUNI, está entre as principais políticas públicas de ensino superior executadas neste século no Brasil, tendo atravessado governos de diferentes orientações políticas, bem como condições macroeconômicas diversas. A atenção dada ao desenho da política por parte de órgãos de controle tais como o Tribunal de Contas da União - TCU é outro elemento de justificativa para a escolha do tema, tendo em vista os diagnósticos e recomendações emitidas por essa Corte ao longo do tempo. Por fim, a posição e dimensão alcançada pelas companhias abertas educacionais no contexto brasileiro, reunindo uma parcela cada vez mais significativa do alunato de graduação e do portfólio de cursos ofertados, é mais um fator de motivação na seleção do tema como objeto deste trabalho.

Para compreender o papel do FIES nas mudanças pela qual passou o subsistema de ensino superior privado, serão analisados os comunicados ao mercado e as demonstrações financeiras das companhias educacionais de capital aberto, conjunto que permite a reconstituição de suas trajetórias e, mais especificamente, o peso do FIES em suas estratégias de captação de alunos, nos seus resultados financeiros e, indiretamente, em suas iniciativas visando a consolidação desse mercado. Juntamente com esse conjunto de dados, a cobertura jornalística dos veículos especializados será utilizada para a contextualização das atividades das companhias ao longo do tempo, bem como a documentação e manifestações de órgãos como o já citado TCU, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE e o Poder Legislativo.

Este trabalho está organizado em cinco partes, incluindo esta introdução. Na seção seguinte, realiza-se uma breve revisão da literatura voltada ao papel da educação na economia, com ênfase na teoria do capital humano e nas justificativas daí decorrentes para a elaboração de políticas de universalização do acesso e garantia da permanência no ensino superior. Na terceira seção, o subsistema de educação superior privada tal como conformado após a Constituição Federal de 1988 no Brasil é descrito e, dentro deste, o programa de Financiamento Estudantil. Na quarta seção, as sociedades anônimas atuantes na educação superior são caracterizadas, bem como suas estratégias de mercado. O papel do FIES na trajetória

dessas companhias e as conclusões do trabalho são apresentadas na quinta e última seção.

2. CAPITAL HUMANO, ENSINO SUPERIOR E FINANCIAMENTO ESTUDANTIL

O amplo consenso social e político que justifica e incentiva o investimento público e privado em educação encontra suporte em alguns dos textos fundadores da Economia como disciplina. Adam Smith observava, em meados do século XVIII, a necessidade pública de facilitar, encorajar e, no limite, impor à população a aquisição dos conhecimentos básicos em leitura, escrita e matemática, visto que essas habilidades seriam fundamentais para o exercício das diferentes ocupações. A educação das pessoas comuns exigiria, em sociedades civilizadas e comerciais (em oposição às nações bárbaras), a atenção de toda a sociedade e a mobilização de recursos para sua oferta (SMITH, 2007, p. 605).

Os efeitos individuais e coletivos da educação foram também analisados por Alfred Marshall no clássico *Princípios de Economia*. Para o autor, além dos benefícios indiretos proporcionados por uma boa educação dada aos “trabalhadores comuns”, tais como o estímulo à atividade mental e o aumento da inteligência, os ganhos econômicos imediatos que uma nação poderia conquistar com o incremento da educação geral e técnica para as massas não poderiam ser ignorados. Para Marshall, nenhuma mudança conduziria mais rapidamente ao incremento da riqueza material do que o investimento em escolas, visto que estas possibilitariam aos filhos dos trabalhadores o melhor conhecimento teórico e prático (MARSHALL, 1920).

Na segunda metade do século XX, a discussão sobre a natureza e causas da desigualdade de renda e de produtividade entre os indivíduos levou Jacob Mincer, influenciado pela teoria da escolha racional e pelas considerações de Milton Friedman, a formalizar modelos que levam em conta as decisões individuais sobre educação e treinamento como fator explicativo da distribuição de renda. O investimento individual em educação e treinamento, caracterizados como investimento em “capital humano” foi fundamental nos desenvolvimentos teóricos subsequentes na área (MINCER, 1958). O autor assume que a aquisição de habilidades tem custos, relacionados tanto ao tempo dispendido nos treinamentos como pelos serviços e equipamentos educacionais mobilizados. A principal conclusão alcançada relaciona as diferenças em treinamento aos diferentes níveis de remuneração observados entre as ocupações, assim como nas trajetórias de ganho individuais. Logo, a adequada mensuração da variável “treinamento” seria fundamental, e o autor utiliza os anos de educação formal

e as categorias ocupacionais, definidas pelo seu grau de especialização, como medidas do capital humano e sua relação com a renda do trabalho. Em termos agregados, o capital humano deveria ser visto como um fator de produção coordenado com o capital físico, e o seu crescimento seria tanto condição como consequência do crescimento econômico (MINCER, 1984). Para o autor, a importância do capital humano no crescimento econômico ocorre mesmo que seus custos e retornos ocorram parcialmente fora do mercado, e que sua mensuração seja menos óbvia do que a de outros insumos produtivos. Além do crescimento, as externalidades positivas geradas em áreas como saúde, criminalidade e cidadania por uma população bem-educada justificariam os investimentos públicos na área, seja por meio de um sistema educacional subvencionado pelo Estado, seja por meio de subsídios direto aos estudantes. Os elevados custos da aquisição do capital humano e as dificuldades de seu financiamento não passaram despercebidos pelo autor, que considerava a impossibilidade de utilizar o capital adquirido como garantia ou fiança – contrariamente ao capital físico – como um ponto fulcral, visto que isso restringiria fortemente o mercado de crédito para aqueles que buscam a escolarização (MINCER, 1984, p. 200 - 201).

Outro autor importante na formalização do conceito de capital humano foi Theodore Schultz. Para ele, ainda que fosse óbvio que as pessoas adquiram habilidades e conhecimentos úteis ao longo da vida, não era evidente que tais habilidades fossem uma forma de capital, fruto de um investimento deliberado, e que crescia nas sociedades ocidentais numa taxa muito mais acelerada que o capital físico. Nessa linha, muito do que era então considerado consumo das famílias consistiria, na verdade, em investimento em capital humano, cujas destinações mais evidentes seriam os gastos com a educação, com a saúde e a migração em busca de trabalho. Do ponto de vista empírico, o crescimento observado ao longo do século XX na produtividade por trabalhador seria consequência do constante incremento do capital humano por trabalhador, e as dificuldades da Economia em tratar os recursos humanos explicitamente como capital estariam ligadas à noção clássica de trabalho como capacidade de realizar trabalho manual, ignorando os diferentes níveis e tipos de conhecimentos e habilidades. Para ele, o aumento do capital humano seria o traço mais distintivo do sistema econômico contemporâneo. As evidências analisadas por Schultz demonstraram que o investimento em educação explicava parte substancial

do crescimento de renda que não era captado pelos modelos clássicos, dada sua indiferenciação entre capital físico e humano. Schultz também notou a existência de imperfeições do mercado de capitais para provimento de crédito voltado ao capital humano, e entendia que a correção dessas imperfeições passava por reformulações nas leis tributárias e das práticas e leis bancárias, visando assim garantir empréstimos públicos e privados de longo prazo aos estudantes (SCHULTZ, 1961).

A constatação de que uma parte substancial do crescimento da economia norte-americana permanecia inexplicada ao isolar os fatores capital e trabalho foi também o ponto de partida de Gary Becker em sua clássica obra *Human capital* (1962). Em suas palavras, o estudo abrange “as atividades que influenciam os rendimentos monetários e psíquicos por meio do incremento dos recursos das pessoas, (e) essas atividades são chamadas investimento em capital humano” (Becker, 1962, p. 11). Para o autor, a evidência mais significativa a analisar é a tendência de as pessoas mais educadas ganharem mais do que aqueles com baixa escolarização, além do fato de as nações que experimentaram longos períodos de crescimento de renda tenham promovido grandes incrementos no sistema educacional e no treinamento de suas forças de trabalho. As dificuldades no financiamento da educação por parte de famílias mais pobres não passaram despercebidas ao autor, que considerava o empréstimo aos estudantes pelos governos uma forma de contornar o problema. Na sua visão, a combinação de escolas subsidiadas publicamente e um sistema de seguridade poderiam gerar meios indiretos, porém efetivos, de prover empréstimos para os indivíduos se educarem no longo prazo (BECKER, 1962, p. 22).

O caminho aberto pela incorporação do conceito de capital humano aos modelos econômicos gerou uma agenda de pesquisa que se deparou, entre outros desafios, com a questão da mensuração dessa forma de capital. Dimensionar aspectos tais como saúde, ambiente familiar, habilidades e conhecimento significa direcionar o olhar para aspectos da vida econômica que são difíceis de quantificar e que eventualmente ocorrem fora do mercado. No entanto, uma vez incorporado à análise, o capital humano em geral – e a educação em particular – aumentou o poder explicativo de modelos de produção neoclássicos, sofisticando a compreensão de aspectos tais como o produto, a renda e a poupança entre diferentes países (MANKIW; ROMER; WEIL, 1992, p. 408).

Das primeiras investigações sobre escolaridade, renda e seus efeitos agregados realizadas em meados do XX até hoje, o conjunto de evidências encontradas ajudou a cristalizar a noção de que o investimento em educação traz retornos individuais e coletivos desejáveis, gerando externalidades positivas que abarcam aspectos diversos da vida social tais como a saúde, a criminalidade e a estabilidade institucional (PSACHAROPOULOS; PATRINOS, 2004). A importância da educação no desenvolvimento das nações tornou-se lugar comum, e este consenso traduziu-se na formulação de políticas públicas que almejam o aumento da escolaridade e de capacitação da mão de obra. Ainda que este processo adquira feições particulares em cada contexto nacional, é possível afirmar que uma das características indistinguíveis das sociedades contemporâneas é o aumento da escolaridade média, processo este que envolveu e envolve a mobilização de uma quantia significativa de recursos públicos e privados para sua promoção (TROW, 2005).

As peculiaridades dos custos e retornos do capital humano frente ao físico, combinadas com as imperfeições do mercado de crédito, levaram à criação de diferentes instrumentos e políticas para garantir a expansão e o acesso ao ensino; o financiamento dos custos com mensalidades é um exemplo desse tipo de política. Em um quadro geral de custos crescentes relacionados à oferta de ensino, restrições orçamentárias por parte dos diferentes governos e transformações produtivas ligadas à informação e ao conhecimento, decidir quem paga a conta de educação superior e como não tornar esse custo um obstáculo intransponível para parte da população são questões presentes no debate público ao redor do mundo. Não seria diferente no Brasil, e na seção seguinte discutem-se alguns aspectos desse debate (e suas consequências) no caso brasileiro.

3. EDUCAÇÃO SUPERIOR NO BRASIL: O SETOR PRIVADO

Nesta seção será apresentado um breve histórico das mudanças ocorridas no sistema de ensino superior brasileiro e, dentro deste, o papel das instituições privadas e das políticas públicas de financiamento e acesso. Mais especificamente, busca-se explicar o contexto do qual emergiram as companhias educacionais de capital aberto,

que passaram a desempenhar, num intervalo relativamente curto de tempo, uma enorme relevância dentro do sistema.

A exemplo de outros países em desenvolvimento, o Brasil experimentou um expressivo incremento na escolaridade de sua população nas últimas décadas. Ainda que persistam problemas estruturais relacionados à equidade e qualidade e que os diferentes níveis de ensino apresentem uma série de desafios específicos, é inegável que desde a redemocratização em 1988 os indicadores educacionais apresentaram melhoria geral em termos de oferta, acesso e cobertura. A taxa de analfabetismo da população com 15 anos ou mais diminuiu de 17,2% em 1992 para 5,4% em 2023, e as taxas de escolarização subiram em todos os grupos de idade, com destaque para a faixa entre 6 e 14 anos, chegando a 99,4% em 2023. Além disso, a média de anos de estudo das pessoas com 10 ou mais anos de idade saltou de 5,2 em 1995 para 7,2 em 2009 (IBGE, 2025). Dados da PNAD Contínua mostram que a proporção das pessoas com mais de 14 anos com ensino médio incompleto vem caindo desde 2016, ao mesmo tempo em que subiram as fatias com ensino médio e superior completos (IBGE, 2025); tais evidências revelam que a obrigatoriedade do ensino fundamental estabelecida no texto constitucional surtiu efeitos, e que a universalização desse nível de ensino é hoje uma realidade, ainda que persistam desafios tais como o nível de proficiência em determinadas áreas, as taxas de evasão e a distorção idade-série.

No ensino superior, os dados revelam um avanço tão ou mais significativo que aquele observado nos níveis fundamental e médio. De 1995 até 2023 o número de matrículas saltou de pouco menos de 1,8 milhão para praticamente 10 milhões de estudantes de graduação (INEP, 2025). Além disso, no último ano de apuração havia quase 25 milhões de vagas de graduação abertas, das quais mais de 19 milhões na modalidade à distância, número semelhante ao de vagas ofertadas por instituições privadas com fins lucrativos (INEP, 2024).

Em um abrangente estudo voltado aos BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China), Carnoy *et. al.* (2013) argumentam que houve uma “revolução” na educação superior nesse bloco, materializada em enorme expansão das universidades e motivada pelos significativos retornos privados da escolarização, por sua vez traduzidos em incrementos salariais por ano adicional de estudo. Outro aspecto dessa revolução é a mudança de caráter da educação aos olhos da sociedade: tradicionalmente vista como um serviço de acesso público, provido majoritariamente pelo Estado, gradativamente generaliza-se a percepção de que os benefícios e, por consequência,

os custos relacionados à escolaridade têm caráter privado. Essa mudança de percepção social teria aberto espaço para a adoção de uma nova postura dos governos frente ao financiamento dos custos educacionais e ao caráter de sua oferta. Além disso, a internacionalização das instituições e o uso das tecnologias de informação para o alcance de clientelas mais amplas – por exemplo, por meio da educação à distância - seriam os outros componentes desse movimento revolucionário (CARNOY *et al.*, 2013). Tal revolução não nasceu nos BRICs e tampouco neles se encerrou, posto que a expansão de matrículas e o aumento das taxas de escolarização são comuns a todas as economias nacionais com certo nível de desenvolvimento (PSACHAPOULOS; PATRINOS; 2004).

Como citado anteriormente, a mudança qualitativa do papel da universidade e sua expansão rumo a novas clientelas e formas de ensino são evidências de uma transição entre modelos: antes reservado a setores da elite, o ensino universitário massificou-se e incorporou clientelas até então excluídas desse nível de ensino (TROW, 2005). A revolução do ensino universitário de massa trouxe consigo, além dos aspectos quantitativos já citados, uma crescente diferenciação entre as instituições, com a incorporação de novas modalidades de ensino (como a educação à distância), novas áreas de conhecimento (gastronomia, estética, tecnologia da informação etc.) e novos arranjos institucionais e empresariais. Esse último ponto é particularmente importante no caso brasileiro.

Assim como em outros países, no Brasil houve uma expansão no número de matrículas por meio de uma crescente diferenciação institucional, que deixa a cargo de universidades e faculdades de baixo custo a tarefa de incorporar a maior parte dos novos alunos. Essa expansão foi financiada, em sua maior parte, por mensalidades pagas pelos estudantes e suas famílias, o que diferencia o sistema brasileiro daqueles de seus parceiros do BRICs. A peculiaridade do sistema brasileiro residiria, assim, em três pilares: a existência de faculdades públicas gratuitas, livres de mensalidades; a predominância de matrículas em instituições privadas financiadas por mensalidades, pagas pelos alunos; por fim, pela presença de instituições confessionais que, a despeito dos benefícios fiscais que gozam, também cobram mensalidades (CARNOY *et al.*, 2013).

As configurações assumidas pelo sistema de ensino superior teriam a capacidade de revelar parte do conflito distributivo vivido por dada sociedade. Nessa

direção, o ambiente político influenciaria fortemente as soluções encontradas para o provimento de educação terciária, com os governos nacionais utilizando a expansão da educação como forma de legitimação política perante a população. Na questão específica do financiamento, o argumento dos autores é que os governos se tornaram aptos a diminuir o custeio direto das universidades porque a recompensa privada da escolarização tornou-se suficientemente alta para induzir mais estudantes e suas famílias a contribuir com os custos relacionados, especialmente em campos com altos retornos individuais esperados como, por exemplo, a medicina. Assim, a forma pela qual o Brasil financia a educação superior é única entre os BRICs pela existência de dois sistemas: um totalmente financiado pelos governos e praticamente sem cobrança de mensalidade, e outro totalmente financiado por fontes privadas, majoritariamente por meio de mensalidades.

Marco legal fundamental para essa configuração foi a promulgação da Lei de Diretrizes e Bases da Educação – LDB (Lei 9.394/1996), que passou a prever a existência de estabelecimentos educacionais com fins lucrativos. Ainda que a participação da iniciativa privada na oferta de ensino superior já fosse uma realidade desde a Reforma Universitária de 1968, tal atividade estava restrita às entidades sem fins lucrativos, das quais entes confessionais, tais como as universidades católicas (PUCs), sempre foram o maior exemplo (CARVALHO, 2013). O Artigo 20 da referida lei estabelecia quatro categorias de instituições privadas: as comunitárias, mantidas por grupos de pessoas físicas ou uma ou mais pessoas jurídicas sem fins lucrativos; as confessionais, já citadas; as filantrópicas e, por fim, as particulares em sentido estrito, mantidas por pessoas físicas ou jurídicas que não se enquadrem nas definições anteriores (BRASIL, 1996).

É importante ter em conta que, no regramento educacional brasileiro, existem dois tipos de organizações envolvidas na oferta de ensino superior. Em primeiro lugar, as instituições (IES) propriamente ditas, que podem ser credenciadas pelo poder público como faculdades, centros universitários ou universidades, em ordem crescente de autonomia acadêmica e administrativa. As IES são objeto de um amplo conjunto de práticas normativas e avaliativas que regulam desde a autorização para funcionamento até a avaliação das condições de oferta. Os múltiplos processos avaliativos relacionados à oferta de graduação (autorização, credenciamento, reconhecimento, recredenciamento, entre outros) estão consolidados no Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior - SINAES, estabelecido pela Lei nº

10.861/2004 e que combina avaliação institucional externa, realizada por especialistas indicados pelo INEP, avaliação interna, a cargo das Comissões Próprias de Avaliação - CPAs, e avaliação de rendimento discente por meio do ENADE - Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes. Do conjunto de dados e indicadores coletados pelos instrumentos do SINAES determinam-se os níveis de qualidade e de excelência de cada instituição e curso, sintetizados em índices como o Índice Geral de Cursos - IGC, o Conceito Institucional - CI e o Conceito Preliminar de Curso - CPC, entre outras métricas (BRASIL. MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO, 2025). Essas instituições, por sua vez, são administradas (ou mantidas) por outras organizações, denominadas mantenedoras, empresas que respondem pela sustentabilidade financeira, pela regularidade fiscal e contábil e pelas rotinas de gestão das primeiras. Uma só mantenedora pode ter sob sua responsabilidade uma ou mais mantidas, e os instrumentos presentes no SINAES tem efeito praticamente nulo quanto às práticas de manutenção e as estratégias empresariais adotadas. A dualidade existente entre mantenedora e mantida tem implicações significativas na execução de qualquer política pública voltada à área, e o descompasso entre a microrregulação das IES e cursos realizada pelo MEC e seus órgãos auxiliares e a liberdade de ação das mantenedoras chegou a ser caracterizada por uma ex-presidente do INEP como "um caso de fracasso de regulação de mercado" (Castro, 2014).

Nesse sentido, observa-se um paradoxo no desenvolvimento recente da educação terciária no país. De um lado, houve o esforço permanente dos diferentes governos pós-LDB visando enquadrar as instituições mantidas no padrão de qualidade definido oficialmente, padrão materializado em extensa legislação e intrincado sistema de avaliação; de outro, há a ação das mantenedoras, especialmente aquelas com fins lucrativos, que operam agressivas estratégias de crescimento e consolidação, operando tanto nas entrelinhas do quadro normativo como, por vezes, em aberta e declarada oposição a este (CASTRO, 2014). Dito de outra forma, enquanto o poder público criava e continua criando variados instrumentos para controle e avaliação do funcionamento das instituições, algumas mantenedoras vem usando seu poder de mercado e capacidade empresarial para transformar todo o setor por meio de estratégias de aquisição de concorrentes, expansão orgânica e diversificação dos serviços educacionais ofertados.

As alterações no arcabouço legal e institucional e as condições de mercado existentes na virada do século produziram efeitos quantitativos e qualitativos profundos sobre o ensino superior brasileiro. O setor privado se transformou e algumas instituições não só cresceram enormemente de tamanho, como também introduziram práticas de gestão, modelos pedagógicos e modalidades de ensino até então inexistentes ou pouco representativas no sistema universitário nacional. O processo de diversificação institucional (SAMPAIO, 2014) e mercantilização (CARVALHO, 2013) que se viu a partir de então tem como efeito mais visível o surgimento das grandes companhias educacionais de capital aberto.

Sampaio (2014) identifica quatro movimentos relacionados à expansão do setor privado pós-LDB: a transformação de instituições particulares em universidades e centros universitários, ganhando assim maior autonomia institucional; a desconcentração regional, com o avanço de instituições e cursos para o Norte, Nordeste e Centro-Oeste; a interiorização das instituições, buscando a clientela das cidades médias do interior do país; e o aumento da oferta de cursos, que multiplicam-se em novas áreas, modalidades de ensino e vagas. Schwartzman e Bueno (2023) apontam três peculiaridades do sistema universitário brasileiro em relação aos de outros países de renda média: a grande proporção de alunos no ensino privado (3/4 do total), um significativo parque de programas de mestrados e doutorados, localizados majoritariamente em instituições públicas, e uma grande proporção de alunos em programas de educação à distância. Esses fatores são o pano de fundo para o surgimento de grandes conglomerados empresariais, listados em Bolsa, que reúnem por vezes dezenas de empresas coligadas e mantenedoras. Na visão dos autores, essa configuração levaria à necessidade de criação de uma tipologia específica para a descrição do sistema brasileiro; nessa tipologia, as grandes instituições privadas, com mais de 30 mil alunos, com fins lucrativos e com ações negociadas no mercado seriam um dos resultados do processo de transição para um sistema de massa, de acordo com a já citada categorização proposta por Trow (SCHWARTZMAN; BUENO, 2023).

Ao mesmo tempo em que abria espaço para a atuação de conglomerados empresariais no ensino superior, a LDB estabelecia a igualdade de acesso e a permanência na escola como princípios a serem perseguidos, dado o atraso demonstrado pelo Brasil em seus indicadores educacionais, historicamente aquém não apenas dos países desenvolvidos, mas também de seus vizinhos latino-

americanos (BRASIL. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2014). Esse quadro de atraso relativo na escolaridade terciária foi reconhecido no Plano Nacional de Educação promulgado em 2001 (Lei nº 10.172/2001), ao afirmar que “no conjunto da América Latina, o Brasil apresenta um dos índices mais baixos de acesso” ao ensino universitário (Brasil, 2001). Além disso, embasou a elaboração de políticas voltadas à expansão da oferta e atendimento da demanda reprimida, e ainda que não tenha havido uma mudança estrutural na proporção de alunos entre os setores público e privado - visto que mesmo antes da LDB a maioria dos universitários frequentavam cursos pagos -, o surgimento de novos *players* no mercado a partir da década de 2010 tornou a experiência brasileira *sui generis* quando comparada aos seus vizinhos e a outros países em desenvolvimento (SALTO, 2014). Se um ano após serem autorizadas a atuar as mantenedoras com fins lucrativos já detinham 18% das matrículas do setor privado e 12% de todo o sistema, crescendo 537% em uma década, o setor privado chegou ao final de 2023 concentrando quase 80% dos estudantes de graduação, com mais da metade das matrículas (52,5%) concentradas em apenas 3,4% do total de mantenedoras, nível inédito da série histórica (INSTITUTO SEMESP, 2025). Apenas as cinco maiores instituições privadas concentravam 27% das matrículas do sistema, um número de alunos maior do que todo o sistema público (FOLHA DE S. PAULO, 2023).

Via de regra, as companhias educacionais de capital aberto controlam, direta ou indiretamente, dezenas de mantenedoras e, eventualmente, centenas de IES. Para atingirem essa escala, o caminho das S.A. educacionais passou tanto por crescimento orgânico, via abertura de novas instituições, cursos e *campi* a partir da autorização do poder público, como também e principalmente pela via inorgânica, por meio de políticas agressivas de aquisições, fusões, incorporações e unificação de marcas. A oferta de ações em bolsa de valores é uma das etapas nos referidos processos de financeirização do setor de ensino privado e da diferenciação institucional característica dos sistemas de massa e com manifestações específicas no caso brasileiro.

A transformação do setor privado teve como pano de fundo a ação de políticas públicas voltadas ao setor. Desde a LDB foram criadas iniciativas específicas para ensino público, tais como o Programa de Reestruturação e Expansão das Universidades Federais – REUNI, voltado à ampliação do acesso e permanência nas

IES públicas, e o Sistema de Seleção Unificada – SISU, que criou uma base unificada de vagas das instituições participantes para seleção por meio da nota do Exame Nacional de Ensino Médio – ENEM. Também houve iniciativas que atendem tanto o setor público como o privado, como é o caso do Programa Nacional de Acesso ao Ensino Técnico – PRONATEC, que tem como objetivo ampliar o acesso à educação profissional e tecnológica. Por fim, existem as ações direcionadas especificamente para o setor privado, casos do PROUNI e do FIES (BÊNIA, 2020).

O PROUNI - Programa Universidade para Todos foi instituído pela Lei nº 11.096/2005 e oferece bolsas de estudo integrais e parciais (50% da mensalidade) nas instituições privadas de ensino. Tem como público-alvo os egressos da escola pública ou os bolsistas da rede privada de ensino médio, além de pessoas portadoras de necessidades especiais e professores da rede pública em cursos de licenciatura. O aluno interessado precisa possuir renda familiar *per capita* de até 1,5 salário-mínimo para bolsas integrais, e 3 salários-mínimos para bolsas parciais. A contrapartida oferecida às mantenedoras que aderem ao programa é o abatimento de impostos e tributos tais como o Imposto de Renda de Pessoa Jurídica – IRPJ, a Contribuição de Financiamento da Seguridade Social – COFINS e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL, diminuindo assim seus custos operacionais (BRASIL. Ministério da Educação, 2025).

A criação do Fundo de Financiamento Estudantil – FIES visou, assim como ocorrera anteriormente com o CREDUC, contornar parte das dificuldades inerentes enfrentadas pelos jovens na obtenção de crédito para o investimento em capital humano – no caso, em cursos de graduação oferecidos por instituições privadas. As características do programa, o histórico de sua operacionalização e as consequências de sua implementação são o objetivo da próxima seção.

3.1 O FIES

O FIES foi criado no governo Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), por meio da Lei nº 10.260/2001 como um substituto do Programa de Crédito Educativo (PCE ou CREDUC), criado em 1976 e descontinuado em 1999 (NEVES; FARENZENA; BANDEIRA, 2021). Tanto no programa extinto como no atual, o objetivo é possibilitar que estudantes de baixa renda frequentem cursos superiores pagos, oferecendo para isso condições de crédito mais atrativas que aquelas oferecidas pelos

bancos. Em linhas gerais, o aluno contrata um empréstimo em condições favoráveis para arcar com o custo das mensalidades, pagando a maior parte do valor devido após a conclusão do curso (NASCIMENTO; LONGO, 2016).

Conceitualmente, o programa é um empréstimo com amortizações a termo (EAT), no qual o tomador do crédito paga parcelas fixas durante um período predeterminado, geralmente com períodos de amortização, carência e taxas de juro mais atrativos que os praticados no mercado. Progressivamente esse modelo de crédito educativo tem sido suplantado ao redor do mundo pelos empréstimos com amortização contingente à renda futura (ECR), adotado em países como a Austrália e considerados mais balanceados em termos de custo ao contribuinte e ônus futuro ao tomador do crédito (CHAPMAN; DOAN, 2018, p. 7). No Brasil, dificuldades políticas e operacionais, tais como a falta de integração entre bases de dados, são colocadas como impeditivos para a adoção desse modelo.

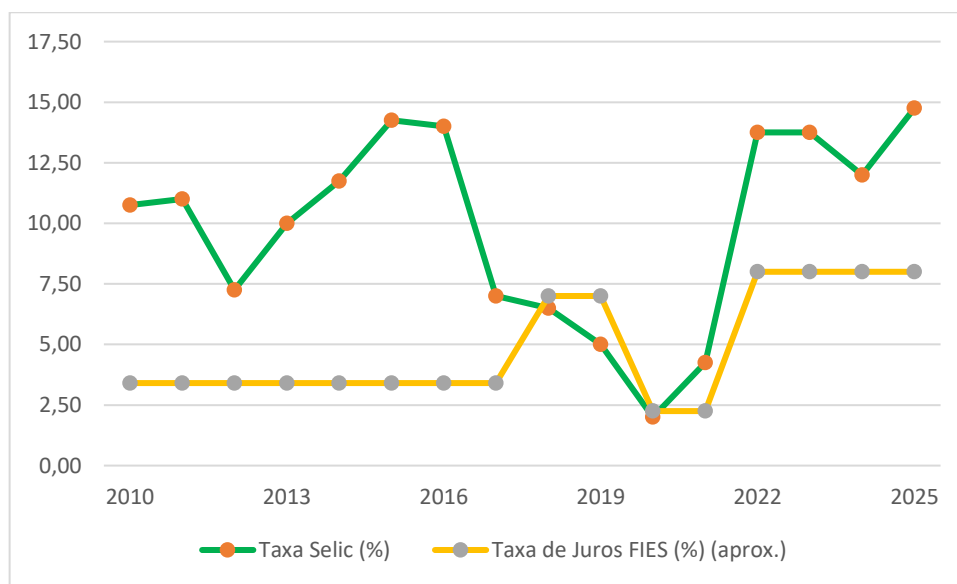
O PCE ficou caracterizado, em sua execução, pela elevada inadimplência de sua carteira, pelo contexto socioeconômico adverso no qual os empréstimos eram oferecidos - final da ditadura, estagflação, altas taxas de desemprego - e, do ponto de vista operacional, pela inexistência de garantia real para o crédito concedido. Dessa forma, não surpreende que tenha entrado em crise em 1991, o que levou a uma reformulação no ano seguinte (Lei nº 8.436/92) e à adoção de nova denominação: Programa de Crédito Educativo para Estudantes Carentes - CREDUC. A ausência de recursos para a concessão de novos financiamentos, resultado da grave crise econômica e fiscal da época, aliada à elevada inadimplência, levou ao fim da oferta de novos contratos ao final da década (ALMEIDA JÚNIOR *et al.*, 2018). Em 2003, logo após a sua extinção, ainda restam na carteira do CREDUC mais de 160 mil contratos ativos, totalizando um saldo devedor de aproximadamente R\$ 2,1 bilhões com uma taxa de inadimplência de 84% (INFOMONEY, 2003).

Em linhas gerais, o FIES financia as mensalidades de cursos superiores não gratuitos que possuam avaliação positiva junto ao Ministério da Educação. Em sua versão atual, o estudante contemplado com o financiamento paga no máximo R\$ 150,00 a cada três meses, referentes a parte dos juros incidentes, enquanto está matriculado; após a conclusão do curso, existe uma carência de 18 meses, período no qual a cobrança trimestral de juros permanece nas mesmas condições. Encerrada a carência, o contrato entra na fase de amortização, e o saldo devedor da operação

pode ser parcelado em até 3 vezes a duração regular do curso. A taxa de juros efetiva praticada nos contratos é zero, e estudantes eventualmente contemplados com bolsas parciais do Prouni podem combinar este benefício com o financiamento. Como requisitos ao estudante, exige-se que o mesmo tenha participado do Enem a partir da edição de 2010, obtendo nota superior a zero em Redação e média aritmética de 450 pontos nas demais provas (BRASIL. Ministério da Educação, 2025).

Levando em conta o nível médio das taxas de juros praticadas nas principais modalidades de crédito pessoal ao longo do período e mesmo a taxa referencial SELIC, as condições oferecidas pelo programa foram, na maior parte do tempo, extremamente atraentes para os estudantes. No gráfico 1 observa-se que, à exceção do período entre 2018 e 2021, os juros incidentes sobre os financiamentos permaneceram abaixo da SELIC, o que representa, em última instância, um subsídio implícito nos financiamentos concedidos.

GRÁFICO 1 - TAXA SELIC E JUROS DOS CONTRATOS FIES (2010 - 2025)



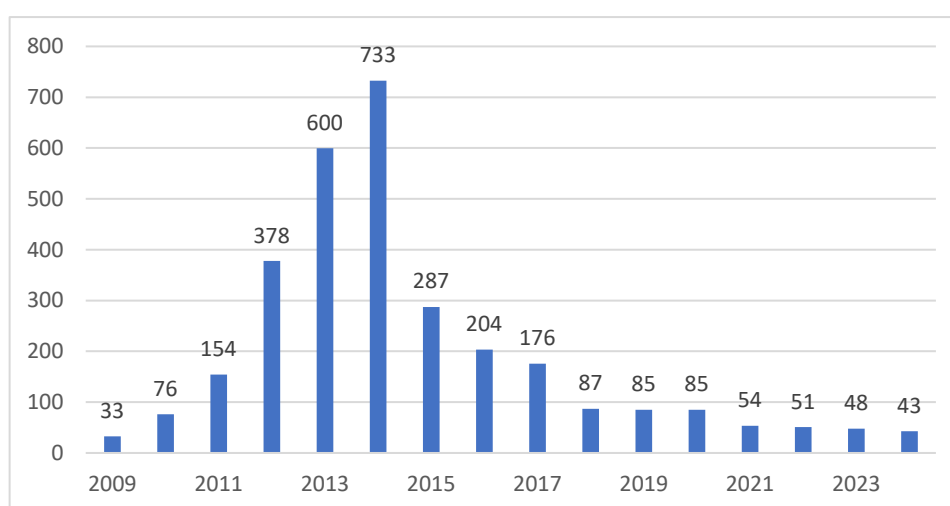
FONTE: O autor (2025).

Se as condições de financiamento são atraentes para os estudantes, o mesmo pode ser dito para as mantenedoras. A remuneração dos serviços educacionais prestados pelas instituições é realizada por meio da emissão de Certificados Financeiros do Tesouro – Série E (CFT-E) em favor das mantenedoras, títulos públicos cuja destinação prioritária é o pagamento de encargos previdenciários. Uma vez quitadas as obrigações junto ao INSS, o excedente de títulos recebidos pode

ser recomprado em leilões realizados periodicamente pelo Tesouro, transformando-se em recursos financeiros que são incorporados como receita líquida da operação e contornam alguns riscos do negócio, tais como inadimplência e prazo de recebimento. Ainda que hoje não tenha a relevância demonstrada na década passada para o conjunto do sistema e, mais especificamente, para o desempenho das S.A., o FIES pode ter gerado efeitos que extrapolaram os objetivos precípuos da política pública, alterando as condições do mercado e, por consequência, as estratégias e práticas das companhias frente às condições oferecidas pelo programa.

É importante destacar que a dimensão do FIES em número de contratos variou bastante ao longo do tempo, refletindo as diferentes condições e requisitos exigidos para a obtenção do financiamento. O gráfico 2 mostra a quantidade de mil contratos firmados por ano entre 2009 e 2024.

GRÁFICO 2 - QUANTIDADE DE FINANCIAMENTOS FIES, POR ANO (EM MILHARES)



FONTE: O autor (2025), adaptado de MEC (2025).

Entre 2009 e 2014 há um crescimento de 2.244% no número de contratos, seguido de uma queda abrupta de 61% no ano seguinte e depois menos acentuada, porém constante. O volume de financiamentos de 2024 é o segundo menor da série, o que mostra que a perda de relevância da política no conjunto das matrículas.

Essas variações podem ser associadas às diferentes condições de financiamento e governança oferecidas ao longo do período que podem ser, grosso modo, organizadas em 3 fases: a primeira, que vai da criação do programa até 2010, caracteriza-se pela pequena importância relativa do programa no sistema e pela

gestão, então a cargo da Caixa Econômica Federal; a segunda, do segundo semestre de 2010 até o início de 2015, quando as regras de elegibilidade e fiança são flexibilizadas e o número de contratos explode, além da gestão passar para o Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação - FNDE; por fim, a fase pós-2015, com o retorno de condições mais restritivas e pela busca declarada pelo equilíbrio fiscal e orçamentário do programa, período no qual a quantidade de contratos volta a cair e o programa diminui significativamente de tamanho.

O quadro 1 resume as principais características de cada uma dessas fases. É importante destacar que a periodização sugerida não é precisa, pois as alterações na política se deram por meio da publicação de diferentes leis, decretos e portarias ao longo do tempo, e alguns dos objetivos dessas reformulações – diminuição da inadimplência, pulverização do risco das operações e menor impacto fiscal, entre outros – foram perseguidos gradativamente e por mais de um ato normativo. Em linhas gerais, pode-se afirmar que a enorme expansão de financiamentos concedidos no período 2010 – 2014 levou a questionamentos sobre a sustentabilidade fiscal do programa e aos benefícios associados ao enorme custo de sua manutenção, frente às condições de contratação e critérios de elegibilidade dos alunos atendidos.

QUADRO 1 - QUADRO-RESUMO DAS ALTERAÇÕES NO FIES

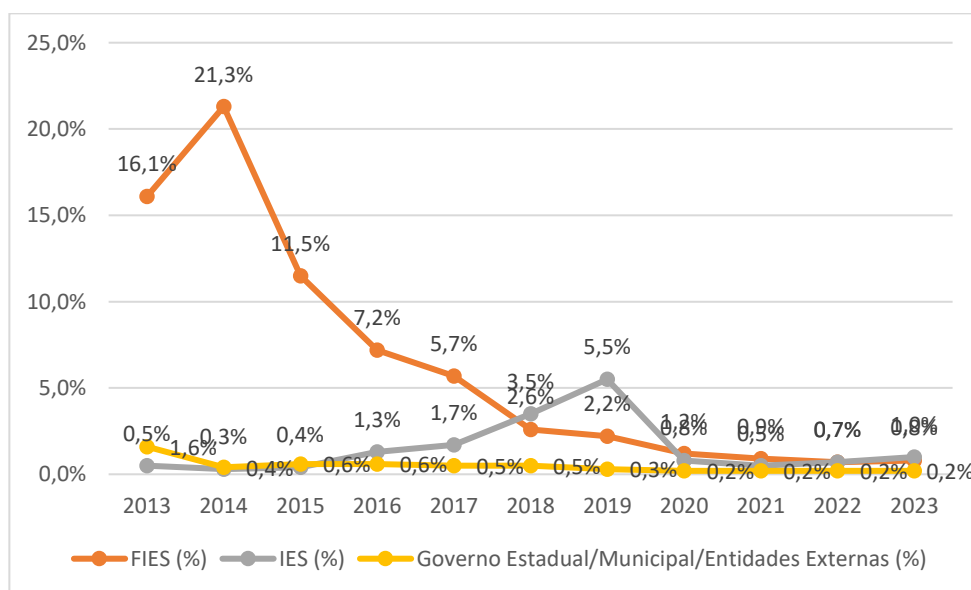
Critério	Até 2009	Até 2015	A partir 2018
Agente Operador	CEF	FNDE	FNDE
Agente Financiador	CEF	CEF e BB	CEF e BB
Fonte de Recursos	Dotações, Loterias, Taxas	Dotações, Loterias, Taxas	Fundos de Desenvolvimento
Fiança	Fiador	Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo	Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo
Carência	Sem carência até 2006; 6 meses depois da formatura após 2009	18 meses após formatura	18 meses após formatura
Prazo de Amortização	2x a duração do curso	3x a duração do curso	3x a duração do curso
Requisitos Estudante	Sem requisitos	Nota >450 no Enem e >0 na Redação	Nota >450 no Enem e >0 na Redação
Requisitos Curso	Avaliação positiva	Prioridade para curso com nota 4 e 5	Prioridade para curso com nota 4 e 5
Cursos prioritários	Tecnologia, saúde, engenharia e algumas licenciaturas	Licenciaturas, pedagogia, saúde, engenharias e computação	Licenciaturas, pedagogia, saúde, engenharias e computação
Regiões prioritárias	Sem definição	N, NE e CO (sem DF)	Demanda social da mesorregião

Pagamento de Juros	Até R\$50,00 a cada 3 meses	Até R\$150,00 a cada 3 meses	Até R\$150,00 a cada 3 meses
Abatimento	Não existia	Magistério público e médicos Saúde da Família: 1% por mês de trabalho	Profissionais do magistério público
Renda	Sem limite	RFMB per capita < 2,5 SM	RFMB per capita < 3 SM
Limite Financiável	50%	21% a 93%	21% a 93%
Taxa de Juros	9% (até 2005), 3,5% (cursos prioritários) e 6,5% (demais cursos, até 2009)	6,5% todos os cursos	6,5% todos os cursos
Recompra	Anual	Mensal	Mensal

FONTE: O autor (2025). Adaptada de TCU (2024)

O gráfico 3 mostra o percentual de ingressantes com financiamento no período selecionado. Além do FIES, foram consideradas as linhas de crédito oferecidas pelas próprias instituições ou empresas parceiras, assim como de entidades externas ou governos estaduais e municipais. Se em 2014 o programa respondia por mais de um quinto dos ingressos, nos anos mais recentes tem tanta importância relativa quanto as linhas de financiamento privadas, ou seja, quase nenhuma.

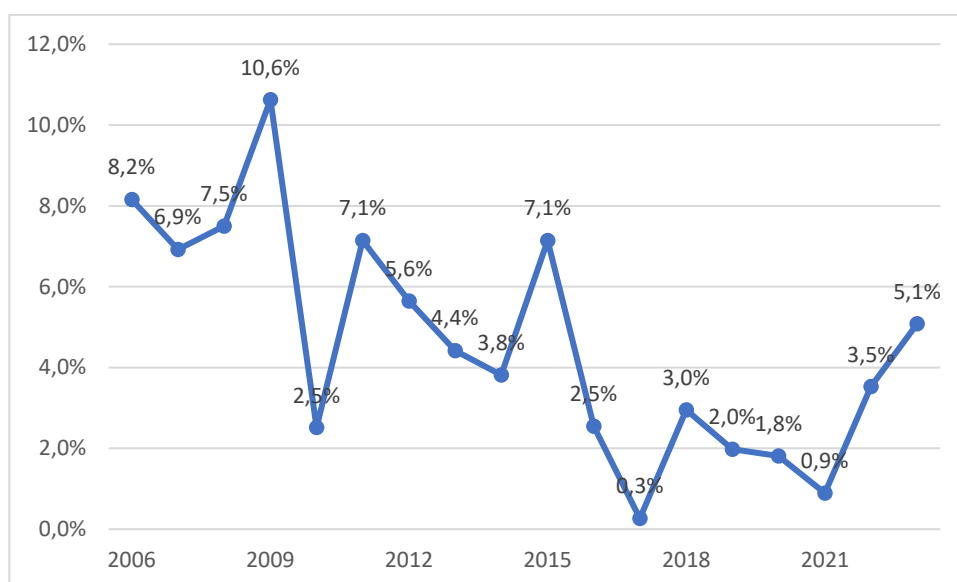
GRÁFICO 3 - PERCENTUAL DE INGRESSANTES COM ALGUMA MODALIDADE DE FINANCIAMENTO (2013-2023)



FONTE: O autor (2025). Adaptado de Instituto SEMESP (2025).

Quando se observa a taxa de crescimento anual do número de matrículas ao longo do período (gráfico 4), não é difícil notar que o período de explosão do número de contratos (2010-2015) não apresentou taxas muito significativas de crescimento da base de ingressantes, o que pode ser interpretado como uma evidência de que, mais do que expandir o universo de alunos, o FIES pode ter provocado uma movimentação de alunos que possuíam condições de arcar com as mensalidades rumo às condições muito mais favoráveis de pagamento oferecidas pelo programa, no chamado efeito *crowding-out* (NASCIMENTO; LONGO, 2016, p. 20).

GRÁFICO 4 - TAXA DE CRESCIMENTO DO NÚMERO DE MATRÍCULAS NO ENSINO SUPERIOR EM RELAÇÃO AO ANO ANTERIOR (2006-2023)



FONTE: O autor (2025), adaptado de INEP (vários anos)

É importante recordar que o quadro econômico e político do triênio 2015-2017 no Brasil apresentava fortes instabilidades: de um lado, uma recessão prolongada seguida de um crescimento pífio e, de outro, a crise política que culminou no *impeachment* de Dilma Rousseff em seu segundo mandato. Como pano de fundo, a percepção constantemente verbalizada dos agentes do mercado e dos operadores políticos acerca do descontrole fiscal na administração federal – percepção esta que embasaria, já no governo de Michel Temer (2016-2018), a promulgação da Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, que estabelecia o chamado “Novo Regime Fiscal” ou simplesmente teto de gastos. Antes mesmo disso, no entanto, a

priorização do combate ao “risco fiscal” colocou algumas políticas públicas sob escrutínio, e o FIES foi uma delas.

Os grandes desafios relacionados a qualquer política de financiamento estudantil dizem respeito à dificuldade de exigir garantias do público-alvo, visto se tratar, em sua esmagadora maioria, de jovens no início de sua carreira profissional, sem renda e sem patrimônio. A falta de garantias para o credor aumenta o risco da operação, e ao aumento do risco correspondem taxas de juros e de intermediação também mais altas, o que no limite inviabiliza a contratação por parte do interessado. O passivo e as altas taxas de inadimplência legados pelo CREDUC, assim como em outros programas semelhantes de outros países (referência) mostram que o desenho de uma política de financiamento eficaz e sustentável é um grande desafio.

Como visto anteriormente, o programa até 2009 exigia um fiador para a contratação do empréstimo, o que era considerado um dos grandes obstáculos à sua expansão e o tornava pouco atrativo aos estudantes e suas famílias. Esse obstáculo foi parcialmente contornado com a criação do Fundo Garantidor de Operações de Crédito Educativo - FGEDUC, um fundo que tem a União como única cotista e que garante parte do risco de inadimplência dos contratos. Removido o obstáculo do fiador, a procura pelo programa aumentou enormemente, ao mesmo tempo em que a União arcava com a imensa maioria dos ônus gerados pela capitalização do fundo e pela alta inadimplência. A liberalidade das condições de concessão e a virtual ausência de contrapartidas exigidas dos tomadores e das empresas prestadoras dos serviços educacionais teriam levado as mantenedoras a incentivar os alunos já matriculados e com risco de crédito mais elevado a migrarem para o programa, ao invés de arcar com as mensalidades com recursos próprios. A incapacidade do programa em expandir a base de alunos tornava-se evidente quando “o número de financiamentos concedidos [...] ultrapassou o total de novas matrículas no segmento privado, o que significa que parte dos alunos já matriculados em IES privadas passaram a ser financiados pelo programa” (Brasil. Ministério da Fazenda, 2017).

Em diagnóstico realizado em 2017, o Ministério da Fazenda observava que o fluxo orçamentário e financeiro do programa dificultava o seu monitoramento e que a mudança no processo de garantia concentrava o risco na União. O fluxo operacional dos empréstimos concedidos, que começa com a autorização orçamentária para o FNDE executar os contratos, passa pela emissão pelo Tesouro Nacional dos títulos

públicos e termina com o uso desses títulos para pagamento de tributos ou recompra por parte das mantenedoras, tem como resultado óbvio o aumento da dívida pública bruta e a geração de despesas financeiras, absorvidas pela União, em cada uma das etapas de execução. Essas despesas financeiras teriam saltado de R\$ 1,8 bilhão em 2011 para R\$19,3 bilhões em 2016; se considerado também o subsídio implícito dos juros citado anteriormente, o valor salta para R\$ 32,3 bilhões apenas neste ano (BRASIL. Ministério da Fazenda, 2017, p. 8).

Além da insustentabilidade fiscal do programa, auditoria realizada pelo Tribunal de Contas da União – TCU em 2016 destacava que algumas companhias educacionais, tais como a Kroton, utilizavam a diferença da taxa de juros do financiamento como uma oportunidade de investimento, pois “a taxa de juros é tão baixa que vale a pena contratar, [pois] se você colocar na poupança o dinheiro que iria usar para pagar a faculdade, você acaba tendo lucro” (Brasil. Tribunal de Contas da União, 2016, p. 81).

Em linhas gerais, as recomendações trazidas por essas e outras avaliações reconheciam maiores benefícios e menores custos envolvidos com a eventual adoção de empréstimos contingentes à renda frente ao modelo de parcelas fixas praticado no FIES; ao mesmo tempo, reconheciam a impossibilidade prática de adoção desse modelo pela ausência de integração nas bases de dados fiscais, trabalhistas e sociais. Uma forma de contornar esse obstáculo foi introduzir alterações que aproximassem o programa de um ECR e, ao mesmo tempo, não demandassem alterações legislativas muito abrangentes, dada a instabilidade política daquele contexto (PIRES, 2018, p. 26).

A percepção negativa sobre o futuro do programa fez parte da justificativa para as alterações proporcionadas principalmente pelas Portarias Normativas n.º 21 e n.º 23, publicadas pelo Ministério da Educação no final de 2014 e que estabeleciam nota mínima no Enem, tornavam o limite financiável variável em função da renda familiar e alteravam a forma de remuneração das mantenedoras. O incremento das exigências acadêmicas e financeiras ajuda a explicar o comportamento de queda no número de contratos observado a partir de então. Além disso, a concessão do benefício passou a ser priorizada em função da avaliação dos cursos, da área de atuação e da região geográfica do país (BRASIL. Ministério da Educação, 2014). As mudanças no programa foram contestadas judicialmente pelas entidades representativas das mantenedoras, tais como a Associação Brasileira das Mantenedoras de Ensino

Superior - ABMES, a Associação Brasileira para o Desenvolvimento da Educação Superior – ABRAES, e o Sindicato dos Mantenedores do Estabelecimentos de Ensino Superior no Estado de São Paulo – SEMESP. Um dos resultados dessa contestação foi a celebração de acordo que obrigava a Secretaria de Educação Superior - SESU e o FNDE a pagar os créditos do FIES não quitados pelo Fundo ao longo de 2015 nos exercícios de 2016 a 2018, em parcelas anuais corrigidas pelo IPCA (KROTON EDUCACIONAL S/A, 2016).

Dessa forma, é possível afirmar que o FIES, com seus movimentos de expansão e retração que acompanharam os desafios políticos e fiscais dos últimos anos, alterou as condições do mercado de ensino superior privado no Brasil e influenciou o desempenho operacional e financeiro das companhias de capital aberto. Na próxima seção essas empresas serão caracterizadas a partir dos demonstrativos de resultados apresentados obrigatória e periodicamente ao mercado e acionistas, assim como da literatura de referência e da cobertura dos veículos especializados.

4. AS SOCIEDADES ANÔNIMAS DE ENSINO SUPERIOR

Como visto, um dos efeitos mais potentes da alteração do arcabouço institucional da educação superior brasileira pós Constituição de 1988 foi o surgimento de companhias de capital aberto, com fins lucrativos, como mantenedoras de educação superior. O marco inicial desse processo pode ser estabelecido com a estreia das ações da Anhanguera Educacional S.A., negociadas sob o código AEDU, a partir de março de 2007. na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, atual B3, a primeira de uma companhia educacional na América Latina. A companhia originara-se da integração de diferentes mantenedoras e instituições de ensino do interior paulista, e em seu IPO levantou R\$ 512 milhões, recursos que seriam usados futuramente em aquisições de outras mantenedoras e IES.

A partir da permissão para atuação com fins lucrativos o ensino universitário privado, até então era dominado em prestígio pelas escolas confessionais e em quantidade por mantenedores de pequeno porte, sofre profundas transformações. O surgimento e a consolidação de instituições privadas de massa, que utilizam o preço como um dos principais diferenciais de mercado e cujas características acadêmicas

(titulação e regime de corpo docente, integração entre ensino, pesquisa e extensão, entre outras) ficam bastante aquém daquele apresentado nas grandes instituições públicas e privadas de elite, tais como as PUCs (BALBACHEVSKY; SCHWARTZMAN, 2011).

Extrapola os objetivos deste trabalho estabelecer relações causais entre as políticas públicas setoriais de ensino superior e a configuração deste mercado, ou o desempenho das companhias que o compõe. No entanto, não parece coincidência que a expansão acelerada das companhias educacionais tenha ocorrido num contexto de expansão significativa do alcance do PROUNI e do FIES, e as evidências oferecidas pelos comunicados ao mercado produzidos pelas S.As. ajudam não apenas a reconstituir seu histórico e analisar seus resultados, mas também compreender a relevância relativa do FIES nas operações de cada uma ao longo do tempo.

No quadro 2 são apresentadas as companhias de capital aberto cadastradas classificadas pela B3 no setor de consumo cíclico, no segmento de serviços educacionais, em dezembro de 2024:

QUADRO 2 - COMPANHIAS EDUCACIONAIS LISTADAS NA B3 (DEZ/2024)

Companhia	Início de negociação das ações	Ativo Total (milhões R\$)	Receita de Venda (milhões R\$)	Alunos de Ensino Superior (milhares)
Anima Holding S.A	28/10/2013	9.688,9	3.801,4	375,8
Atom Educação e Editora S.A.	11/12/2024	27,6	34,4	Não possui
Bahema Educação S.A.	02/01/1974	608	262,5	Não possui
Cogna Educação S.A.	08/06/2007	24.200,4	5.645,9	1.054,7
Cruzeiro do Sul Educacional S.A.	11/02/2021	4.826,6	1.905,6	525
Ser Educacional S.A.	29/10/2013	3.424,5	1.457,6	341
Vitru Brasil Empreendimentos, Participação e Comércio S.A.	10/06/2024	5.825,3	2.757,7	824,8
Yduqs Participações S.A.	30/07/2007	9.458,8	5.983	1.345

FONTE: O autor (2025).

Das oito companhias listadas acima, apenas a Atom e a Bahema não estão classificadas no Novo Mercado, grupo com as maiores exigências em governança corporativa. Além disso, nenhuma das duas atua no ensino superior, e por isso serão

rapidamente descritas. As seis companhias de educação terciária (Yduqs, Cogna, Ser, Cruzeiro do Sul, Ânima e Vitru) concentram, de acordo com os dados autodeclarados, 4,5 milhões de alunos e uma receita bruta combinada de R\$ 21,5 bilhões em 2024.

As atividades da Atom são voltadas à educação financeira e profissionalizante, por meio da publicação de cursos e materiais didáticos, e da gestão de capital próprio por meio de operações em bolsa de valores (B3, 2025). Já a Bahema S.A., fundada em 1953 em Salvador/BA e atuante desde então em vários setores de atividade, especializou-se a partir de 2016 na educação básica, adotando em 2024 a denominação Bioma Educação. A Bahema possui atualmente 12 escolas espalhadas em 23 unidades, atendendo aproximadamente 20 mil alunos (Bioma Educação, 2025). Além delas, a Somos Educação S.A., denominada originalmente Abril Educação S.A. e que reunia editoras como Saraiva, Ática e Scipione, além de marcas da educação básica como Red Ballon e Anglo, foi registrada em 2011 e cancelou seu registro de companhia aberta em 2019 por meio de uma oferta pública de aquisição (OPA) que a tornou propriedade da Kroton, hoje Cogna, em uma transação realizada em abril de 2018 por R\$ 4,6 bilhões em valores não corrigidos (Istoé Dinheiro, 2019).

Como dito, a jornada das S.As. educacionais no Brasil inicia-se em março de 2007, com a comercialização das *units* da Anhanguera (Agência Estado, 2007), que havia sido fundada em 1994 por um grupo de professores do interior do estado de São Paulo, que assumiram a operação de pequenas mantenedoras em cidades como Leme, Pirassununga, Jundiaí e Matão. Tais mantenedoras, até então operando como associações sem fins lucrativos, tiveram sua natureza jurídica modificada e foram integradas à Anhanguera Educacional em 2004. A estreia da companhia carrega também o ineditismo da operação de fundos de investimento (*private equity*) no setor educacional – no caso da Anhanguera, o fundo Pátria, que apoiou a transformação da empresa em sociedade anônima e realizou significativos investimentos ao longo do tempo, tornando possível a execução de uma estratégia agressiva de expansão por meio de aquisições de outras mantenedoras e mantidas (EXAME, 2010).

Tendo como público-alvo de seus cursos o público de renda média-baixa e a penetração em mercados com alto potencial de crescimento, a companhia adotou estratégias administrativas, comerciais e acadêmicas ousadas à época, que acabaram por se tornar *benchmark* em um setor até então pulverizado e caracterizado por empresas familiares e de pequeno porte. O foco em conceitos como eficiência,

mensuração e controle, traduzido em práticas tais como reformulação curricular, ensino modular e padronização didática, é característico das instituições de massa em todo o mundo, já tendo sido categorizado como “McDonaldização” do ensino superior (Pascucci & Fishlow, 2023).

A Anhanguera viria a ser comprada em 2014 pela sua maior concorrente, a Kroton Educacional S.A., em uma operação de R\$ 5 bilhões em valores da época que criou a autointitulada “maior companhia de educação em número de alunos” do mundo, com quase 1 milhão de matrículas. (UOL, 2013). Como veremos à frente, as operações de consolidação por meio de aquisições, fusões e incorporações é uma característica do setor desde o surgimento das companhias abertas de educação.

A Anhanguera, assim como suas concorrentes, estava atenta aos efeitos das alterações no regulamento do FIES nas suas variáveis operacionais e financeiras. Essa preocupação é pormenorizada em diferentes níveis nas comunicações de resultado, a depender da companhia e do momento, e geralmente descreve o número de alunos vinculados ao programa e o papel do FIES nas receitas e no fluxo de caixa. Além dos números, a descrição das estratégias e eventuais análises da conjuntura econômica e política permitem reconstituir a percepção da empresa e seus controladores sobre o papel das políticas públicas de acesso.

Um fator comum na história das companhias observadas é a forte expansão observada no período. As variáveis financeiras - receita (bruta e líquida), EBITDA e lucro líquido – e operacionais – número de alunos, quantidade de mantenedoras, mantidas e polos de educação - de todas as companhias tiveram crescimento expressivo na primeira metade da década de 2010, com um refluxo dessa tendência a partir de 2016 e uma relativa estagnação na virada da década. Ainda que o comportamento observado dessas variáveis possa ser afetado por fatores macroeconômicos, é bastante plausível imaginar que as mudanças realizadas no programa de financiamento ao longo do período tenham afetado as S.As. de diferentes formas.

À frente, as seis empresas de interesse são descritas em maior detalhe.

4.1 YDUQS

A tabela 1 apresenta dados operacionais selecionados da Yduqs Participações S.A., companhia negociada na B3 sob o código YDUQ3 e que oferece

serviços de ensino superior em todo o território nacional por meio de marcas como Estácio, Widen e Ibmecc, entre outras.

QUADRO 3 - YDUQS: PRINCIPAIS DADOS OPERACIONAIS E FINANCEIROS (2007-2024)

Indicador	2007	2024
Base total de alunos (em mil)	175	1.319,3,9
Receita Bruta (em R\$ milhões ³)	1.278,4	11.429,2
Receita Líquida (em R\$ milhões)	860,2	5.351,8
EBITDA (em R\$ milhões)	100,7	1.742,1
Lucro líquido ajustado (em R\$ milhões)	80,9	341,2
Mantenedoras controladas	5	29
Instituições de ensino superior mantidas	14	69

FONTE: O autor (2025). Adaptado de KROTON (2007; 2024).

A história da companhia começa com a fundação da empresa Sociedade de Ensino Superior Estácio de Sá Ltda, mantenedora da Faculdade de Direito Estácio de Sá, instituição de ensino surgida na década de 1970 na zona central da cidade do Rio de Janeiro. A faculdade adquiriu o status de universidade em 1988, expandindo sua atuação de forma orgânica, por meio da abertura de novas empresas, cursos e *campi* no Estado e fora dele. Em março de 2007, cinco diferentes mantenedoras sem fins lucrativos⁴ pertencentes aos mesmos acionistas (a família fundadora) aportam seu capital social numa nova companhia, a Estácio Participações. Essas mantenedoras haviam sido transformadas em sociedades com fins lucrativos em 2005, e esses movimentos eram declaradamente preparatórios para a oferta pública de ações (ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A., 2008).

A abertura de capital ocorreu em julho de 2007 sob o *ticker* ESTC11, operação que captou R\$ 251 milhões em valores não corrigidos destinados à “abertura de novas unidades, manutenção e expansão das existentes, aquisições de outras instituições e no desenvolvimento de negócios correlatos”. Em sua apresentação ao mercado, a companhia oferecia como atrativo a classificação da Estácio como universidade junto ao MEC, visto que isso tornava a abertura, fechamento e gestão dos cursos menos burocrática e independente de prévia autorização do poder público. Além disso, o enquadramento das demais instituições que faziam parte do grupo como centros

³ Valores nominais, conforme divulgados nos demonstrativos financeiros padronizados anuais.

⁴ Sociedade de Ensino Superior Estácio de Sá (SESES), Sociedade Tecnopolitana da Bahia (STB), Sociedade de Ensino Superior do Ceará (SESCE), Sociedade de Ensino Superior de Pernambuco (SESPE) e a Sociedade de Ensino Superior do Pará (SESPA).

universitários também era anunciado como objetivo estratégico a partir do IPO, visando “ampliar a autonomia” da rede. (Estácio Participações S.A., 2007). Naquele momento a companhia informava ter aproximadamente 175 mil alunos e seu controle acionário estava concentrado nas mãos da família fundadora da instituição originária, situação que mudaria já no ano seguinte, com a aquisição de um quinto das ações pelo fundo GP Capital Partners IV LP, sediado nas Ilhas Cayman e gerido pela GP Investments, empresa de investimentos em capital privado (*private equity*) que atualmente possui mais de US\$ 5 bilhões alocados em 50 empresas de diferentes setores (GP INVESTMENTS, 2025). A entrada de sócios dessa natureza, mais do que capitalizar a companhia, gerou também um movimento em prol da adoção de um novo modelo de gestão, focado na “melhoria contínua” e *benchmarks* internos, “inclusive para o corpo docente” (Estácio Participações S.A., 2009). Naquele período, companhia destacava a adesão de todas as mantenedoras do grupo ao Prouni e a expansão da base de alunos atendidos, enquanto as menções ao FIES resumiam-se a informar que as contas a receber sob essa rubrica (R\$ 3,7 milhões não corrigidos) estavam sendo usadas exclusivamente para pagamento de contribuições previdenciárias retidas dos funcionários da companhia (ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A., 2008).

Após o IPO a busca pelo crescimento inorgânico via aquisições foi intensificada. Apenas em 2007 13 unidades localizadas no Norte, Nordeste e até no Paraguai foram adquiridas, ao mesmo tempo em que eram iniciadas as operações em educação a distância na pós-graduação *lato sensu*. O crescimento orgânico era sustentado pelas autorizações e reconhecimento de novos cursos pelo MEC, contadas às dezenas nos primeiros anos e às centenas mais recentemente. Ao final de 2008 a autointitulada “maior instituição de ensino superior no Brasil” passa a integrar o Novo Mercado, segmento da B3 com os mais altos níveis de exigência em governança corporativa, e tinha um parque composto por 2 universidades, 2 centros universitários e 27 faculdades, espalhados por 78 *campi* presentes em 16 estados (ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A., 2008).

Ao final da década de 2000, a companhia apresentava como perspectivas para a continuidade de seu crescimento e da melhoria de seus resultados a introdução de um novo modelo acadêmico, visando a melhoria de custos e a criação de um diferencial em relação à concorrência. Esse diferencial era a inclusão de material didático padronizado na mensalidade, acompanhado de uma reestruturação

organizacional nas unidades adquiridas. A educação a distância era a “avenida de crescimento futuro” mais promissora, e o início das atividades dessa modalidade na graduação produziu profundos impactos na história subsequente, e 18 meses após o início dessa operação o EAD já reunia 26,2 mil alunos (ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A., 2010).

As operações de EAD não apenas representavam um novo mercado a ser explorado, mas também alteravam a própria oferta de ensino presencial. Ao operar polos de educação a distância em seus *campi* presenciais e com uma “moderna plataforma online”, os alunos poderiam vir aos polos “apenas para executar as suas provas” e era possível captar “sinergias” a partir da “total convergência entre os currículos presencial e EAD”, tais como o emprego de professores e tutores comuns às duas modalidades. Dito de outra forma, os conteúdos e processo de EAD foram progressivamente ganhando espaço na oferta presencial, com óbvios ganhos de escala e custo (ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A., 2012).

A crescente participação de fundos e organismos financeiros internacionais no setor e na Estácio em particular revela-se na obtenção de dois empréstimos no valor de R\$ 20,3 milhões (US\$ 10 milhões) junto ao International Finance Corporation - IFC, braço do Banco Mundial voltado a investimentos no setor privado, recursos estes mais uma vez direcionados “para a expansão de novas unidades educacionais e para o financiamento de aquisições de empresas” (Estácio Participações S.A. 2012, p. 6). Entre 2011 e 2012 a Estácio adquiriu 9 mantenedoras⁵, e no ano seguinte realizou a maior aquisição até então: 50% do capital social da TCA Investimentos e Participações Ltda., controladora da UniSEB, centro universitário originário de Ribeirão Preto (SP) que possuía 37,8 mil alunos e 3 *campi* no interior paulista, marcando assim a entrada definitiva nesse importante mercado. Além dos ativos do ensino presencial, a adquirida possuía uma rede de 164 polos e 13 cursos de EAD, e o negócio foi

⁵ Sociedade Educacional Atual da Amazônia, mantenedora da Faculdade Atual da Amazônia (FAA); Sociedade Natalense de Educação e Cultura Ltda., mantenedora da Faculdade de Natal (FAL), Nova Academia do Concurso Cursos Preparatórios Ltda. (Academia do Concurso), mantenedora da Faculdade da Academia Brasileira de Educação e Cultura (FABEC), Sociedade Universitária de Excelência Educacional do Rio Grande do Norte Ltda. (FATERN), Sociedade Educacional da Amazônia (SEAMA), mantenedora da Faculdade Seama; IDEZ Empreendimentos Educacionais Sociedade Simples Ltda. (IDEZ), mantenedor da Faculdade de Tecnologia IBRATEC (UNIBRATEC), Sociedade Educacional do Rio Grande do Sul S/S Ltda. (FARGS), mantenedora da Faculdades Riograndenses, UNIUOL Gestão de Empreendimentos Educacionais e Participações S.A. (UNIUOL), mantenedora da Faculdade de Tecnologia do Uniuol; Unisãoluis Educacional S.A. (Unisãoluis).

concretizado por R\$ 613,3 milhões, parte deles em dinheiro e parte em emissão de ações a favor da família Zaher, fundadora e controladora da adquirida. Os Zaher haviam vendido poucos anos antes os sistemas de ensino COC, Pueri Domus, Dom Bosco e NAME, importantes marcas da educação básica, para a companhia britânica Pearson, e após a transação o fundador, Chaim Zaher, passou a integrar o Conselho de Administração da Estácio (UOL, 2013).

O crescimento inorgânico da companhia não ocorreu apenas por aquisições, mas também por consequência dos processos avaliativos realizados pelo MEC. Em janeiro de 2014 o Ministério realizou o credenciamento da Universidade Gama Filho – UGF e do Centro Universitário da Cidade – UniverCidade, ambos localizados no Rio de Janeiro e mantidos pela Galileo Administração de Recursos Educacionais S.A., que apresentava reiterados problemas administrativos e financeiros desde o início da década. Os motivos do credenciamento foram a baixa qualidade acadêmica, a ausência de equilíbrio econômico-financeiro e o descumprimento de termos de saneamento firmados anteriormente, e como consequência foram publicados três Editais de Transferência Assistida (PTA) para que outras instituições recebessem os alunos matriculados nas instituições penalizadas, um para cada instituição e um específico para os alunos de medicina da UGF. A Estácio foi a grande vencedora do edital, recebendo a maior parte dos mais de 17 mil alunos das duas IES e dividindo a parte menor com a Universidade Veiga de Almeida (UVA), que havia sido vendida em 2011 para o grupo norte-americano Ilumino, e com o Senac/RJ (BRASIL. Secretaria de Regulação e Supervisão da Educação Superior (SERES), 2014).

A súbita diminuição do número de contratos do FIES a partir de 2016 foi acompanhada por uma profunda reformulação interna na Estácio. As operações foram reorganizadas em 3 verticais: Ensino Presencial, Ensino a Distância e Educação Continuada. Mais que isso, o ano marcou a tentativa de fusão da companhia com a sua maior concorrente, a Kroton Educacional, empresa que será descrita a seguir e maior do setor à época. A união entre a então líder e vice-líder do mercado concentraria um quarto dos estudantes de graduação (1,6 milhão) e, para sua preparação, mudanças importantes na gestão da empresa foram realizadas, com a entrada de gestores do mercado financeiro em posições-chave e uma política agressiva de corte de custos e racionalização de operações. A operação, que na prática levaria à incorporação da Estácio pela Kroton, foi aprovada pelos conselhos

de acionistas de ambas, mas foi reprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE devido a seus efeitos anticoncorrenciais (CADE, 2017).

A decisão desfavorável do CADE sobre a fusão fez com que os planos da empresa focassem em reestruturação organizacional, revisão do parque universitário e revisão do modelo de ensino. A reestruturação organizacional que se seguiu implementou um plano de carreira docente que proporcionava “ganhos de produtividade” e “melhoria nos aspectos motivacionais, técnicos e no clima do corpo docente da companhia”; essa reestruturação gerou um “impacto pontual” de R\$ 117 milhões nos resultados do último trimestre de 2017. Algumas unidades foram fechadas e seus alunos transferidos, assim como cursos menos rentáveis foram descontinuados, ações simultâneas a mudanças na estratégia. A companhia entendia que o modelo de ensino precisava ser “atualizado para aumentar sua produtividade”, o que implicou em revisão de matrizes curriculares visando, entre outras coisas, “aumentar o grau de compartilhamento de disciplinas entre os cursos e a adoção de disciplinas híbridas” (Estácio Participações S.A., 2018, pp. 4-5).

A reestruturação em curso levou a uma crescente importância da educação a distância no conjunto das operações de ensino superior. Paralelamente ao enxugamento da rede de *campi*, a rede de polos e o portfólio de cursos EAD crescia substancialmente, totalizando 607 em 2018, um acréscimo de 323 unidades em um ano. Além da expansão da modalidade, iniciativas de digitalização das graduações presenciais e de oferta de “EAD Flex”, que combinava conteúdos 100% digitais com atividades de laboratório presenciais. Os investimentos no presencial concentravam-se nos cursos de Medicina, uma aposta que vai ganhar progressivo espaço nas ações futuras da empresa.

Em 2019 a empresa adotou Yduqs como sua identidade corporativa, deixando o nome Estácio como a sua principal marca de ensino superior. Além disso, voltou a realizar aquisições de peso, primeiro da Unitoledo, centro universitário localizado em Araçatuba/SP, e da Adtalem Brasil Holding S.A. por R\$1,92 bilhões. A Adtalem Brasil era um braço da Adtalem Global Education (anteriormente denominado DeVry Education Group), um grupo educacional originário dos EUA com presença em 65 países e que havia entrado no Brasil em 2009, por meio da aquisição da Fanor, de Fortaleza (CE) e da Damásio Educacional, uma marca forte no segmento de cursos preparatórios para a área jurídica. Além disso, possuía o IBMEC de São Paulo,

comprado por R\$ 700 milhões em 2015 e reunia, além dessas marcas, outras como Widen, SJT Med e Clio, incorporando os cursos preparatórios e a área de medicina ao portfólio. A aquisição foi integralmente aprovada pelo CADE (G1 Economia, 2020). A adoção da nova marca foi acompanhada da separação da companhia em três segmentos: Presencial, Educação a Distância e Medicina (posteriormente chamado de Premium), uma evidência adicional da crescente importância desses dois segmentos nos resultados.

A crise gerada pela pandemia de Covid-19 acelerou o processo de digitalização do modelo acadêmico, com a disseminação de ferramentas e conteúdos comuns às modalidades presencial e a distância. O consistente crescimento da base de alunos da EAD passa a contrastar com a estagnação e ligeira regressão da base de alunos do presencial, um movimento comum no período a outras empresas do setor.

A Yduqs chegou ao final de 2024 com 1,32 milhão de alunos, operando por meio de 32 empresas, das quais 29 são mantenedoras, e opera um parque composto por uma universidade, 29 centros universitários e 39 faculdades distribuídos em 26 unidades da federação. Operacionalmente, no intervalo de dezessete anos em que opera como companhia aberta expandiu em aproximadamente sete vezes sua base de alunos e a receita bruta, além de multiplicar por treze seu EBITDA. Note-se que os dados apresentados ao final de 2024 são ligeiramente inferiores àqueles apresentados no período anterior à pandemia, evento que gerou efeito generalizado sobre todo o sistema de ensino. Na comunicação de encerramento do ano, afirmava que atualmente a companhia “não depende das políticas públicas para o setor”, em possível contraste com a realidade do período 2010-2015, como será visto à frente (Yduqs, 2025, p. 29).

4.2 COGNA

O quadro 4 resume alguns dados operacionais da maior companhia do ensino superior brasileiro, a Cogna Educação S.A.. Negociada na B3 sob o *ticker* COGN3 e surgida de um curso pré-vestibular de Belo Horizonte na década de 1960, a Cogna foi negociada de 2007 a 2020 como Kroton (KROT3), denominação que atualmente é usada como marca de ensino superior.

QUADRO 4 - COGNA: PRINCIPAIS RESULTADOS OPERACIONAIS E FINANCEIROS (2007-2024)

Indicador	2007	2024
Base total de alunos (em mil)	18	1.054,7
Receita Bruta (em R\$ milhões)	155,6	6.071,6
Receita Líquida (em R\$ milhões)	148,2	5.092,2
EBITDA (em R\$ milhões)	29,1	1.460
Lucro líquido ajustado (em R\$ milhões)	31,5	
Mantenedoras controladas	6	12
Instituições de ensino superior mantidas		143

FONTE: O autor (2025). Adaptado de COGNA (2008; 2025)

A companhia inicia suas atividades constituída como Opportunity Officepar Participações S.A., uma *holding* constituída anos antes e sem atividades operacionais, tendo a participação em outras sociedades como atividade econômica principal. Em maio de 2007 a denominação é mudada para Kroton Educacional S.A., após uma reestruturação societária que coloca as empresas controladas pelos acionistas fundadores sob administração da *holding* e de sua controlada direta, Editora e Distribuidora Educacional Ltda. Ao final deste ano a Kroton tinha aproximadamente 18 mil alunos distribuídos por 17 *campi*, operando sob as marcas Faculdade Pitágoras, que ofertava bacharelados para alunos de “classe média e classe média-baixa”, e da INED, que ofertava cursos superiores de tecnologia. A operação da Pitágoras no ensino superior havia começado no ano 2000, e o modelo acadêmico adotado desde então era “padronizado e escalável” (Kroton Educacional S/A, 2008, pp. 2-3).

A exemplo de suas concorrentes, a Kroton atraiu agentes financeiros internacionais em seu processo de consolidação. O Apollo Education Group, braço de atuação em educação da gestora de ativos (*private equity*) estadunidense Apollo Global Management, adquiriu participação na EDE no início das operações da Pitágoras, contribuindo para a concepção do sistema de ensino que viria a ser implementado (OLIVEIRA, 2009). A parceria durou até 2005, quando a família controladora recompra essa participação e o Apollo sai do Brasil até 2014, quando volta ao mercado nacional por meio da aquisição da Faculdade Educacional da Lapa – FAEL, um importante *player* no mercado de educação a distância, à época com aproximadamente 12 mil alunos e mais de 100 polos de EAD (ISTOÉ DINHEIRO, 2014).

Ao realizar as ofertas primária e secundária de ações em julho de 2007, a companhia levantou R\$ 416,3 milhões em recursos⁶ voltados à abertura de novas unidades de ensino, desenvolvimento de novos produtos, aquisição de outras IES, expansão das unidades existentes, quitação de dívidas e investimentos em tecnologia. A abertura de capital manteve a maior parte das ações (55%) em posse dos acionistas fundadores, com 39% em *free float* e os demais 6% na mão dos administradores. Ao final do ano a companhia, após uma queda no valor das ações nos meses seguintes à abertura de capital, apresentava valor de mercado de R\$ 2,4 bilhões, em valores corrigidos (KROTON EDUCACIONAL S/A, 2008). Na visão da companhia, “em que pese a forte presença do Estado no setor educacional brasileiro”, o investimento público não era suficiente para atender à demanda por serviços educacionais no país. O foco do Estado era a educação básica, mas o governo federal vinha “criando incentivos, como o FIES e o Prouni”, para estimular o “investimento privado”. O ensino superior naquele momento crescia mais nas cidades pequenas e médias, atendidas por instituições pequenas (menos de mil alunos) e sem “recursos financeiros [e] de gestão acadêmica, tecnológica e de recursos humanos”, tornando-as assim “candidatas a fusões, aquisições ou parcerias” (KROTON EDUCACIONAL S/A, p. 12:13)

Ao apresentar os resultados de seu primeiro ano de operação, a companhia destacava que seu modelo de negócio era “padronizado e replicável” e estava ancorado em ações tais como a adoção de livros-texto e manuais de orientação para professores, treinamento de seus profissionais, um programa de avaliação da aprendizagem e a manualização das operações acadêmicas. Essas medidas visavam “possibilitar as suas operações em regiões dispersas geograficamente, ocupando mercados atrativos em todo o país” (Kroton Educacional S/A, 2008, p. 3). A perspectiva apresentada para os anos vindouros era de expansão meio de “aquisições seletivas” de unidades de pequeno e médio porte com potencial de crescimento, tal como realizado ao longo do ano, com a compra de quatro diferentes IES e a abertura de novos *campi* das já existentes. Descartava-se a aquisição de grandes instituições, tendo em vista que a diretriz estratégica era implementar o modelo de negócios nas adquiridas em, no máximo, um ano. As operações acadêmicas eram realizadas por meio de três diferentes marcas: Pitágoras para a educação básica, por meio da venda

⁶ Valor à época, que atualizado pelo IPCA para 03/2025 é de R\$ 1,13 bilhões.

de material didático e associação com escolas; Faculdade Pitágoras nos bacharelados de 4 e 5 anos; e a Faculdade INED nos tecnólogos de 2 e 2,5 anos de duração. De qualquer forma, o foco anunciado de expansão para os anos vindouros era o ensino superior.

Do ponto de vista acadêmico, a companhia informava ao final de seu primeiro ano como empresa aberta possuir um corpo docente composto basicamente por horistas em tempo parcial, remunerados por hora/aula. Dos mais de 1100 professores declarados naquele momento, apenas 4,4% possuíam o título de doutor, e 29,9% de mestres, sendo o restante especialistas e graduados (Kroton Educacional S/A, 2008, p. 48). No ano seguinte, “um importante ajuste de cargos e salários” nas unidades adquiridas no período permitiu “o alinhamento do quadro de professores e funcionários” ao modelo de negócios da Kroton e melhoraram “as margens empresariais da Companhia”. Os “ajustes expressivos” geraram custos não-recorrentes em rescisões trabalhistas, da ordem de R\$ 5 milhões (KROTON EDUCACIONAL S/A, 2009, p. 3:6).

O processo de expansão via aquisições tinha como foco cidades médias e fora do eixo RJ-SP, buscando mercados com potencial de crescimento como Vitória/ES, Londrina/PR, Uberlândia/MG e Jundiaí/SP⁷, buscando alto potencial de crescimento. Ao longo de 2008 a companhia adquiriu mais sete IES⁸ e abriu dois novos *campi*, ao mesmo tempo em que informava que o “alinhamento de professores e funcionários ao modelo de negócios” da Kroton havia impulsionado as margens empresariais, por meio de ajuste em cargos e salários; paralelamente a esses ajustes, iniciavam-se as atividades de graduação na modalidade à distância, bem como foi criado um Centro de Serviços Compartilhado para todas as unidades, visando unificação de processos das empresas controladas. (Kroton Educacional S/A, 2009). A graduação à distância e uma “solução integrada para sistemas públicos” de

⁷ No exercício 2007 foram adquiridas a FADOM (Divinópolis/MG), UCES (Vitória/ES), UMEP (Londrina/PR) e JAPI (Jundiaí/SP).

⁸ Aquisições informadas em 2008: União Metropolitana de Ensino Paranaense Ltda. (UMEP); Instituição Educacional Terra da Uva Ltda. (JAPI); União Capixaba de Ensino Superior Ltda. (CESV); Sociedade Educacional e Cultural de Divinópolis (FADOM); Nova Associação Brasileira de Educação de Cultura Ltda. (NABEC), Sociedade Educacional de Guarapari Ltda. (SESG); Administração de Ensino Superior de Guarapari Ltda. (AESG); União Educacional de Minas Gerais S.A. (UNIMINAS); Sociedade Unificada de Ensino Superior e Cultura S.A. (SUESC); Sociedade Capixaba de Educação Ltda. (UNILINHARES); Instituto de Ensino de Rio Claro e Representações Ltda. (CBTA); Faculdade de Tecnologia de Londrina (FATEC) e Sociedade Educacional de Teixeira de Freitas Ltda. (FACTEF).

educação básica eram os produtos que prometiam a alavancagem dos resultados futuros.

Em 2009 a Kroton passa por importantes mudanças em sua gestão corporativa. A entrada como sócio do fundo Advent alterou a composição do Conselho de Administração, incorporando representantes do fundo e ampliando o número de assentos. O Advent International é uma gestora de *private equity* com operações atuais no Brasil em setores tão diversos como varejo, saúde, serviços financeiros e tecnologia, além da educação, e sua entrada no negócio representou a perda de espaço da família controladora e a mudança no perfil dos conselheiros, agora com executivos do mercado financeiro.

A expansão inorgânica da companhia ganhou tração em 2010, com a aquisição da IUNI Educacional S.A. por R\$ 270 milhões n. c. A IUNI controlava instituições no Mato Grosso, Bahia, Amapá e Pará, operando no ensino superior e na educação básica desde 1988; sua venda representou um salto quantitativo para a Kroton, que dobrou de tamanho em termos de receita bruta e de alunos ativos, além de aumentar sua capilaridade nas regiões Norte, Centro-Oeste e Nordeste. A operação adicionou 16 unidades e 42 mil alunos à base, chegando assim a 40 unidades ao final do ano (KROTON EDUCACIONAL S/A, 2011). A unificação com a IUNI levou à adoção de um novo modelo acadêmico em todas as IES controladas, com reformulação da carteira de cursos via otimização de matrizes curriculares e a diminuição das horas-aula presenciais ao mínimo exigido pela legislação⁹. A título de aprimoramento da qualidade acadêmica, iniciativas tais como a “modularização e otimização curricular” e a implementação de disciplinas EAD em “todos os cursos reconhecidos”, como parte do “modelo otimizado de oferta” ganham força após a aquisição.

A aposta cada vez mais alta na educação a distância ganhou novo impulso ao final de 2011, com a aquisição da União Norte do Paraná de Ensino Ltda. (Unopar) e de outras três instituições¹⁰. A compra da Unopar foi a maior operação do segmento

⁹ A Portaria MEC no. 4.059, de 10 de dezembro de 2004, autorizou a oferta de até 20% da carga horária em disciplinas EAD nos cursos presenciais. Essa regulamentação foi atualizada pelas Portarias MEC no. 1.134/2016 e no. 2.117/2019 e, nesta última, o limite foi ampliado para 40% da carga horária.

¹⁰ Centro de Ensino Atenas Maranhense Ltda. (CEAMA), mantenedora da Faculdade Atenas Maranhense (FAMA), União de Ensino de Vila Velha Ltda., mantenedora da Faculdade Educacional de Ponta Grossa/PR (União), e União Sorrisense de Educação Ltda. (USE), mantenedora da Faculdade de Sorriso/MS (FAIS).

educacional realizada no Brasil até então. Fundada em 1972 e reunindo aproximadamente 150,7 mil alunos matriculados em 5 *campi* e 399 polos da modalidade espalhados por todas as unidades da federação, além de 13 mil alunos de graduação e pós no presencial, era então a maior instituição de educação à distância do país. Outras aquisições, tais como a da Unirondon¹¹ e de instituições menores, ocorreram ao longo dos anos seguintes, ampliando a base de alunos do ensino presencial e a presença em novos mercados. O apetite para a EAD, no entanto, torna essas operações pouco significativas em termos de escala, ainda mais considerando a aquisição em 2012 da Uniasselvi, instituição de Santa Catarina com 7 unidades e cerca de 86 mil alunos, sendo 74 mil em EaD, negócio que movimentou R\$510 milhões (KROTON EDUCACIONAL S/A, 2013). A exemplo de outras mantenedoras objeto do interesse das S.As, a Uniasselvi era uma empresa de controle familiar, fundada em 1999 em Indaial (SC) e transformada em centro universitário em 2004 e autorizada a operar na EAD no ano seguinte. A Uniasselvi acabaria sendo vendida em 2016 para dois fundos de *private equity* (Carlyle e Vinci), representados pela Treviso Empreendimentos e Participações S.A por R\$ 1,1 bilhão, que se tornaria anos depois a Vitru Educação S.A., uma das companhias descrita à frente. A venda visava cumprir uma exigência feita pelo CADE à companhia para autorizar aquela que foi a transação mais audaciosa do setor até então.

Em abril de 2013 é anunciado um acordo de incorporação da Anhanguera Educacional S.A. pela Kroton, até então grandes concorrentes, por meio de troca de ações, numa operação que teria gerado a maior companhia de educação do mundo (EXAME, 2013). Ao final deste ano e após a aprovação da transação pelo CADE, as duas companhias passam a apresentar seus resultados em conjunto, criando assim um gigante com mais de 1 milhão de alunos, sendo mais de meio milhão no ensino superior, e uma receita bruta anual corrigida de R\$ 5,5 bilhões de reais. Ao final de 2013 a companhia comemorava a diminuição do custo de serviços prestados, derivada da “otimização da estrutura de custos e benefícios de aumento de escala, bem como maior participação do negócio do Ensino Superior a Distância” no total de operações, bem como classificava pela primeira vez como “altamente relevante” para o crescimento orgânico o início das atividades de Medicina na unidade de Lauro de

¹¹ União Educacional Cândido Rondon Ltda. (MT),

Freitas (BA), antecipando a tendência de investimentos na área de saúde que será seguida por suas concorrentes nos anos seguintes (Kroton Educacional S/A, 2014, p. 4).

A fusão com a Anhanguera havia concentrado o número de matrículas sob uma só companhia em nível inédito até então, e ainda que as normativas do MEC pouco pudessem e possam fazer em relação ao processo de consolidação empresarial das mantenedoras, há a atuação do CADE para a defesa da concorrência e da competitividade do mercado. Isso fica claro em 2016, quando é anunciada a intenção de compra de sua maior concorrente, a Estácio S.A., hoje Yduqs¹². Na transação, a Estácio seria incorporada pela Kroton na proporção de 1,281 ação ordinária da incorporadora para cada ação ordinária da incorporada, mais a distribuição de R\$ 420 milhões n. c.. para os acionistas da companhia adquirida. A operação uniria a líder e a vice-líder do segmento, criando um conglomerado com mais de R\$ 10 bilhões de reais em valor de mercado, aproximadamente 1,6 milhão de alunos e uma fatia de 46% do mercado de EaD (VENTURA, 2017). Dado o potencial anticoncorrencial da iniciativa, que criaria monopólios na oferta de ensino em algumas cidades do país, a transação foi analisada e rejeitada pela autarquia federal, que considerou que a operação geraria elevados níveis de concentração e sobreposição, com a formação de monopólios em diversas praças e a criação de uma empresa que seria quatro vezes maior que principal concorrente à época em número de alunos. Além disso, considerou-se que o mercado de ensino superior oferece grandes barreiras à entrada de concorrentes, não havendo possibilidade de importação de serviços semelhantes e que os ganhos de escala advindos da fusão negariam “ao mercado brasileiro a possibilidade de rivais ganharem escala de modo a incrementarem pressão concorrencial sobre o Grupo” (Brasil. Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), 2016). Além disso, os remédios apresentados pelas partes não resolveriam os efeitos anticoncorrenciais da fusão, bem como não ocorreriam “eficiências específicas e verificáveis que possam ser repassadas ao consumidor” (CADE, 2017, não p.).

A negativa da fusão com a principal concorrente fez com que a companhia voltasse à carga na aquisição de empresas menores e fizesse um significativo investimento na vertical de negócios da educação básica. No ano seguinte, as

¹² Processo CADE 08700.006185/2016-56

aquisições são retomadas com a compra de uma unidade em Teresina (PI) e duas em Fortaleza (CE)¹³, além da compra da Somos Educação S.A., antiga Abril Educação, por R\$ 4.6 bilhões n.c., por meio da sua subsidiária Saber Serviços Educacionais. A Somos era à época o maior grupo de educação básica do país, reunindo escolas de idiomas (Red Ballon), pré-vestibulares (Sigma, Anglo e pH) e editoras (Ática, Scipione e Saraiva), atendendo 37 mil alunos em escolas próprias, 1,2 milhões de alunos em escolas particulares conveniadas e 33 milhões de alunos por meio dos produtos voltados ao Programa Nacional do Livro Didático (PNLD) (Tokarnia, 2018). Essa aquisição motivou a criação da *holding* Saber, que passou a reunir todas operações na educação básica da companhia. Logo após a compra foi realizada uma oferta pública de aquisição (OPA) para retirada da empresa da bolsa de valores, com o consequente fechamento de seu capital. Em resumo, o gigantismo apresentado pela companhia no ensino superior passava a ser reproduzido na educação básica, com um papel relevante da política pública de material didático em seus resultados.

A utilização disseminada das ferramentas e conteúdos de EAD em todo o portfólio de cursos deu origem a um modelo acadêmico híbrido e digital adotado a partir de 2016 denominado KLS (Kroton Learning System). Com ele, as chamadas “disciplinas interativas” ganhavam espaço nos cursos presenciais, uma medida com importantes efeitos em termos de redução de custos fixos (Kroton Educacional S.A., 2017, p. 28) Mais recentemente, a aposta na digitalização ganhou destaque com a associação com incubadoras de *startups* e *edtechs*.

Os efeitos da pandemia sobre os negócios educacionais e a irrelevância crescente do FIES no conjunto de matriculados após 2015 aceleraram o processo de reestruturação da Kroton, que realizou ajustes na sua infraestrutura com a unificação de *campi*, migração de operações e devolução e renegociação de imóveis. O “foco no crescimento via cursos híbridos e digitais, expandindo o portfólio de cursos, número de polos e canais de captação” ocorreu ao mesmo tempo em que “enxugamos nossa operação de *campi*” (Cogna Educação S.A., 2023, p. 2). Além disso, todas as unidades de ensino que operavam sob marcas regionais passaram a ser concentrada sob a bandeira Anhanguera. A partir de 2022 os resultados derivados da operação dos

¹³ Edufor Serviços Educacionais Ltda. (EDUFOR) e Sociedade Piauiense de Ensino Superior Ltda. (ICF).

cursos de Medicina passam a ser apresentadas separadamente sob a marca KrotonMed.

Em dezembro de 2019 a companhia assumiu a atual identidade corporativa - Cogna S.A., tornando a Kroton uma de suas quatro verticais de negócios, juntamente com Platos, voltada ao mercado B2B2C de ensino superior – oferecimento de conteúdo e soluções para outras instituições de ensino que, por sua vez, oferecem ao consumidor final; a Saber, voltada ao B2C (*business to costumer*) e B2Gov (*business do government*) da educação básica (especialmente a gestão de escolas próprias e conveniadas e as coleções do Plano Nacional do Livro Didático - PNLD); e a Vasta, voltada ao B2B (*business to business*, clientes corporativos) da educação básica. A Platos durou pouco, vindo a ser absorvida na vertical Kroton pouco depois. Em fevereiro de 2020 foram alienados os 51 colégios que faziam parte da Somos para a Eleva Educação, com a compra da operação desta companhia em sistemas de ensino. A Eleva é um importante *player* da educação básica, operando 27 redes de escolas em mais de 200 unidades, que reúnem aproximadamente 140 mil alunos, utilizando atualmente a denominação Salta Educação e tendo como acionistas fundos de investimento e gestoras de *private equity*.

Em 2025, a companhia opera em três segmentos (ensino superior por meio da Kroton, ensino básico pela Vasta¹⁴ e sistemas de ensino com a Saber), por meio de 5 controladas diretas: Editora e Distribuidora Educacional S.A. (EDE), Anhanguera Educacional Participações S.A. (AESAPAR), Vasta Platform Limited (Vasta), Saber Serviços Educacionais Ltda. (Saber) e Pitágoras Sistema de Educação Superior Sociedade S.A. (PSES), que por sua vez controlam outras 40 empresas entre mantenedoras, editoras, sistemas de ensino e até uma instituição de pagamento. (Cogna Educação S.A., 2025). O parque universitário é composto por 145 instituições, com atuação em todas as unidades da federação e mais de 2 mil municípios com seus *campi* e rede de polos, e uma base com mais de um milhão de alunos.

4.3 SER EDUCACIONAL

Os resultados do Quadro 5 resumem a trajetória da Ser Educacional S.A., empresa listada na B3 sob o código SEER3. A companhia é originária do estado de

¹⁴ A controlada Vasta tem ações negociadas na bolsa Nasdaq (EUA)

Pernambuco e foi fundada em 1994 com a criação do Bureau Jurídico, um curso preparatório para concursos públicos e que também promovia eventos na área jurídica. No final da década de 1990 passou a atuar também como curso pré-vestibular voltados ao curso de Direito e em 2003 entrou no ensino superior, com a criação da Faculdade Maurício de Nassau, sediada na capital Recife.

QUADRO 5 - SER EDUCACIONAL: PRINCIPAIS RESULTADOS OPERACIONAIS E FINANCEIROS (20 - 2024)

Indicador	2010	2024
Base total de alunos (em mil)	33	330,3
Receita Bruta (em R\$ milhões)	158,9	4.432
Receita Líquida (em R\$ milhões)	121,7	1.981,4
EBITDA (em R\$ milhões)	52,4	437,7,5
Lucro líquido ajustado (em R\$ milhões)	29,7	99,1
Mantenedoras controladas	9	16
Instituições de ensino superior mantidas	9	51

FONTE: O autor (2025), Adaptado de Ser Educacional (2011, 2025).

A companhia passou a divulgar seus resultados em 2010, quando ainda era uma sociedade anônima de capital fechado que reunia nove mantenedoras de ensino superior constituídas como sociedades limitadas as quais, por sua vez, eram responsáveis por 9 faculdades¹⁵, além de uma empresa administradora de crédito educativo. distribuídas em 5 Estados do Nordeste brasileiro. Entre 2012 e 2013 a companhia realizou uma série de aquisições de instituições de pequeno porte na região, algumas com menos de 100 alunos; esse tipo de aquisição justifica-se, como já observado, mais pelo fato de que essas IES já passaram por todo o processo legal e regulatório para oferta de ensino do que propriamente por seu porte, visto que as barreiras de entrada para uma nova instituição ou curso são consideráveis. Assim, instituições como a da Sociedade de Ensino Superior e de Pesquisa de Sergipe Ltda – SESPS e da Universo Professores Associados - FAUNI, adquiridas em 2012 e contando à época com apenas 100 e 80 alunos respectivamente, representavam uma

¹⁵ As controladas diretas ao final de 2010 eram: Sociedade Baiana de Ensino Superior Ltda. (ABES). Sociedade de Desenvolvimento Educacional Avançado Ltda. (ADEA). Centro de Educação Profissional BJ Ltda, Instituto Campinense de Ensino Superior (ICES), Centro de Ensino e Tecnologia da Bahia Ltda. (CETEB). Sociedade Educacional Carvalho Gomes Ltda., Centro Nacional de Ensino Superior (CENESUP), FMN Clínica Escola de Fisioterapia, Psicologia, Enfermagem e Nutrição Ltda., Educured Administradora de Crédito Educativo e Cobrança Ltda., Centro de Educação Continuada Mauricio de Nassau Ltda.

oportunidade de entrada em mercados ainda não atendidos (SER EDUCACIONAL S.A., 2011).

A exemplo de algumas de suas concorrentes, a Ser atraiu fundos de investimento e empresas de *private equity* antes mesmo de sua oferta pública de ações. Em 2008 um fundo ligado ao Cartesian Capital Group, firma global de gestão de ativos, entra como sócio minoritário, adquirindo 11,3% do negócio por R\$ 48 milhões. Esses recursos foram direcionados para aquisições e para a expansão orgânica, que tinha como alvo os principais municípios do Norte e Nordeste, com foco nas classes C e D. No início da década de 2010 o grupo obtém uma linha de crédito de US\$ 80 milhões junto ao já citado IFC, aporte que aprofunda seu processo de transformação na governança corporativa, com a busca por certificações de qualidade e a revisão de processos internos. Ao mesmo tempo, a marca Grupo Universitário Maurício de Nassau é abandonada e adotada a atual denominação, Ser Educacional S.A.. A instituição de ensino que deu origem ao grupo obteve seu credenciamento como centro universitário logo depois, adotando a denominação UniNassau e abrindo espaço para o crescimento via abertura de novos cursos e *campi*.

Ao completar dez anos de operação e um dia depois do IPO de uma de suas concorrentes, a Ânima Educação, a companhia realiza sua oferta pública de ações na BM&FBovespa, captando R\$ 1,4 bilhões em valores corrigidos numa operação que quase foi cancelada pela CVM dias antes, devido à ausência de informações completas e atualizadas no prospecto divulgado ao mercado (RIZÉRIO, 2013). No entanto, a exigência que poderia frustrar o IPO foi cumprida a tempo, e no IPO a companhia reunia 19 empresas, 20 instituições de ensino (um centro universitário e 19 faculdades) em 24 unidades, presente em 11 estados e reunindo pouco mais de 70 mil alunos distribuídos por mais de 300 cursos, operando principalmente sob a marca UniNassau. Ao final de 2013 a companhia obteve autorização do MEC para oferecer educação a distância, “um novo mercado ainda não explorado” pela companhia e que a colocaria como “um *player* regional no mercado de EAD, em linha com sua estratégia de foco e crescimento nas regiões Norte e Nordeste” (Ser Educacional S.A., 2014, pp. 20-22) Do ponto de vista da gestão corporativa, passou a haver a centralização das funções de suporte das empresas adquiridas, bem como os

canais de relacionamento com os alunos. Apenas nesse ano os investimentos com aquisições em 2013 totalizaram R\$362 milhões.¹⁶

Em 2014 a companhia rompeu as barreiras do Norte e Nordeste e fez sua primeira investida no importante mercado do Sudeste. Visando “tornar-se um *player* com abrangência nacional no longo prazo”, é adquirida por R\$ 119,1 milhões a Sociedade Paulista de Ensino e Pesquisa S/S Ltda (APEP), mantenedora da Universidade Guarulhos - UnG, situada no município de mesmo nome da região metropolitana da capital paulista. A UnG era, naquele momento, uma instituição com mais de quatro décadas de atuação, distribuída em 5 *campi* e com o programa de oferta de EAD aprovado, além de contar com aproximadamente 17 mil alunos. Além do estado de São Paulo, a companhia avançou sobre o mercado carioca ao adquirir o Centro Universitário Bennet por R\$ 10 milhões, instituição que tinha a vantagem competitiva de já possuir licença de centro universitário, permitindo autonomia no lançamento de novos cursos. No ano seguinte foi comprada a FAMIL, instituição com unidades em Fortaleza (CE) e Parnamirim (RN) e posteriormente incorporadas às marcas do grupo (naquele momento, Faculdade Maurício de Nassau e Faculdade Joaquim Nabuco); nos resultados, o grupo comemorava também a aprovação pelo MEC de quase duas centenas de cursos ao longo do ano, com destaque para oito em Odontologia, sete em Enfermagem e nove em Farmácia, num primeiro sinal da crescente importância do segmento de Saúde na estratégia da companhia, vista como o grande destaque do ano (Ser Educacional S.A., 2015).

Ao longo da segunda metade da década de 2010 a companhia manteve a trajetória de expansão orgânica, obtendo autorização para centenas de novos cursos (253 apenas em 2016) e abrindo e reformulando unidades de ensino. Ao lado disso, a perspectiva de um crescimento mais robusto na educação a distância levou ao investimento em estrutura de produção de conteúdo, tais como estúdios de gravação e de edição de vídeo, e à solicitação junto ao MEC para a abertura de uma rede de 400 polos. No ano seguinte, porém, a gestão que assumiu o ministério no governo

¹⁶ Associação de Ensino Superior Anglo Líder, mantenedora da Faculdade Anglo Líder (FAL), por R\$2,1 milhões e com 350 alunos e Centro Educacional e Desportivo Fase Ltda, mantenedora da Faculdade Santa Emília (FASE), R\$ 9,7 milhões e 1.500 alunos, ambas em Pernambuco. União de Ensino Superior do Para (UNESPA), mantenedora da Universidade da Amazônia e Instituto Santareno de Educação Superior (ISES), mantenedor das Faculdades Integradas do Tapajós (FIT), ambas no Pará, por R\$ 151 milhões e com 12,2 mil alunos.

Michel Temer (2016-2018) alterou o marco regulatório da modalidade¹⁷, afrouxando regras para o funcionamento dos polos, e essa oportunidade não foi desperdiçada: ao final de 2017 a rede contava com 567 polos e havia obtido credenciamento nessa modalidade para mais uma das IES sob manutenção, a UNAMA, com autorização para mais 150 polos. A boa fase do ponto de vista regulatório foi coroada com o credenciamento da UniNabuco como centro universitário, o que ampliava as possibilidades de incremento do portfólio de cursos, que já contava com quase 1.500 opções ao final daquele ano.

A tentativa frustrada de aquisição da Estácio pela Kroton, citada anteriormente, teve a participação da Ser como um terceiro *player* na transação e, posteriormente, como parte interessada no decorrente processo de concentração no CADE. A oferta da Ser foi comunicada poucos dias após a revelação da proposta da Kroton, e envolvia troca de ações e combinação de operações. Estimava-se que a companhia resultante teria valor de mercado de R\$ 11,1 bilhões em valores corrigidos e mais de 750 mil alunos; a negativa da autarquia federal à fusão Kroton-Estácio, porém, fez a companhia voltar suas atenções para a expansão orgânica na educação à distância (SORIMA NETO Neto, 2016). A estratégia de expansão inorgânica por meio de aquisições permaneceu ativa até o final da década: em 2019 a mantenedora¹⁸ do Centro Universitário do Norte – Uninorte, de Manaus/AM, é adquirida por R\$ 194,8 milhões, na maior aquisição desde a compra da UnG, e no ano seguinte, além de duas outras instituições (Unifacimed e Unijuazeiro), foi comprada uma *edtech* (Beduka) de apoio ao ingresso no ensino superior, com oferta de testes vocacionais, buscador de cursos e materiais preparatórios para o Enem.

A trajetória de crescimento da Ser por meio da compra de concorrentes não é feita apenas de negócios concretizados. O grupo Laureate International University, uma rede global de instituições de ensino sediada nos EUA, havia entrado no mercado brasileiro em 2005 por meio da compra da Universidade Anhembí-Morumbi, uma tradicional instituição localizada na cidade de São Paulo, e chegou a ter 12 diferentes

¹⁷ Novo Marco Regulatório do EAD, concretizado por meio da Portaria Normativa do MEC de nº 11, publicada em 20 de junho de 2017, definiu normas para o credenciamento e oferta de cursos EAD, em conformidade com o Decreto Presidencial nº 9.057, de 25 de maio de 2017. O Novo Marco Regulatório, garantiu autonomia às Instituições de Ensino (IES) credenciadas junto ao MEC para expansão de seus polos EAD, desde que seguissem determinados parâmetros de qualidade de ensino. (release 4T17)

¹⁸ Sociedade de Desenvolvimento Cultural do Amazonas Ltda. - SODECAM

IES em seu portfólio com uma base de 265 mil alunos. Em 2020, numa reorientação estratégica de desinvestimento da matriz, a operação brasileira foi colocada à venda e atraiu o interesse não apenas da Ser, mas também de suas concorrentes. Esse interesse foi materializado em uma oferta de R\$ 4 bilhões da Ser pelos ativos que, no entanto, não foi suficiente, visto que o grupo Ânima, que será descrito à frente, cobriu a oferta e, ao final do processo, arrematou esses ativos.

A partir de 2020, as medidas sanitárias e as restrições às aglomerações decorrentes da pandemia de Covid-19 tiveram como consequência a aceleração das iniciativas da empresa (e de todo o setor) em direção ao ensino digital, oferecidos de forma assíncrona e em fluxo contínuo que “excluem a necessidade de períodos de férias ou de rematrículas” e que seriam *asset light*, ou seja, envolveriam o reduzido uso de ativos próprios e representariam uma maior margem operacional. A adoção dos cursos digitais redundou na criação de uma nova frente de negócios denominada *lifelong learning*, que buscava atender a “mudança no padrão de comportamento dos estudantes”, que tenderiam a “buscar conhecimentos durante toda a carreira” (Ser Educacional S.A., 2021, p. 3). O ano de pandemia representou também uma redução de 14% na linha de pessoal e encargos, relacionados à “otimização da alocação da carga horária docente no segmento de ensino superior presencial”.

O *lockdown* e suas consequências não afetaram a disposição da Ser pelas aquisições. Além de compras pontuais, tais como da UNIFASB (Barreiras/BA), do Centro Universitário dos Guararapes (UNIFG) e da Faculdade Internacional da Paraíba - FPB, ativos que aumentavam a base de alunos e, principalmente, a quantidade de vagas autorizadas no curso de Medicina. O ramo de Medicina Veterinária também passou a fazer parte dos interesses estratégicos da Ser, que adquiriu um hospital veterinário e uma pet shop¹⁹ localizados na cidade de Recife visando a expansão dessa área em seu portfólio. A transação mais significativa do período, porém, foi outra: a compra da Faculdade Educacional da Lapa – FAEL, instituição originária da cidade paranaense de mesmo nome e especializada no ensino a distância, que contava com aproximadamente 90 mil alunos no momento da aquisição. A compra da FAEL por R\$ 297,5 milhões representou não apenas um aumento considerável das operações na EAD e da base de alunos, mas também um

¹⁹ CDMV/DOK e o Plantão Veterinário/Pet Shop Kero Kolo

salto significativo de presença em duas regiões até então pouco exploradas pela companhia, o Sul e o Sudeste. Ao lado dos investimentos tradicionais, a aposta nas *edtechs* foi concretizada por meio da compra de empresas como Delinea, de produção de conteúdo digital, e da Starline, detentora da marca Prova Fácil, de provas e testes online. Além dessas *startups*, foi criada uma fintech chamada b.Uni²⁰, apresentada como “a primeira conta digital da Educação”, oferecendo serviços financeiros para alunos e colaboradores. Outro investimento foi a Peixe30, “rede social de trabalhabilidade (sic) que permite a conexão entre profissionais e empresas” a partir da gravação de vídeos de apresentação de 30 segundos de duração máxima.

O comportamento observado nas empresas concorrentes do setor, de combinar uma política agressiva de aquisições com reestruturações para a centralização de serviços de apoio e implementação de um modelo acadêmico, também fez parte da rotina da Ser. Ao longo de 2023 e após mais uma aquisição - Centro Universitário 7 de Setembro - UNI7, de Fortaleza/CE, a companhia promove um plano de otimização operacional que envolveu a devolução de *campi* com baixa ocupação e o o foco na oferta de cursos com *ticket* médio mais alto (SER EDUCACIONAL S.A., 2023), em mais uma evidência da crescente importância do ensino a distância, híbrido e digital nas estratégias do setor.

A Ser Educacional chegou ao final de 2024 operando sob a marca Uninassau e outras quatorze, tais como Unifael, Uninorte e Univeritas. É líder em número de alunos nas regiões Norte e Nordeste, tendo chegado a uma base de 330,3 mil alunos e uma receita bruta de R\$ 4,4 bilhões de reais. e reunindo 21 empresas de educação e outras 11 em outros negócios, que vão de *pet-shops* a serviços financeiros. Opera 58 instituições de ensino entre universidades, centros universitários e faculdades, e está presente em todos os estados do Brasil com 863 polos de educação à distância. Nos resultados mais recentes lançados ao mercado, destaca a expansão das vagas em medicina, expansão esta alcançada tanto por meio do processo regular, por meio das portarias de autorização do MEC, como por decisões judiciais para abertura de vestibular. A companhia abandonou a expressão “graduação presencial” em favor de “graduação híbrida”, e apresenta como grande novidade aos acionistas a retomada de pagamento de dividendos, suspensa desde 2021 (SER EDUCACIONAL S.A., 2025).

²⁰ Ser Finance Sociedade de Crédito direto S.A.

4.4 CRUZEIRO DO SUL

Negociada na B3 sob o *ticker* CSED3 e com um resumo de seus resultados disponível no quadro 6, a Cruzeiro do Sul Educacional opera no ensino superior e na educação básica por meio de marcas como a própria Cruzeiro do Sul, além de outras como Braz Cubas, Positivo e Unicid. A companhia iniciou suas atividades com um colégio de mesmo nome fundado por um grupo de professores em 1965 no bairro de São Miguel Paulista, zona leste da cidade de São Paulo, para oferta de cursos preparatórios para o então Ginásial. A atuação foi expandida nos anos seguintes para os níveis pré-escolar (atualmente educação infantil) e primeiro grau (hoje ensino fundamental).

QUADRO 6 - CRUZEIRO DO SUL: PRINCIPAIS RESULTADOS OPERACIONAIS E FINANCEIROS (2019-2024)

Indicador	2019	2024
Base total de alunos (em mil)	273,2	526
Receita Bruta (em R\$ milhões)	2.885,5	
Receita Líquida (em R\$ milhões)	1.474,2	2.600
EBITDA (em R\$ milhões)	397,2	766
Lucro líquido ajustado (em R\$ milhões)	120,9	187
Mantenedoras controladas	10	
Instituições de ensino superior mantidas	10	

FONTE: O autor (2025). Adaptado de Cruzeiro do Sul (2020, 2025).

As operações no ensino superior começaram em 1972, com a oferta de cursos de Administração e Ciências Contábeis por meio da Faculdade São Miguel Paulista. Na década de 1980 a Cruzeiro comprou outra instituição de ensino localizada em Suzano, região metropolitana da capital paulista, um movimento incomum para o setor à época. A faculdade foi credenciada pelo MEC como universidade em 1993, momento em que reunia aproximadamente 10 mil alunos. Ainda na década de 1990 iniciou estudos e atividades relacionados à educação a distância, modalidade naquele momento ainda incipiente e sem regulamentação no sistema de ensino brasileiro.

A companhia manteve uma estratégia focada no crescimento orgânico, por meio da abertura de novos cursos e *campi*, até 2007, quando inicia uma série de aquisições focadas, no primeiro momento, no mercado paulista, mas que se abriu para outras regiões a partir do ano seguinte. Em paralelo à expansão orgânica, a companhia promove a diferenciação institucional como diretriz estratégica e meio de

conquista de novos mercados, alterando a categoria administrativa das instituições por ela controladas para centro universitário, obtendo assim maior autonomia na criação e extinção de cursos e *campi*.

A exemplo das demais companhias até aqui descritas, a Cruzeiro não passou incólume à entrada de *players* oriundos do mercado financeiro em seu negócio. Ao longo da década de 2010 dois importantes fundos de investimento estrangeiros adquiriram participação na companhia: em 2012 o fundo Actis, do Reino Unido, entra no como sócio minoritário e mantém esta posição até a entrada do Fundo Soberano de Cingapura - GIC), ocorrida em 2017, ainda antes da abertura de capital em bolsa. Como se viu, é uma característica da história das S.A. educacionais no Brasil atraírem esse tipo de sócio como uma etapa de preparação ao IPO, e não foi diferente com a Cruzeiro do Sul.

As movimentações visando a expansão via aquisições tampouco dependeram dos recursos levantados no IPO para ocorrerem. Em 2015 a companhia anunciou suas primeiras aquisições, com duas instituições de ensino superior e um colégio localizados no litoral paulista²¹. e Ao longo do ano de 2018 a companhia adquiriu duas mantenedoras: a Veritas Educacional Participações S.A., uma *holding* pertencente a um fundo de investimentos do Grupo Advent, citado anteriormente, e que possuía a manutenção de duas instituições de ensino no Rio Grande do Sul²², com uma base de 12 mil alunos; e o Grupo Unipê, responsável pelo Centro Universitário de João Pessoa. Com a aquisição no estado da Paraíba, a Cruzeiro iniciou a oferta de educação presencial na região Nordeste, até então inexplorada pela companhia. A Unipê fora fundada em 1971 e possuía 17 mil alunos à época, e a operação foi integralmente aprovada pelo CADE.

Além de manter um ritmo acelerado de crescimento de polos de EAD, a companhia realizou em 2020 duas aquisições estratégicas. A Sociedade Educacional Braz Cubas Ltda., fundada em Mogi das Cruzes, região metropolitana da cidade de São Paulo, era uma instituição fundada em 1940 que tinha 16 mil alunos e uma significativa operação em EAD, cuja incorporação levou a Cruzeiro a possuir uma rede de quase mil polos, negócio que movimentou aproximadamente R\$ 150 milhões. A segunda aquisição relevante do período foi a da Universidade Positivo - UP, com sede

²¹ Faculdade São Sebastião, Faculdade Caraguá e Colégio Objetivo São Sebastião.

²² Centro Universitário da Serra Gaúcha – FSG e Faculdade CESUCA.

em Curitiba/PR e aproximadamente 33 mil alunos distribuídos por 8 *campi* na capital paranaense e no interior, na cidade de Londrina. A Positivo fazia parte de um grupo empresarial familiar com décadas de atuação no ensino básico, e com a compra a Cruzeiro adquiria presença em mercados locais relevantes e até então pouco explorados. Ambas as transações foram aprovadas sem restrições pelo CADE²³ (CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A., 2019).

Ao contrário de parte de suas concorrentes, que após realizar as aquisições geralmente unificam as operações sob a marca mais forte do portfólio – como, por exemplo, a Cogna faz com a marca Anhanguera – a Cruzeiro tem como característica manter as marcas regionais em operação, aproveitando da reputação acadêmica e do reconhecimento de mercado das mesmas. Isso não significa, no entanto, que os processos de padronização de processos e de transformação de modelo acadêmico, típicos do setor, deixem de ocorrer. Ao mesmo tempo em que integrou as empresas adquiridas à estrutura de governança existente, a companhia manteve os esforços de expansão orgânica, com solicitações massivas junto ao MEC para abertura de cursos e polos e a mudança de categoria administrativa de suas mantidas. Dessa forma, apenas em 2020 foi autorizada a abertura de 254 novos cursos, sendo 179 em EAD e 75 presenciais, chegando a um total de 1.226 cursos oferecidos (496 EAD e 730 presenciais). Ao mesmo tempo, transformou a mantida Faculdade Inedi em Centro Universitário Cesuca, movimento que fornece os ganhos de autonomia operacional perante o MEC já citados anteriormente (CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A., 2021, p. 31).

Até fevereiro de 2021, quando a companhia estreou na B3, a sociedade era dividida por três fundos de investimento (D2HFP, Alfa 7 e Archy LLC, este com 43,5% de participação). A realização do IPO levantou R\$ 1,5 bilhões em valores corrigidos (ALVES, 2021) e acelerou o processo de transformação organizacional, visto que alguns meses depois, e de forma inédita, um executivo que não fazia parte das famílias fundadoras passa a ocupar o cargo de CEO (CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A., 2022). Desde o IPO, a companhia diminuiu o ritmo de aquisições, sendo a mais relevante a compra do Centro de Ensino Superior de Pinhais - FAPI, faculdade localizada na região metropolitana de Curitiba/PR. A compra foi

²³ Atos de concentração nº 08700.005225/2019-95 (Braz Cubas) e nº 08700.000078/2020-09.

justificada pelo credenciamento da instituição para oferta de Medicina, curso com alto *ticket* e que se tornou uma aposta generalizada do setor nos últimos anos, dada a rentabilidade que oferece. O controle da FAPI estava com a família fundadora, e análises do mercado consideraram que o valor de R\$ 1,2 milhão pago por cada uma das 154 vagas de medicina estava abaixo da média do mercado para esse tipo de ativo, estimado em R\$ 2,2 milhão por vaga (ARBEX, 2024).

À diminuição no ritmo de aquisições correspondeu a busca por reformulações na unidade de negócios de ensino presencial, com reestruturação de grades curriculares voltadas a “proporcionar uma melhor experiência para o aluno [e] destravar ganhos de produtividade”. Na vertical de ensino digital, um dos destaques é a aliança com a FURIA, “uma das organizações mais relevantes do cenário de *eSports* [...] e do universo gamer”, e a aposta na tecnologia e digitalização tem dois objetivos declarados: “entrega de experiência melhor e mais engajadora e ganhos de produtividade operacional” (Cruzeiro do Sul Educacional S.A., 2024). Se o crescimento inorgânico arrefeceu, a expansão orgânica seguiu em ritmo forte: apenas em 2023 foram criados 90 novos cursos, sendo 70 EAD e 20 presenciais, fazendo o portfólio da companhia somar 1.416 cursos ofertados (885 a distância e 531 presenciais) ao final deste ano.

No informe ao mercado de fechamento do ano de 2024, a companhia informava que sua estrutura societária está dividida entre quatro fundos de investimento (Archy LLC, D2HPF, Gama 1 e Redmond) e o fundo soberano do Governo de Singapura, e três desses fundos são propriedade das famílias fundadoras. O maior investidor, o fundo Archy LLC (com 36,4% do total de ações) é propriedade integral do governo de Cingapura, que também possui diretamente uma fatia de 4,2% da companhia (Cruzeiro do Sul Educacional, 2025). A companhia operava ao desse exercício 12 marcas de ensino superior distribuídas por 28 campi e 1.672 polos de educação a distância, além da operação de quatro colégios de educação básica e infantil. Essa estrutura abriga 526 mil alunos, sendo 159 mil na modalidade presencial e 367 mil no Digital, que combina a EAD com a modalidade semipresencial. O ensino presencial é oferecido em 5 unidades da federação, enquanto que a EAD está presente em todo o território nacional (CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A., 2025).

Ao analisar os dados do Censo da Educação Superior de 2023, a companhia afirmou que ainda vê o mercado de ensino superior brasileiro como fragmentado, dado

que 54% das instituições privadas possuem menos de 500 matrículas. Além disso, destacou a diminuição da importância relativa do ensino presencial em relação à EAD: enquanto a primeira diminuiu 17% no número de matrículas após a pandemia, a segunda cresceu 52% desde então e praticamente triplicou de tamanho nos últimos dez anos, saindo de 1,3 milhão de alunos em 2013 para 4,9 milhões em 2023, um movimento que é resultado tanto das citadas alterações do marco legal da modalidade como do investimento deliberado das S.As. em conceder cada vez mais relevância ao ensino remoto em suas operações.

4.5 ÂNIMA

A Ânima Educação S.A. é negociada na B3 sob o código ANIM3 e apresentou seus primeiros resultados ao mercado em 2013, com dados referentes aos anos de 2010, 2011 e 2012 e ainda como GAEC Educação S.A. A companhia fora estabelecida em 2003 como empresa limitada e em 2009 convertida como sociedade anônima de capital fechado, tendo sede na capital paulista. Sua origem remonta à aquisição da mantenedora do Centro Universitário Una por três empresários em 2003, e seus principais resultados selecionados podem ser vistos no quadro 7.

QUADRO 7 - ÂNIMA: PRINCIPAIS RESULTADOS OPERACIONAIS E FINANCEIROS (2013-2024)

Indicador	2013	2024
Base total de alunos (em mil)	46,4	375,8
Receita Bruta (em R\$ milhões)	399,4	7.772
Receita Líquida (em R\$ milhões)	461,3	3.801,4
EBITDA (em R\$ milhões)	97,5	1.361,0
Lucro líquido ajustado (em R\$ milhões)	34,0	187,0
Mantenedoras controladas	3	5
Instituições de ensino superior mantidas	4	18

FONTE: O autor (2025). Adaptado de Ânima Educacional (2013, 2024).

Ao iniciar suas operações a GAEC possuía três empresas voltadas à oferta de ensino superior: a Minas Gerais Educação S.A., o Instituto Mineiro de Educação e Cultura – UniBH S.A., e o Instituto de Educação e Cultura Unimonte S.A.. Enquanto as duas primeiras tinham sede na capital mineira, a Unimonte era sediada em Santos/SP e havia sido fundada em 1971 como associação civil sem fins lucrativos, tendo sido comprada e transformada em sociedade anônima em 2006 após passar

por dificuldades financeiras e operacionais. Em 2012 o fundo BR Educacional, controlado pela gestora BR Investimentos, adquiriu por R\$ 100 milhões uma participação minoritária na companhia, movimento que pôs fim a uma arrastada disputa judicial existente entre os sócios minoritários. (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2014). Esse aporte de capital, além de pôr fim ao litígio, compensou uma transação frustrada da companhia para obtenção de uma linha de crédito junto ao já citado IFC. Os recursos adquiridos, como em outras empresas do setor, foi direcionado para a aquisição de concorrentes e expansão do grupo (KOIKE, 2012).

O alvo da estratégia de expansão em 2013 foi a HSM, um grupo de empresas²⁴ de educação corporativa fundada em 1987 que fora comprado de seus fundadores em 2009 pela BR Investimentos e pelo grupo RBS, um conglomerado de mídia sediado no Rio Grande do Sul. A HSM oferecia cursos, treinamentos, conteúdos e eventos de educação executiva, sendo um importante *player* desse mercado. Inicialmente a Ânima comprou a fatia de 50% da empresa pertencente à gestora de fundos e, ao final de 2014, adquiriu a outra metade e o controle total sobre o grupo.

A oferta pública de ações da Ânima na BM&FBovespa ocorreu em outubro de 2013, levantando R\$ 907,3 milhões em valores corrigidos. O objetivo declarado dessa captação era intensificar a estratégia de aquisições e expansão, e o primeiro passo pós-IPO nesse sentido foi a aquisição da Universidade São Judas em abril de 2014 por R\$ 320 milhões, uma operação que abria o mercado paulista para a companhia por meio de dois *campi* com aproximadamente 25 mil alunos (BRAZIL JOURNAL, 2014). Ao final do mesmo ano é assinado um compromisso de compra dos ativos da Whitney Brasil, braço local do Whitney University System (atualmente denominado Ilumino), transação que traria consigo o controle de duas instituições de ensino de grande porte: a Universidade Veiga de Almeida (UVA) do Rio de Janeiro e o Centro Universitário Jorge Amado (UniJorge) de Salvador. Caso concretizada, a operação praticamente triplicaria a base de alunos da Ânima, saltando de 50 para 141 mil; no entanto, dias após a assinatura do contrato entre as partes são publicadas as Portarias MEC que alteravam o FIES e esse novo contexto teria alterado as “premissas e perspectivas pelas quais foram negociadas as bases estruturais da operação”, levando à desistência do negócio pelas partes em abril de 2015 (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2015).

²⁴ HSM do Brasil S/A, HSM Educação S.A., HSM Editora S/A e HSM Marcas Ltda.

A mudança do contexto provocado pelas mudanças no programa de financiamento não impediu a continuidade da estratégia de expansão. Em dezembro de 2015 foi anunciada a compra da UniSociesc (SC), instituição fundada em 1959 e cuja aquisição abria o mercado do Sul do Brasil. A adquirida, que passava por problemas de endividamento, estava muito bem posicionada na educação a distância e possuía aproximadamente 15 mil alunos, além de uma rede de polos em mercados-chave da região. Seguiram-se aquisições de instituições menores²⁵ em cidades de médio porte como Uberlândia/MG, Divinópolis/MG e Jaraguá do Sul/SC e, em um movimento de diversificação de portfólio, foi estabelecida uma *joint venture* com a renomada escola de gastronomia de origem francesa Le Cordon Bleu International B.V., para criação da Le Cordon Bleu Ânima Educação Ltda. Essa abertura para cursos e áreas de pouca tradição no ensino superior é uma característica do processo de massificação do ensino superior, conforme observado anteriormente.

As alterações no FIES e a instabilidade presente desde o início do segundo mandato de Dilma Rousseff (2015-2016), com forte retração da atividade econômica, eram vistas pela companhia como um ponto de inflexão. O momento de “mudanças no ambiente regulatório e incertezas econômicas”, direcionava a companhia para a obtenção de ganhos de eficiência operacional, que incluíam a “revisão de sua régua de captação” (muito provavelmente pelas restrições do FIES), a “otimização de sua matriz curricular” e a “redução dos custos operacionais” (GAEC Educação S.A., 2016, p. 21) . Visando a expansão orgânica, é contratado um financiamento com o IFC no valor de US\$ 120 milhões para a construção de dois *campi*, em Aracajú (SE) e Fortaleza (CE), com cessão como garantia dos créditos de parte das mensalidades das controladas. Outra forma de captação de recursos para financiar sua expansão foi por meio da emissão de debêntures, com uma primeira emissão da ordem de R\$ 150 milhões, ocorrida no início de 2018, e uma segunda leva de R\$ 350 milhões, lançada em novembro de 2019 (ÂNIMA HOLDING S.A., 2020).

A denominação Ânima Holding S.A. em lugar de GAEC Educação passou a ser usada a partir de 2018. Além da mudança de nome, a governança corporativa da empresa muda, com a adoção de um Conselho de Administração de maioria independente (ÂNIMA HOLDING S.A., 2019). A política de aquisições foi mantida, e

²⁵ Faculdade Faceb de Bom Despacho, Faculdade de Educação de Bom Despacho, Faculdade Politécnica de Uberlândia e Faculdade Politécnica de Goiás.

duas compras estratégicas passam a posicionar a companhia em dois mercados importantes: o Nordeste, por meio da do Centro Universitário AGES – UNIAGES, instituição que possuía sete unidades entre Bahia e Sergipe, e o Sul, com a UniCuritiba, instituição de controle familiar e reconhecida regionalmente pelo curso de Direito. Enquanto o atrativo da UniCuritiba era a participação no mercado local, a UNIAGES oferecia uma boa quantidade de vagas em Medicina. A atenção com a área de saúde foi reforçada logo depois, por meio de um contrato de cogestão com a Universidade do Sul de Santa Catarina - UNISUL, instituição sediada em Tubarão/SC e mantida por uma fundação sem fins lucrativos que enfrentava graves problemas de liquidez e solvência à época da transação. Reunindo aproximadamente 20 mil alunos e presente em 8 municípios da região, sua compra pela Ânima foi acompanhada pelo Ministério Público de SC, tendo em vista o *status* jurídico da mantenedora adquirida (SANTA CATARINA. Ministério Público Estadual, 2019). A transação, além de expandir a base de alunos, reforçava a presença na área de saúde.

Ainda que tenha realizado outras compras ao longo de 2020 (uma faculdade, um centro universitário e uma startup de tecnologias para educação médica²⁶), a grande operação realizada neste ano foi a aquisição dos negócios que o grupo Laureate tinha no Brasil. Como anteriormente afirmado, esses ativos foram alvo de disputa da Ânima com duas de suas concorrentes, a Ser Educacional e a Yduqs. Após realizar uma oferta que foi coberta pela Ânima, a Ser teve direito a uma multa de R\$ 180 milhões por quebra do acordo, multa esta paga pela Ânima (MARINELLI, 2021). Além das mais de 50 unidades, 500 polos de educação a distância e 267 mil alunos que a Laureate declarava ter naquele momento e que representavam um aumento de 140% na base de alunos da companhia, outro atrativo do negócio eram as vagas de medicina já autorizadas ou em processo de autorização pelo MEC, que levaram a companhia de um patamar de 2.206 vagas para 16.236. O reforço na vertical de saúde e sua importância crescente nos resultados levou à criação de uma marca específica, denominada Inspirali, para concentrar as ações na área. Com vistas à aprovação do negócio pelo CADE, na transação a compradora repassou a Faculdades Metropolitanas Unidas – FMU, IES sediada na capital paulista e que fazia parte dos ativos da Laureate, para o fundo de *private equity* Farallon por R\$ 500 milhões

²⁶ Faculdade de Saúde e Ecologia Humana – FASEH (MG), UniFG (BA) e MEDROOM.

(FAGUNDES, 2020). Essa aquisição movimentou R\$ 4,4 bilhões e foi aprovada pelo CADE em maio de 2021.

Assim como em suas concorrentes, ao longo do tempo foi ficando evidente a diminuição da importância relativa do ensino presencial frente à educação à distância, bem como o interesse estratégico no segmento da medicina por meio de uma unidade de negócios específica. Esse contexto levou à reorganização da companhia a partir de 2022, que dividiu a empresa em três unidades de negócio: a Ânima Core, que reúne a graduação presencial, o Ensino Digital, que engloba a educação a distância, e a Inspirali, da área de saúde.

A companhia chegou ao final de 2024 com 385 mil estudantes distribuídos em 18 instituições de ensino e mais de 600 polos de educação a distância. Os campi estão em 13 estados e os polos em todas as unidades da federação. Em sua organização corporativa reúne 4 empresas controladas por participação direta, 41 controladas por participação indireta, 2 *joint-ventures* e 3 coligadas. Seu valor de mercado em março de 2025 era de aproximadamente R\$1,3 bilhão, e nos comunicados mais recentes destaca a melhoria dos resultados operacionais decorrentes da integração das empresas adquiridas ao longo do tempo, integração esta que envolve desde a unificação dos sistemas de gestão até o emprego mais disseminado de soluções tecnológicas, tais como o aplicativo próprio de ensino e serviços (ÂNIMA EDUCAÇÃO, 2025).

4.6 VITRU

A Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A., negociada na B3 sob o código VTR3, começou a apresentar seus resultados ao mercado em 2009 como Treviso Empreendimentos, Participações e Comércio S.A.. A Treviso era uma *holding* fundada em Florianópolis/SC em 2014 e controlada por fundos de investimento ligados à Vinci Partners, gestora de ativos brasileira que tem no seu portfólio marcas como Burger King e Domino's Pizza, e ao Grupo Carlyle, uma das maiores gestoras de ativos do mundo com sede nos EUA. O quadro 6 apresenta um resumo dos dados operacionais selecionados da empresa no período de divulgação de resultados:

QUADRO 8 - VITRU: PRINCIPAIS RESULTADOS OPERACIONAIS E FINANCEIROS (2019-2024)

Indicador	2019	2024
Base total de alunos (em mil)	195,6	824,8
Receita Bruta (em R\$ milhões)	598,3	2.757,7
Receita Líquida (em R\$ milhões)	461,1	2.141,8
EBITDA (em R\$ milhões)	n/d	793,9
Lucro líquido ajustado (em R\$ milhões)	(66,2)	300,0
Mantenedoras controladas	4	5
Instituições de ensino superior mantidas	4	5

FONTE: O autor (2025). Adaptado de Vitru Educação (2020, 2025)

A companhia entrou no mercado de ensino superior a partir de aquisições realizadas no final de 2015 de quatro mantenedoras até então controladas pela Kroton, das quais a mais relevante era a Uniasselvi, marca de referência no ensino a distância²⁷. A transação derivava do Acordo de Controle de Concentração (ACC) firmado pela Kroton com o CADE, como consequência da compra da Anhanguera e dos remédios de defesa da concorrência estabelecidas pela autarquia (CADE, 2014). Por esse meio, a Treviso já nasce com quase 100 mil alunos em sua base, sendo a maioria da modalidade a distância (85 mil). Ao final de 2019 o grupo decide pela venda de suas operações de ensino presencial para “captar recursos para investir na expansão de cursos de graduação em EAD”, mas a pandemia de coronavírus e a “alteração do mercado” por ela provocada mudaram os planos (Treviso Empreendimentos Participação e Comércio S.A., 2020). A Vitru havia aberto seu capital no ano anterior, mas ao invés de realizar essa operação na bolsa de valores brasileira o fez na Nasdaq, a bolsa localizada em Nova Iorque (EUA) que reúne majoritariamente empresas de tecnologia. (AGÊNCIA O GLOBO, 2021). O IPO movimentou US\$ 370 milhões, mas a passagem pelo mercado acionário norte-americano não durou muito, pois em junho de 2024 a Vitru Brasil incorporou a Vitru Limited, a *holding* listada na Nasdaq, passando a negociar seus papéis na B3 (AZEVEDO, 2024).

A vocação da companhia para a EAD foi reforçada com a aquisição do controle total da UniCesumar, IES fundada em 1990 em Maringá/PR que havia se tornado centro universitário em 2002 e de universidade em 2020. A UniCesumar iniciou as atividades em educação a distância em 2006, sendo uma das pioneiras

²⁷ Além da Sociedade Educacional Leonardo da Vinci S/S Ltda.(mantenedora da Uniasselvi), foram adquiridas a Sociedade Educacional do Vale do Itapocu S.S. Ltda (Fameg), FAIR Educacional Ltda. (FAIR) e FAC Educacional Ltda. (FAC/FAMAT).

nessa modalidade. A compra por R\$ 3,2 bilhões de reais apresentava forte complementaridade com as operações da Uniasselvi, visto que esta era mais presente nos mercados do Norte e Nordeste e aquela no Sul do Brasil. Além disso, o posicionamento de mercado da instituição paranaense era também diferente, voltada a um público de maior renda e disposto a pagar um *ticket* mais alto. Por essas e outras condições, que pouco afetavam o nível de concorrência do mercado, a transação, aprovada sem restrições pelo CADE e consolidou a Vitru nessa modalidade de ensino. No informe divulgado ao mercado sobre a aquisição, a companhia também destacava a “presença expressiva em cursos da área da Saúde, principalmente Medicina” por parte da adquirida, repetindo o padrão das S.A. de buscar na área de saúde um segmento mais rentável e voltado a um público mais elitizado. No momento da compra a instituição declarava possuir aproximadamente 356 mil alunos, sendo 340 mil no ensino digital, espalhados por 1.007 polos de educação a distância (VITRU BRASIL EMPREENDIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E COMÉRCIO S.A, 2023).

A incorporação de duas instituições consolidadas na modalidade de ensino com o maior índice de crescimento nos últimos anos no sistema de ensino superior brasileiro (a educação a distância) fez com que a companhia se tornasse uma das líderes do mercado nacional em termos de número de alunos. Ao final de 2023 eram contabilizados 883,6 mil alunos na base, dos quais 97,5% no EAD, com uma rede composta por 2.449 polos. Ainda que não tenha expandido seus negócios de forma tão ampla como algumas de suas concorrentes, a Vitru buscou oportunidades de negócio fora do ensino superior, comprando a *edtech* Rede Enem, uma plataforma de conteúdos voltada à preparação para o exame de ensino médio, vestibulares e outros exames oficiais.

A integração das operações de Uniasselvi e Unicesumar fizeram com que os resultados relativos ao ano de 2024 apresentassem números inferiores ao do ano anterior. Isso se deveu ao fato de que os critérios para considerar um aluno como “ativo” ou “engajado” eram mais rígidos na Unicesumar que em sua congênere, e esse foi o critério adotado a partir de então para quantificação da base. Aluno engajado, no entendimento da companhia, é aquele que demonstra comprometimento financeiro e acadêmico com o curso contratado. Por esses parâmetros, mais restritivos, a companhia teria saltado de 798,7 mil para 824,8 em um ano, com a participação apenas residual do ensino presencial na base (2,5% do total).

Independente desses ajustes, a companhia encerrou o ano de 2024 autointitulando-se “a maior instituição privada EAD do Brasil”, com uma rede de 2.707 polos presentes em todas as unidades da federação. Os resultados operacionais demonstram que a priorização dessa modalidade impacta diretamente na alta margem bruta, visto a menor exigência em recursos físicos e humanos para sua oferta.

5. AS COMPANHIAS EDUCACIONAIS E O FIES: RESUMO E CONCLUSÃO

A seção anterior mostrou que a trajetória das diferentes companhias educacionais de capital aberto reúne alguns elementos comuns, tais como a significativa evolução de seus resultados financeiros e operacionais, a participação societária de fundos e gestoras de ativos, a adoção de estratégias agressivas de crescimento, especialmente via aquisições, e a aposta crescente na EAD e na área de saúde.

É flagrante também que as empresas educacionais de ensino superior e suas mantenedoras, em sua maioria criadas e administradas por grupos familiares e investidores individuais, passaram a atrair sócios institucionais, especialmente fundos de investimento e gestoras de ativos, que trouxeram consigo lideranças e métodos de gestão corporativa até então estranhos ao ambiente universitário, mesmo no setor privado. Como pano de fundo desses processos complexos, adicionam-se as políticas públicas voltadas à expansão do ensino superior e, mais especificamente, o FIES.

A maior parte das companhias descritas acima relatou, em seus demonstrativos ao mercado, o impacto do FIES nas suas atividades e resultados. Além da contabilização dos recursos advindos da política pública, por vezes as companhias refletiam em seus informes acerca dos impactos que as mudanças realizadas nessa política provocavam ou viriam a provocar nas suas estratégias de negócio, especialmente na captação e retenção de alunos e em seus resultados financeiros. Apresenta-se adiante um resumo desses relatos e análises, tarefa que ajuda a compreender parte do papel da política de financiamento na conformação do subsistema de ensino superior privado.

5.1 YDUQS

A Yduqs começa a destacar informações sobre o FIES nos demonstrativos relativos a 2009. Nesse ano, anunciava que, “buscando ampliar cada vez mais o acesso ao ensino superior”, havia aderido ao programa e ao Prouni, reportando ao final do exercício 6.500 alunos beneficiados pelo programa de financiamento em uma base de mais de 200 mil alunos (3,2%). O denominado “Novo FIES” havia se tornado “uma importante via de crescimento”, ainda que no ano seguinte a base de alunos beneficiados tenha subido timidamente, chegando a 7 mil estudantes (Estácio Participações S.A., 2011). É sintomático que na divulgação de resultados do 3T10 a companhia, ao mesmo tempo em que comemorava o aumento recorde na captação de novos alunos e reputava esse resultado às mudanças organizacionais e didáticas realizadas, destacava que a adoção de “medidas positivas” para o FIES, tais como a não exigência de fiador e o credenciamento do Banco do Brasil como agente financeiro do programa. Aproveitando o momento, a Estácio implementou uma “Linha Verde” de atendimento exclusivo nas agências do banco voltado aos seus alunos, para recebimento da documentação dos interessados.

Ainda que a remuneração derivada dos financiamentos devesse ser prioritariamente usada para o abatimento dos débitos com a seguridade social, a companhia via que o programa poderia melhorar a geração de caixa e, para isso, estimulava “o uso de cartões de crédito e débito [para pagamento das mensalidades]”, bem como direcionava “o FIES e o PraValer [um financiamento privado] para os alunos com histórico de problemas de pagamento” (Estácio Participações S.A., 2012, p. 34). Ou seja, a companhia declaradamente direcionava parte do risco de crédito da sua carteira de clientes para a política pública.

O impacto do programa no ano de 2011 foi duplo: de um lado, o aumento da participação absoluta e relativa de alunos beneficiados na base de alunos (15 mil estudantes, ou 6,3%) e, de outro, um impacto no capital de giro da companhia, visto que o prazo médio de recebimento das receitas do programa, de 189 dias, era bastante superior ao restante da carteira de clientes, que era de 65 dias. Esse efeito, no entanto, era considerado pouco relevante frente ao baixíssimo risco de crédito da operação. A enorme liberalidade na concessão dos contratos fez com que no espaço de um ano, ou seja, ao final de 2012 o número de alunos beneficiados tenha subido para 41 mil, ou 32% da base de graduação presencial. Para a Estácio, o programa tinha a capacidade de impulsionar a demanda por ensino superior, tornando o setor

“menos cíclico” e prometendo “reflexos positivos” no futuro, tornando-se assim central em sua estratégia de crescimento (Estácio Participações S.A., 2013).

A crescente expansão do programa na primeira década de 2010 refletiu-se nos resultados da então Estácio no saldo contábil de “contas a receber”. Se ao final de 2012 esse saldo acumulava R\$ 16,7 milhões e representava apenas 4% do total, um ano depois os valores eram de 78,9 milhões e 19% do total. Ao mesmo tempo, declarava-se que “encerramos o ano com 76 mil alunos utilizando FIES, o que representa cerca de 32% da nossa base de alunos presenciais” (Estácio Participações S.A., 2014).

Na apresentação dos resultados de 2014, a companhia informava ser necessário “resistir às tentações provocadas por externalidades positivas”; essas tentações eram as oportunidades de consolidação e o FIES., para “não deixar que estratégias que não dependam de nós [...] se tornem elementos primários” da estratégia. O FIES, como política pública, poderia “mudar ao sabor das prioridades da vez”, uma constatação que soava óbvia, tendo em vista a publicação das Portarias MEC no apagar das luzes deste ano. Naquele que seria o último ano de expansão explosiva do número de contratos, a companhia considerava que sempre adotou “um comportamento mais cuidadoso” que suas concorrentes, ao “não utilizar o FIES como uma ferramenta de captação” e ao “manter uma taxa de penetração do FIES menor do que a média do Mercado”, ainda que admitisse direcionar o programa para alunos com dificuldades financeiras, medida que era tomada “com a maior responsabilidade possível” (Estácio Participações S.A., 2015, pp. 3-6).

As Portarias MEC n.º 21 e 23 haviam alterado “drasticamente e sem aviso prévio as regras de um programa que até então vinha funcionando muito bem”, mas a companhia entendia que não cabia discussão sobre os termos da Portaria 21, que endurecia as regras de adesão das empresas ao programa e exigia mais transparência destas, mas sim da Portaria 23, que alterava o fluxo de repasses e limitava a recompra de títulos. Com isso, a intenção de longo prazo era reduzir a exposição ao programa, ainda que tivesse “um efeito positivo muito interessante, uma vez que o nosso público agora entende que a Educação pode ser vista como um investimento, e não como uma despesa” (Estácio Participações S.A., 2015, pp. 6-7).

A mudança de cenário com as restrições fizeram com que o número de captação de alunos FIES a partir de 2015 caísse drasticamente. Os efeitos da Portaria 23 foram parcialmente contornados por meio de um acordo judicial estabelecido entre

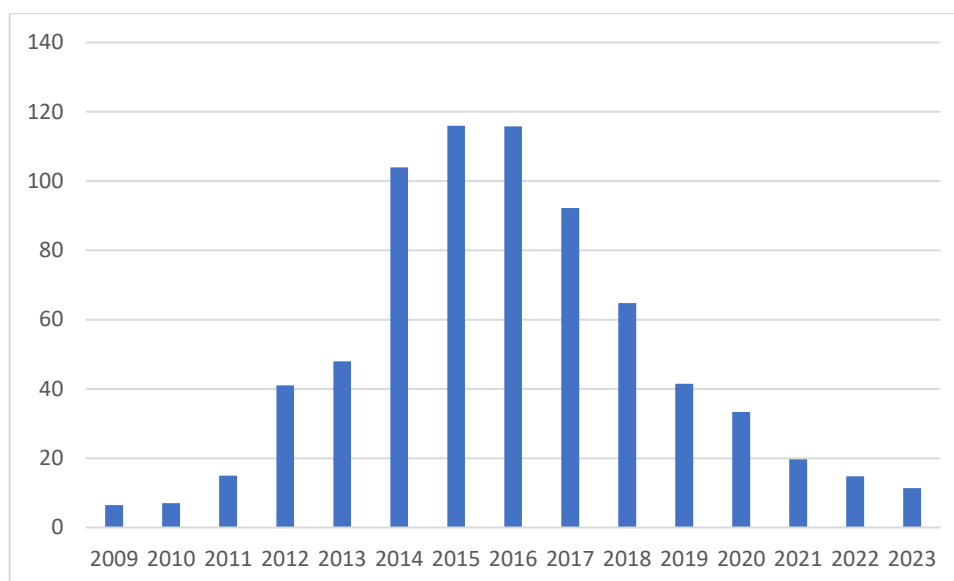
a ABRAES, uma das entidades representativas do setor, e o FNDE, com a previsão do pagamento dos créditos aos quais as mantenedoras tinham direito em três parcelas anuais até 2018; ainda assim, havia um impacto direto no fluxo de caixa da companhia. A empresa alegava que os créditos não pagos ao longo do ano somavam R\$ 681,2 milhões, e seu parcelamento exigia a atualização a valor presente desses créditos. A despeito desses efeitos, a companhia considerava que havia sido menos impactada que suas concorrentes, por ter mantido sua exposição à política abaixo da média e ter diversificado suas fontes de crescimento.

Ao final do exercício 2016 a base de alunos FIES representava 35,1% da graduação presencial, uma queda em relação aos 42,8% reportados no ano anterior, enquanto o saldo de contas a receber havia saltado de R\$ 768,8 milhões para R\$ 828,7 milhões, valor quase duas vezes maior que a segunda maior fonte (as mensalidades de alunos). Na tentativa de contornar as restrições existentes para o financiamento público, a companhia lança uma linha de financiamento próprio (PAR) que, no ciclo de captação de 2017, que contribuiu com 8,2% dos alunos mas nunca chegou a rivalizar com o programa oficial em termos de representatividade.

Nos anos seguintes observa-se a decrescente relevância do programa para as estratégias da companhia. A base de alunos com financiamento cai a cada ano, e o recebimento das parcelas decorrentes do acordo judicial supracitado faz com que o saldo de contas a receber caia significativamente. Ao final de 2018 a base ainda era composta por 20% de alunos financiados, mas a companhia antecipava que um grande número de formaturas de alunos beneficiados levaria esse número a cair ainda mais em 2019. Como remédios para o fim desse ciclo, a diversificação realizada no portfólio e a crescente importância relativa da EAD eram vistas como medidas acertadas, que fizeram a Estácio/Yduqs encontrar um caminho de crescimento independente da política pública.

Como um resumo do papel da política pública para a companhia, no informe relativo ao ano de 2024, a companhia reiterou que a estratégia vigente “não depende de políticas públicas” (Yduqs, 2025), em uma clara referência ao papel relevante desempenhado pelo FIES em passado recente. A evolução da base de alunos de graduação beneficiados pelo programa ao longo do tempo pode ser observada no gráfico 5.

GRÁFICO 5 – YDUQS: NÚMERO DE ALUNOS FIES POR ANO



Fonte: o autor (2025). Adaptado de YDUQS (2009 a 2023)

5.2 COGNA

Ao comunicar seus resultados ao mercado em 2007, a Kroton anunciava que estava desenvolvendo, “em conjunto com algumas instituições financeiras, programas de financiamento ao alunato” (Kroton Educacional S.A., 2008, p. 5), o que revela a percepção de que o custo da mensalidade poderia ser um obstáculo aos planos de crescimento da companhia. Ainda que a política pública de financiamento não parecesse suficiente aos objetivos corporativos, as mantenedoras do grupo já haviam aderido ao FIES e ao Prouni, este já em 2005, o que as deixavam isentas das contribuições federais (PIS, Cofins, IRPJ e CSLL) incidentes sobre as mensalidades, tributadas exclusivamente pelo ISS municipal. Visando reforçar as opções de pagamento, ao final deste ano lançou o programa Crédito para Valer, uma linha de financiamento privada voltada aos alunos sem condições de arcar com os custos da graduação e que tinha, do ponto de vista corporativo, dois objetivos: acelerar a captação e melhorar as taxas de fidelização. A adesão ao FIES em seus primeiros anos não se traduzia em grandes volumes de estudantes ou recursos derivados da política pública, e provavelmente por isso as menções ao mesmo nos primeiros demonstrativos são raras e vagas, sem detalhamento de sua operacionalização interna.

Manifestações e informações mais detalhadas passam a surgir a partir de 2010, quando a empresa declarava que as alterações realizadas no programa ao longo daquele ano deveriam ter “relevante impacto no crescimento do setor”. O lançamento do Fundo Garantidor e, por extensão, o fim da exigência de fiador para as contratações deveriam trazer “efeitos positivos para o aumento do Ensino Superior no país”. A disposição da empresa em captar alunos beneficiados pelo programa ficava evidente com a constatação de que a Kroton tinha captado 8% do total de novos contratos ao longo do ano, enquanto detinha apenas 2% de *market share* do setor. Esses números revelavam a “execução diferenciada” do programa, que daria “maior vantagem competitiva às instituições de boa qualidade e reputação, pois o *ticket* médio do curso terá peso menos relevante na decisão e escolha do aluno” (Kroton Educacional S.A., 2011).

Além disso, a companhia lançou uma campanha para recuperar a inadimplência de alunos “alertando sobre a possibilidade de cadastramento no novo FIES”, ou seja, direcionando para o programa uma parte da carteira que, de outra forma, seria considerada de alto risco de crédito ou, no limite, como evasão. Para tanto, criou uma estrutura administrativa para apoio aos estudantes interessados no financiamento, principalmente os “inadimplentes e evadidos”, com a expectativa de que “o número de alunos associados ao FIES continue crescendo expressivamente”, tendo em vista essa “nova opção para atrair e reter estudantes” (Kroton Educacional S.A., 2010). Essas ações demonstram, juntamente com outras evidências, que nos anos de expansão houve uma significativa migração da carteira de clientes com baixo escore de crédito para os contratos de financiamento público, efeito que provavelmente se sobrepôs à expansão da base de alunos pretendida originalmente pela política.

No caso da Kroton, o FIES produziu impacto positivo nos resultados da companhia não apenas pelo direcionamento de inadimplentes e evadidos e pela melhoria do risco de crédito da carteira, mas também em melhorias no giro de contas a receber. A companhia notava que “o giro de contas a receber do Ensino Superior no 3T10 ficou em 60 dias, redução de 39 dias quando comparado ao 3T09 e de 5 dias, frente ao 2T10”. (Kroton Educacional S.A., 2010, p. 16). Ou seja, ao contrário do observado na Estácio/Yduqs, a adesão ao programa diminuiu o prazo médio de recebimento, incrementando assim o fluxo de caixa da companhia. Uma hipótese para

a diferença de comportamento entre as duas concorrentes pode estar relacionada à maior eficiência de uma delas em realizar os procedimentos burocráticos para emissão dos títulos públicos que as remuneravam, bem como na eventual existência de pendências, tais como certidões negativas e registros administrativos, por parte de uma delas. No caso da Kroton, a importância desse efeito no giro de contas faz com que, a partir de 2010, seja criada um item específico sobre o FIES em “contas a receber”.

Já ao final de 2011, a companhia informava ser “um dos principais operadores do FIES, tendo 21,1% de sua base de graduação como beneficiários do programa”. A Kroton dizia se destacar nacionalmente na oferta do programa por meio de ações de “marketing, comunicação e vendas”, e o programa era visto como “imprescindível para uma evolução significativa do nível de penetração do ensino superior no Brasil” (Kroton Educacional S.A., 2012, p. 28). No ano seguinte, buscando maior nível de transparência nas informações prestadas, a companhia passou a informar o caixa operacional com e sem os impactos do FIES, e ao final daquele ano a companhia chegou a quase 50 mil alunos no programa, o equivalente a 22,4% da base. Além disso, a companhia comemorava o aumento expressivo da base de alunos em um ano (62%) e reputava esse desempenho, além das medidas de crescimento orgânico e inorgânico, ao “contínuo esforço empreendido pela Kroton para o crescimento do FIES, programa essencial” para a penetração do ensino superior.

Esse esforço era traduzido trimestre a trimestre em resultados crescentes: de uma entrada de 4.919 alunos no 4T12 com pendências cadastrais, tais como restrição em *bureaus* de crédito e ausência de documentação, que impediam a contratação do programa, 3.540 (ou 72%) haviam sanado tais problemas e contratado o financiamento. O aumento de 13% no número de rematrículas no mesmo período era visto como uma demonstração dos “efeitos positivos” do FIES como meio de combate à evasão, números que destacavam nacionalmente a companhia frente à concorrência, graças à elegibilidade de seus cursos e “das ações de marketing, comunicação e vendas [...] orientadas para divulgação desse produto de financiamento” (Kroton Educacional S.A., 2013, pp. 2-5).

Como em outras companhias do setor, o cenário de bonança foi sendo dissipado a partir das alterações realizadas ao final de 2014 no programa. Tais mudanças foram descritas como um “novo desafio”, e algumas delas estavam “sendo

questionadas por associações representativas e sindicatos”²⁸, enquanto outras, tais como o limite de volume para novos contratos, eram objetivo de “todas as medidas para minimizar os impactos em nosso processo de captação”. Essas medidas incluíam o relançamento de um produto próprio de crédito para fazer frente às restrições, além da realização de ações de captação de candidatos ao Enem por meio da oferta de conteúdos de educação à distância visando o aumento da elegibilidade de sua base de alunos às novas regras, tais como a nota mínima no Exame (Kroton Educacional S.A., 2015).

Ao reportar os resultados obtidos ao longo de 2015, a Kroton apontava que as mudanças ocorridas no ano anterior teriam provocado a “expressiva redução (e redistribuição com novos critérios) do número de novas vagas para alunos FIES” e “uma relevante alteração no fluxo de pagamentos das recompras”, com grande impacto sobre o fluxo de caixa (Kroton Educacional S/A, 2016). A diminuição brusca no número de novos contratos fez com que o programa progressivamente perdesse relevância na captação de alunos (apenas 12,2% da graduação presencial em 2016), embora ainda representasse 48,3% da base de alunos do ensino presencial (191,4 mil alunos). Em mais uma evidência da ocorrência de seleção adversa da política no âmbito da companhia (e provavelmente de todo o setor) era a constatação de que o ticket médio pago pelos alunos com FIES era superior ao dos demais alunos, ou seja, a companhia provavelmente praticava um valor “cheio” com os alunos beneficiários do programa, enquanto concedia descontos e abatimentos para os alunos que pagavam as mensalidades com recursos próprios (Kroton Educacional S.A., 2017).

Ao reportar os resultados de 2018, a diminuição no número de captações de alunos FIES levava a companhia a afirmar que o programa deveria “assumir uma característica mais residual em relação à base nos próximos anos” (release 4T18, p. 7). O enxugamento do programa e a perda de sua relevância na captação foi simultâneo à inédita queda no tamanho da base de alunos desde que a companhia passou a informar esses números, com uma queda de 876 mil no 4T2017 para 856 mil um ano depois. Esse movimento seria reflexo do “maior número de formaturas [...] em razão das fortes safras de captação [de] 2013 e 2014, além de mudança no perfil

²⁸ ABRAES – Associação Brasileira para o Desenvolvimento do Ensino Superior, fundada em 2013 e representando os principais grupos privados. ABMES – Associação Brasileira de Mantenedoras de Ensino Superior, fundada em 1982; ANUP – associação nacional das universidades particulares.

da base, com redução no número de alunos FIES”, pois estes apresentavam menores índices de evasão (Kroton Educacional S.A., 2019, p. 5).

Ao final de 2019, já como Cogna S.A., a companhia notava que, se em outros momentos até 60% de seus alunos presenciais estiveram vinculados ao FIES, em 2018 esse número era de 25,3% e em 2019 de 13,1%, o que gerava óbvias pressões sobre os resultados e sobre a trajetória de expansão e consolidação desejada. A partir daí as menções ao programa vão se tornando cada vez mais escassas até que, a partir de 2022 a companhia não informa mais a linha FIES em sua receita líquida, apenas em contas a receber.

Em resumo, a Kroton/Cogna foi uma das companhias que de forma mais deliberada utilizou a política pública como instrumento de captação e retenção de alunos, e as alterações do programa ao longo do tempo teve impactos significativos sobre seus resultados e sobre a execução de sua estratégia de mercado.

5.3 SER

Nos informativos ao mercado divulgados referentes aos exercícios de 2010 a 2012, a única informação disponibilizada pela Ser Educacional S.A. sobre o FIES é aquela relativa à conta contábil “a receber”, cujos dados são apresentados no quadro X. Já no informe relativo a 2013 o programa ganha destaque, sendo considerado uma ferramenta importante “para o incremento e retenção de alunos” que já era utilizado por 44,7% da base, e destes 80% utilizavam o FG-Educ como fiança. A maior participação do programa, além disso, teria melhorado as provisões para devedores duvidosos (PDD), caindo de 5,5% para 4,4% (SER EDUCACIONAL S.A., 2014).

A companhia também observava que a participação no programa foi adquirindo importância crescente na carteira de alunos a partir do afrouxamento das regras de concessão realizada em 2010. Se em dezembro daquele ano apenas 3.6% da base de 28 mil alunos era beneficiário do financiamento, ao final do terceiro trimestre de 2014 esse percentual havia crescido para 51,2% em uma base de 87 mil alunos (Ser Educacional S.A., 2014). Ou seja, a companhia deveu grande parte do crescimento de sua base, que se expandiu significativamente no período, à captação de alunos com contratos de financiamento público.

Ao reconhecer que utilizava o programa como “ferramenta de retenção de alunos”, as mudanças regulatórias ocorridas ao final de 2014 geraram “incertezas no

que diz respeito ao ambiente regulatório” do mercado educacional. Esse novo contexto orientou algumas ações mitigadoras, tais como o direcionamento linhas de financiamento privado, por meio da parceria com bancos privados e do reposicionamento da linha própria de crédito, denomina EduCred. Os prazos de captação de alunos do início do ano letivo foram estendidos, assim como foi estabelecido um período adicional de matrículas nas mantidas (SER EDUCACIONAL S.A., 2015).

O comportamento da captação de alunos ao longo do período é sintomático da importância que o programa havia adquirido para a companhia: enquanto os beneficiários do programa eram pouco mais de mil alunos em dezembro de 2010, em 2015 eram 56 mil, chegando ao máximo de 58 mil em 2016 e caindo significativamente a partir de então. Ao final de 2024 o FIES representava apenas 9,1% da base de alunos. As mudanças nas regras de acesso teriam levado a uma evasão “extraordinária” de 8,3 mil alunos ao longo de 2015, que haviam ingressado nas IES da companhia sob a condição de obter o financiamento (Ser Educacional S.A., 2016, p. 22). As mudanças representavam “um novo ciclo do ensino superior brasileiro”, e exigiam ações como o “redimensionamento da estrutura organizacional e quantidade de turmas” e a “execução de projetos e retomada da eficiência operacional”. (Ser Educacional S.A., 2016, p. 3). O acordo judicial realizado entre o FNDE e as entidades representativas em relação aos saldos não pagos referentes a 2015 exigiram adequações no balanço daquele ano, e a evasão provocada pelas negativas de novos financiamentos para potenciais novos alunos teria levado à “menor eficiência operacional” da empresa (Ser Educacional S.A., 2016).

O encolhimento do programa e dificuldades operacionais no sistema de gestão ocorridas no início de 2018 impactaram o ciclo de captação de alunos do início daquele ano, “prejudicando mercados relevantes de atuação [...] em que os alunos culturalmente costumam aguardar a definição dos programas de governo antes de definir como realizarão seus estudos no semestre” (Ser Educacional S.A., 2019). Por outro lado, o pagamento e consequente quitação da última parcela dos débitos de 2015 havia melhorado a geração e o fluxo de caixa, mesmo que a participação relativa de alunos beneficiários apresentasse curva descendente; a companhia reconhecia “a redução da participação de alunos FIES na base de alunos [...] em virtude da menor disponibilização de vagas no programa” a partir de 2015 e que foi “ainda mais

reduzido” a partir de 2018. Os programas de financiamento privado também apresentam ritmo decrescente, o que a companhia reputa à “mudança da dinâmica de mercado nos últimos anos, que privilegiou descontos em detrimento” da oferta de financiamento estudantil.

A partir de 2019 a quantidade de alunos FIES na base da Ser torna-se meramente residual: das pouco mais de quatro mil vagas disponibilizadas para o grupo neste ano, pouco mais da metade foi preenchida. Após atingir o pico em dezembro de 2014, representando 47,5% do total de alunos da graduação presencial, essa proporção era de 23,5% cinco anos depois, número que cairia ainda mais com as esperadas formaturas dos alunos captados pelo programa nos anos anteriores.

Em resumo, é possível afirmar que o programa impactou significativamente os resultados da SER ao longo do período, com uma alta exposição da companhia aos efeitos diretos e indiretos da política de financiamento. O estrangulamento do número de contratos firmados a partir de 2015 impactou captação e receitas, mas esses efeitos foram desaparecendo no tempo à medida que o FIES tornava-se menos significativo para o ensino superior privado.

5.4 CRUZEIRO DO SUL

Entre as empresas analisadas a Cruzeiro do Sul é a que fornece menos evidências a respeito do papel do FIES em sua trajetória. Isso pode ser explicado pelo período em que a empresa se coloca no mercado como sociedade anônima de capital aberto e, por extensão, pelos exercícios sobre os quais divulgou seus resultados. Tendo estreado na Bolsa em 2021, os demonstrativos mais antigos de sua operação como S.A. são de 2019, momento no qual o Financiamento Estudantil federal já não era mais tão relevante para o conjunto das instituições de ensino.

Ainda assim, alguns dados podem ser captados: a Cruzeiro encerrou 2019 com apenas 4,2% de seus alunos de graduação presencial como beneficiários do FIES, uma proporção que provavelmente não justificava a apresentação dos recursos desse programa em uma conta contábil própria. Ao relatar os resultados de 2020, informava uma queda de 27% na base de beneficiários de um ano para o outro, tornando ainda mais irrisória a política pública para o alunato e o desempenho operacional. Ao apresentar esses dados em série histórica, é possível ver que o percentual de alunos que havia obtido financiamento estudantil privado (com o CREDUCSUL, sistema

próprio, e com o PRAVALER, sistema parceiro) sempre foram superiores ao percentual de alunos vinculados à política pública (Cruzeiro do Sul Educacional, 2025).

Em síntese, pode-se afirmar que a Cruzeiro do Sul, pela sua entrada relativamente tardia como *player* de capital aberto no mercado e pelo contexto diverso de seu desenvolvimento operacional, difere de suas concorrentes pela pequena relevância adquirida pelo FIES ao longo do tempo. Ao contrário das demais S.As., os programas de financiamento privado sempre tiveram mais relevância nas estratégias de captação de alunos que o programa público. Resgatar a eventual influência da fase de expansão do programa sobre as mantidas que foram adquiridas no processo de aquisições e expansão seria possível a partir da análise dos dados do FNDE e do INEP, tais como o Censo da Educação Superior, objetivo que está além do escopo do presente trabalho.

5.5 ÂNIMA

Ao apresentar ao mercado os resultados referentes aos exercícios de 2010 a 2012, a Ânima Educação detalhava os dados de operacionalização do FIES sob duas rubricas: como “receita líquida de serviços prestados” e como “contas a receber”. Do ponto de vista da receita, o programa apresentava um crescimento de mais de 500%, saltando de pouco mais de R\$ 17 milhões em 2010 para quase R\$ 90 milhões em 2012, em linha com o crescimento observado em todo o FIES e nas suas concorrentes. Já nas contas a receber, a evolução não era tão acelerada, tendo passado de pouco mais de R\$ 4 milhões ao final de 2010 para R\$ 15 milhões em 2012. (GAEC EDUCAÇÃO S.A., 2013). Em 2013, além dos dados referidos, a companhia informava que seguia empenhada em oferecer “educação de qualidade através dos programas de financiamento estudantil, seja através do FIES ou do programa de financiamento privado PRAVALER”. Esse empenho teria como reflexo o fato de que, ao final deste ano, 46% da base de alunos era beneficiada com financiamento (ainda que não seja detalhado quanto dessa parcela correspondia ao programa federal). O aumento do número de alunos financiados propiciava um menor provisionamento para créditos duvidosos, em mais uma evidência de que a companhia transferiu parte do risco de crédito de sua carteira para os fundos públicos.

A partir de 2013 os prazos médios de recebimento (PMR) entre alunos FIES e os demais também é divulgado. Nesse quesito, algumas dificuldades operacionais com o sistema de gestão do programa teriam feito com o que o PMR do FIES tivesse subido no início daquele ano; no entanto, isolado esse fator, ambas as carteiras apresentavam um giro de aproximadamente 50 dias, sem grandes diferenças entre elas. No demonstrativo referente a 2014, a Ânima considerava que as portarias normativas 21 e 23/2014 do MEC, que alteravam “drasticamente” as condições do FIES, como o “outro extremo de todos os motivos que temos para comemorar o ano”, ferindo a “credibilidade do órgão regulador” e criando “um ambiente de insegurança” que desestimula investimentos” (GAEC Educação S.A., 2015, p. 3). Um ano depois, essas mudanças eram vistas como “uma das grandes barreiras do ano”, visto que “a redução significativa no número de novos contratos do FIES” havia contribuído para uma “desaceleração importante da demanda”, respondidos pela companhia com o aumento das opções de financiamento privado e com uma reestruturação de ensalamento e infraestrutura, visando amortecer a queda ocorrida na procura dos processos seletivos de 2015 (GAEC EDUCAÇÃO S.A., 2016).

O quadro de recessão e crise política do período 2014-2016 foi objeto de uma análise de conjuntura por parte dos administradores no demonstrativo de 2016. Com o apoio de citações a obras cinematográficas e, mais especificamente, à saga do bruxo Harry Potter, a Ânima destacava os bons resultados alcançados pelas mantidas nas avaliações oficiais. Por outro lado, as mudanças “drásticas” ocorridas no FIES em 2015 teriam levado a companhia a reforçar a estratégia de “fomentar e desenvolver soluções privadas de financiamento estudantil”, situação que reconhecidamente geraria um “comprometimento controlado de capital de giro” e do “risco” para a empresa – risco este que, até então, era alocado preferencialmente no FGEDduc. Procurando contornar o contexto mais adverso, foi lançado um canal de atendimento chamado AMPLIAR, “com espaços dedicados em todas as nossas instituições, focado na assessoria, oferta e suporte completo para contratação das diversas opções de crédito estudantil, privadas ou pública”. O represamento dos pagamentos devidos ao longo de 2015 provocou, a exemplo do ocorrido em suas concorrentes, um aumento significativo do prazo de recebimento das receitas oriundas do programa.

A combinação de um quadro recessivo com as restrições da política oficial de crédito estudantil eram interpretadas ao final de 2016 como “um dos períodos mais desafiadores” enfrentados pela empresa, que levava à necessidade de “readequar a

companhia à nova realidade”. A possível aposta nas linhas de crédito privadas, que já faziam parte da estratégia, esbarrava na necessidade de “comprometimento controlado de capital de giro” e da “gestão responsável do risco”, fatores que certamente eram menos importantes no período anterior (GAEC Educação S.A., 2017, p. 5).

Em 2019 a companhia reconhecia que desde o início de 2015 “as condições do FIES mudaram de forma drástica”, tornando o programa “cada vez menos relevante” para a companhia, situação contornada com a “estratégia para fomentar e desenvolver soluções privadas de financiamento estudantil” (Ânima Holding S.A., 2019, p. 11). Essa irrelevância transparece nos demonstrativos publicados a partir de então, pois ainda que reportem os dados de receita e contas a receber derivados da adesão ao programa, abstém-se de tecer comentários ou traçar perspectivas assentadas no financiamento público.

Em suma, a Ânima foi uma das companhias do setor que apresentou alta exposição ao programa, e as oscilações apresentadas pelo mesmo ao longo do tempo tiveram impacto considerável sobre o seu desempenho operacional e suas estratégias de consolidação.

5.6 VITRU

A situação da Vitru em relação ao FIES diverge de parte de suas concorrentes por dois motivos: em primeiro lugar, a companhia priorizou, em sua estratégia operacional e acadêmica, a oferta de educação a distância, modalidade de ensino não atendida pelo programa; em segundo, sua entrada no mercado de ensino e na bolsa de valores brasileira ocorreram posteriormente à maioria de suas concorrentes, desenvolvendo-se como conglomerado empresarial de ensino em um período no qual o financiamento público já havia perdido importância para todo o sistema.

Na primeira demonstração de resultados apresentada ao mercado, a única menção feita pela Vitru ao FIES aparece na rubrica Contas a receber (“FIES e UNIEDU Créditos Garantidos”), indicando valores de pouco mais de R\$ 4 milhões em 2018 e de R\$ 7,2 milhões em 2019. Ao mesmo tempo, o Prouni é citado na rubrica “Receita isenta de tributação – benefício Prouni”, com valores de R\$ 14,8 milhões em 2018 e R\$ 19,1 milhões em 2019. Além disso, citava a introdução de um programa

especial de pagamento parcelado (PEP) que teria sido adotado em 2015 para “facilitar a entrada dos estudantes que não podiam se qualificar para o FIES, devido a mudanças ocorridas no programa na época” (Treviso Empreendimentos Participação e Comércio S.A., 2020, p. 42).

Nos resultados apresentados entre a partir de 2021, o único movimento mais significativo relacionado ao FIES é um aumento súbito nas contas a receber verificado entre 2022 e 2023, saltando de pouco menos de R\$ 2 milhões para quase R\$ 53 milhões no ano seguinte. Esse movimento é explicado pela incorporação da base de alunos presenciais das adquiridas Uniasselvi e, principalmente, Unicesumar, tendo pouca relação com as idas e vindas das regras do programa.

Em resumo, entre todas as S.As. descritas ao longo deste trabalho, a Vitru foi a companhia que menos sofreu os impactos positivos e negativos da política pública de financiamento estudantil, tanto pelo contexto temporal de sua atuação como pela estratégia de privilegiar a modalidade de EAD em detrimento do presencial.

5.7 CONCLUSÃO

O ensino superior brasileiro chegou ao final do primeiro quarto do século XXI apresentando algumas características que o diferencia de seus congêneres nos países da América Latina e de outros países de desenvolvimento intermediário, tais como os BRICs. Uma dessas características é a existência de enormes conglomerados privados que operam no setor, alguns dos quais classificados como os maiores do mundo em número de alunos e receitas, que concentravam ao final de 2024 uma proporção inédita de estudantes e cuja tendência de crescimento de sua participação relativa não dá mostras de arrefecer.

O crescimento dessas empresas se deu às custas de um processo agressivo de consolidação empresarial, com centenas de aquisições, fusões e incorporações de mantenedoras e mantidas, ocorrido principalmente nas primeiras duas décadas desse século. O ordenamento jurídico que sustenta a oferta de ensino superior no país e, mais especificamente, seu processo de autorização e avaliação de qualidade, diz respeito majoritariamente às ações realizadas pelas instituições de ensino (mantidas), deixando à margem desse processo a ação das companhias que controlam tais instituições (as mantenedoras). Nesse contexto, as companhias educacionais de

capital aberto puderam operar quase que sem freios à sua expansão, mesmo com os esforços do poder público para regular as condições de oferta de educação terciária.

Tal configuração teve como pano de fundo a ascensão e ocaso da política pública federal de financiamento estudantil, que se expandiu violentamente entre 2010 e 2015 e foi largamente utilizada como instrumento de captação e retenção de alunos ao longo do período. O endurecimento das regras de concessão do FIES a partir de 2015 afetou o desempenho operacional dessas companhias de diferentes formas, de acordo com o nível de exposição de cada uma delas à política. A participação relativa dos alunos beneficiários do programa no conjunto dos discentes dessas companhias é hoje pouco significativa, em um quadro bastante diverso daquele observado na primeira metade da década passada.

As informações divulgadas pelas S.As. educacionais por força das regras do mercado de capitais permitem que se vislumbrem as idas e vindas da política, assim como fornecem elementos para uma reflexão sobre os méritos e problemas do financiamento estudantil e de seu desenho ao longo do tempo. Como visto, existem fortes evidências que o objetivo último do programa, que era a expansão do número de matrículas e da cobertura do ensino superior junto à população, não tenha sido atingido, por distorções no regimento e nas condicionantes para participação de empresas e estudantes no programa.

O estabelecimento de um nexos causal entre a execução do FIES e os resultados operacionais das S.As. educacionais extrapola o escopo desse trabalho. No entanto, além do tratamento sistemático das informações disponibilizadas pelas companhias, outras fontes de informação podem ser utilizadas para colocar a existência de tal nexos à prova. O FNDE disponibiliza a base de contratos, repasses e recompras de títulos públicos realizadas pelo Fundo para operacionalização do programa, e a análise metódica destes dados pode fornecer valiosas informações a respeito dos efeitos não-esperados do programa de financiamento. Entre as questões a serem colocadas, destaca-se o eventual efeito do programa sobre o processo de consolidação empresarial observado: as companhias abertas captaram mais recursos do FIES proporcionalmente às demais empresas educacionais? O fluxo de recursos proporcionado pelas recompras de títulos interferiu nos resultados financeiros e, por extensão, na distribuição de dividendos e juros para os acionistas? Mais além, o FIES contribuiu para a chamada oligopolização do ensino superior privado no Brasil,

processo que parece longe de haver terminado? A combinação das informações declaradas pelas S.As. com o tratamento econométrico das bases de contratos firmados e recursos repassados pode aprofundar os pontos vislumbrados ao longo deste trabalho, traçando assim um retrato mais fidedigno e preciso do papel do financiamento público para a consecução dos objetivos de longo prazo da política educacional brasileira.

O Brasil chega ao final do primeiro quarto deste século com indicadores educacionais ainda distantes do que era almejado ao final do século passado. Ao mesmo tempo, direcionou uma quantidade bastante significativa de recursos para possibilitar o ingresso e permanência de estudantes de baixa renda em cursos pagos, recursos estes que estão permanentemente sujeitos às restrições de expansão do gasto público e às escolhas políticas do governo da ora. Um olhar mais aprofundado das políticas do setor, à luz das evidências disponíveis, terá certamente utilidade na avaliação crítica sobre os méritos e fragilidades do financiamento estudantil tal como praticado até aqui.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA ESTADO. Anhangüera Educacional estreia na Bovespa. **O Estado de São Paulo**. São Paulo, 12 mar. 2007. Disponível em:

<https://www.estadao.com.br/economia/mercados/anhanguera-educacional-estreia-na-bovespa/>

AGÊNCIA O GLOBO. Negócio bilionário no ensino superior: Vitru, dona da Uniasselvi, compra paranaense UniCesumar por até R\$3,5 bilhões. **Pequenas Empresas Grandes Negócios**. Rio de Janeiro, 24 ago. 2021. Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Banco-de-ideias/Educacao/noticia/2021/08/negocio-bilionario-no-ensino-superior-vitru-dona-da-uniasselvi-compra-paranaense-unicesumar-por-ate-r-35-bilhoes.html>

ALMEIDA JÚNIOR, M. F.; SILVA, A. M.; FEU, A.; SOARES, J. A.; MOURA, R. L.; PEREIRA, L. D. A reestruturação do Fies. **Radar**. Brasília, n. 31-36, dez. 2018.

ALVES, A. IPO da Cruzeiro do Sul sai abaixo da faixa indicativa, movimenta 1,23 bi. **CNN Brasil**. São Paulo, 9 fev. 2021. Disponível em:

<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/ipo-da-cruzeiro-do-sul-sai-abaixo-da-faixa-indicativa-movimenta-r-1-23-bi/>

ANDRADE, L. B. **Financeirização na educação superior privada brasileira: permanência por endividamento, expansão por benefício público**. Dissertação (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2018.

ÂNIMA EDUCAÇÃO. **Histórico e Perfil Corporativo**. São Paulo, 26 abr. 2025. Disponível em:

<https://ri.animaeducacao.com.br/show.aspx?idCanal=NeeBu1Wsd1UIE9vJaj6abw==&linguagem=pt>

ÂNIMA EDUCAÇÃO. **Resultados 4T16**. São Paulo, 15 mar. 2017. Disponível em: <https://ri.animaeducacao.com.br/listresultados.aspx?idCanal=PplsKQGpxHMOqAu5XCUCKQ==&linguagem=pt>

ÂNIMA HOLDING S.A. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2018 e relatório do auditor independente**. São Paulo: Ânima Holding S.A., 2019.

ÂNIMA HOLDING S.A. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2019 e relatório do auditor independente**. Belo Horizonte: Ânima Holding S.A., 2020.

ÂNIMA HOLDING S.A. **Press Release - divulgação de resultados segundo trimestre de 2023**. São Paulo: Ânima Educação, 2023. Disponível em:

<https://ri.animaeducacao.com.br/>

ARBEX, P. Cruzeiro do Sul faz M&A em medicina e paga R\$ 1,2 milhão por vaga. **Brazil Journal**, 6 jun. 2024. Disponível em: <https://braziljournal.com/cruzeiro-do-sul-faz-ma-em-medicina-e-paga-r-12-milhao-por-vaga/>

ATHEY, S.; IMBENS, G. W. The state of applied econometrics: causality and policy evaluation. **Journal of Economic Perspectives**, v. 31, n. 2, p. 3-32, Spring 2017.

AZEVEDO, V. Após listagem nos EUA, Vitru (VTRU3) chega à B3 em busca do investidor brasileiro. **InfoMoney**, São Paulo, 10 jun. 2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/apos-listagem-nos-eua-vitru-vtru3-chega-a-b3-buscando-a-atencao-de-mais-gente/>

B3. **Atom Educação e Editora S.A.** São Paulo, 22 abr. 2025. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm

BALBACHEVSKY, E.; SCHWARTZMAN, S. Brazil: diverse experiences in institutional governance in the public and private sectors. **Changing Governance and Management in Higher Education, The Changing Academic Profession in International Comparative Perspective**, v. 2, n. 1, p. 35-56, 2011.

BECKER, G. S. **Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education**. 3. ed. Chicago: The University of Chicago Press, 1962.

BÊNIA, G. C. O surgimento de grandes grupos empresariais de educação superior e os efeitos sobre a qualidade do ensino. In: RESENDE, G. M.; SACCARO JÚNIOR, N. L.; MENDONÇA, M. J. **Avaliação de Políticas Públicas no Brasil: uma análise das políticas de defesa da concorrência**. 1. ed. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2020. v. 5, p. 79-114. DOI: <http://dx.doi.org/10.38116/978-65-5635-015-8cap3>.

BIOMA EDUCAÇÃO. **Quem somos**. São Paulo, 7 abr. 2025. Disponível em: <https://www.biomaeducacao.com.br/a-companhia/quem-somos/>

BRASIL. Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação. **Acesso à Informação**. Brasília, 8 maio 2025. Disponível em: https://www.gov.br/fnde/pt-br/acesso-a-informacao/acoes-e-programas/financiamento/fies/mantenedora_ies/repasse-de-cft-e

BRASIL. Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996. Estabelece as diretrizes e bases da educação nacional. **Diário Oficial da União**, Brasília, 23 dez. 1996. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9394.htm

BRASIL. Lei nº 10.172, de 9 de janeiro de 2001. **Diário Oficial da União**, Brasília, 10 jan. 2001.

BRASIL. Ministério da Educação. **Portaria Normativa nº 21**, de 26 de dezembro de 2014. Brasília, 2014.

BRASIL. Ministério da Educação. Dúvidas sobre o FIES. **Portal Único de Acesso ao Ensino Superior**, 2025. Disponível em: <https://acessounico.mec.gov.br/fies/duvidas#contatacao-do-financiamento>

BRASIL. Ministério da Educação. **ProUni converte isenção de impostos em vagas nas universidades**. Brasília, 17 jan. 2025. Disponível em: <https://portal.mec.gov.br/conaes-comissao-nacional-de-avaliacao-da-educacao-superior/40-perguntas-frequentes-911936531/prouni-1484253965/3552-sp-1327306896>

BRASIL. Ministério da Educação. **Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior (Sinaes)**. Brasília, 2 abr. 2025. Disponível em: <https://portal.mec.gov.br/sinaes>

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Diagnóstico FIES**. Brasília: Ministério da Fazenda, 2017.

BRASIL. Secretaria de Regulação e Supervisão da Educação Superior (SERES). **Portaria nº 219, de 31 de março de 2014**. Diário Oficial da União, Brasília, 2 abr. 2014. p. 22-23.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão 3001/2016. Processo 011.884/2016-9**. Brasília: Tribunal de Contas da União, 2016.

BRAZIL JOURNAL. **Anima Educação detalha compra da São Judas**. Brazil Journal, 15 abr. 2014. Disponível em: <https://braziljournal.com/anima-educacao-detalha-compra-da-sao-judas/>

CADE. **Cade aplica conjunto de restrições à união de Kroton e Anhanguera**. Brasília, 14 maio 2014. Disponível em: <https://www.gov.br/cade/pt-br/assuntos/noticias/cade-aplica-conjunto-de-restricoes-a-uniao-de-kroton-e-anhanguera>

CADE. **Aquisição da Estácio pela Kroton é vetada pelo Cade**. Brasília, 2017. Disponível em: <https://www.gov.br/cade/pt-br/assuntos/noticias/aquisicao-da-estacio-pela-kroton-e-vetada-pelo-cade>

CARNOY, M. et al. **University expansion in a changing global economy: triumph of the BRICs?** Stanford: Stanford University Press, 2013.

CARVALHO, C. H. A mercantilização da educação superior brasileira e as estratégias de mercado das instituições lucrativas. **Revista Brasileira de Educação**, v. 18, n. 54, p. 761-801, jul. 2013.

CASTRO, M. D. A regulação do ensino superior pós-LDB: um caso de fracasso de regulação do mercado. In: **Rede de pesquisa, formação e mercado de trabalho**. Coletânea de artigos: volume V, educação superior. 1. ed. Brasília: INEP, 2014. p. 157-195.

CHAPMAN, B.; DOAN, D. Financiamento do ensino superior: questões conceituais e a experiência internacional. **Radar: tecnologia, produção e comércio exterior**, Brasília: IPEA, n. 55, p. 7-10, dez. 2018.

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Apresentação de resultados 2T23**. Belo Horizonte: Cogna Educação S.A., 2023. Disponível em:
<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/e1110a12-6e58-4cb0-be24-ed1d5f18049a/8c675808-937e-ffa0-7c4e-57be5fc299bc?origin=2>

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **ITR - Informações Trimestrais**. Belo Horizonte: Cogna Educação S.A., 2023. Disponível em:
<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/e1110a12-6e58-4cb0-be24-ed1d5f18049a/0e33051b-c171-5d1e-bee8-0b278276ee29?origin=2>

COGNA EDUCAÇÃO S.A. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas para o exercício findo em 31 de dezembro de 2024**. Belo Horizonte: Cogna, 2025.

CORBUCCI, P. R.; KUBOTA, L. C.; MEIRA, A. B. Reconfiguração estrutural da educação superior privada no Brasil: nova fase da mercantilização do ensino. **Texto para Discussão**. Brasília: IPEA, n. 2256, nov. 2016.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL. **Demonstrações financeiras padronizadas**. São Paulo, 31 dez. 2019. Disponível em:
<https://ri.cruzeirodosuleducacional.com.br/informacoes-aos-investidores/central-de-resultados/>

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL. **Apresentação Institucional fevereiro/25**. São Paulo: Cruzeiro do Sul Educacional S.A., 2025. Disponível em:
<https://ri.cruzeirodosuleducacional.com.br/informacoes-aos-investidores/central-de-resultados/>

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A.. **Composição Acionária**. São Paulo: Cruzeiro do Sul Educacional S.A., . 2025. Disponível em:
<https://ri.cruzeirodosuleducacional.com.br/informacoes-aos-investidores/composicao-acionaria/>

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A.. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas para o exercício findo em 31 de dezembro de 2024**. São Paulo, 26 abr. 2025. Disponível em:
<https://ri.cruzeirodosuleducacional.com.br/informacoes-aos-investidores/central-de-resultados/>

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A.. **Perfil Corporativo**. São Paulo: Cruzeiro do Sul Educacional S.A., 2025. Disponível em:
<https://ri.cruzeirodosuleducacional.com.br/a-companhia/perfil-corporativo/>

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A. **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. São Paulo: Cruzeiro do Sul Educacional S.A., 2021.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A. **Apresentação 4T21 e 2021**. São Paulo: Cruzeiro do Sul Educacional, 2022.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A. **Demonstrações financeiras intermediárias condensadas individuais e consolidadas para o período findo em 30 de junho de 2023**. São Paulo: Cruzeiro do Sul Educacional S.A., 2023.

CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2023**. São Paulo: Cruzeiro do Sul Educacional S.A., 2024.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Release de resultados 2T07**. Rio de Janeiro: Estácio Participações, 2007.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Prospecto definitivo de oferta pública de distribuição primária e secundária de *units* da Estácio Participações**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2007. Disponível em: <https://www.yduqs.com.br/Download.aspx?Arquivo=2WIVgA8YK3RQkdlt2DH8Dg==&IdCanal=BY+Sbn2TGepdP4sEX0ul6A==>

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2007**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2008.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Divulgação de Resultados 4T07**. Rio de Janeiro: Estácio Participações, 2008.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Divulgação de Resultados 4T08**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2009.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstrações Financeiras Padronizadas 2009**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2010.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2010**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2011.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2011**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2012.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Divulgação de resultados 4T11**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2012.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2012**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2013.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Resultados do 4T13 e 2013**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2014.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Resultados do 4T e 2014**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2015.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. **Resultados do 4T17 e 2017**. Rio de Janeiro: Estácio Participações S.A., 2018.

Pátria já detém mais de 50% das ações do Anhanguera Educacional. **Exame**, São Paulo, 10 out. 2010. Disponível em: <https://exame.com/invest/minhas-financas/patria-ja-detem-mais-50-acoes-anhanguera-educacional-448467/>

Kroton e Anhanguera: os números da maior empresa de educação. **Exame**, São Paulo, 30 abr. 2013.

FAGUNDES, E. Ânima oficializa compra da Laureate por R\$4,4 bilhões e vende marca FMU para fundo Farallon. **Terra Economia**, 2 nov. 2020. Disponível em: <https://www.terra.com.br/economia/anima-oficializa-compra-da-laureate-por-r-44-bilhoes-e-vende-marca-fmu-para-fundo-farallon,353f724b4754d48969d2d7e4164067eb9rw3gcz8.html>

Cinco instituições particulares concentram 27% dos alunos de graduação do país. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 17 out. 2023. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/educacao/2023/10/cinco-instituicoes-particulares-concentram-27-dos-alunos-de-graduacao-do-pais.shtml>

FORLIN, G. Anima Educacional levanta R\$ 468 milhões em IPO. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 25 out. 2013.

FUNDO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO DA EDUCAÇÃO. **Financiamento Estudantil (Fies)**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/fnde/pt-br/aceso-a-informacao/transparencia-e-prestacao-de-contas/relatorio-de-gestao-1/relatorio-de-gestao-2023/desempenho-da-gestao/areas-finalisticas/fies>

FUNDO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO DA EDUCAÇÃO. **FNDE Dados Abertos**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.fnde.gov.br/dadosabertos/dataset/fundo-de-financiamento-estudantil-fies>

Yduqs conclui compra da Adtalem, dona do Ibmecc, por R\$ 2,2 bilhões. **G1**, 27 abr. 2020. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/04/27/ymduqs-conclui-compra-da-adtalem-dona-do-ibmecc-por-r-22-bilhoes.ghtml>

GAEC EDUCAÇÃO S.A. **Demonstrações financeiras referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2012, 2011 e 2010 e relatório dos auditores independentes**. Belo Horizonte: GAEC Educação S.A., 2013.

GAEC EDUCAÇÃO S.A. **Demonstrações financeiras referente ao exercício findo em 31 de dezembro de 2014 e relatório dos auditores independentes**. Belo Horizonte: GAEC Educação S.A., 2015.

GAEC EDUCAÇÃO S.A. **Demonstrações financeiras referente ao exercício findo em 31 de dezembro de 2015 e relatório dos auditores independentes**. Belo Horizonte: GAEC Educação S.A., 2016.

GAEC EDUCAÇÃO S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2016**. Belo Horizonte: GAEC Educação S.A., 2017.

GP INVESTMENTS. **GP Investments**. São Paulo. Disponível em: <https://www.gp-investments.com/pt-br/>. Acesso em 15 abr. 2025.

IBGE. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua anual**. Rio de Janeiro: IBGE, [ano]. Disponível em: <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/7267>. Acesso em: 22 abr. 2025.

IBGE. **Séries históricas e estatísticas**. Rio de Janeiro: IBGE, 2025. Disponível em: <https://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?no=4&op=0&vcodigo=PD171&t=taxa-analfabetismo-grupos-idade>

INEP. **Resumo técnico do Censo da Educação Superior 2023**. Brasília, DF: Inep, 2024.

INEP. Censo da Educação Superior - Resultados. Brasília, 22 abr. 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/inep/pt-br/areas-de-atuacao/pesquisas-estatisticas-e-indicadores/censo-da-educacao-superior/resultados>

Projeto de lei estabelece renegociação das dívidas com o Creduc. **InfoMoney**. São Paulo, 11 nov. 2003.

IBGE. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua trimestral**. Rio de Janeiro, 2025. Disponível em: <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/5919>

IBGE. **Contas trimestrais nacionais - indicadores de volume e valores correntes**. Rio de Janeiro: IBGE, 2017. Disponível em: https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt_2017_4tri.pdf

IBGE. **Censo 2022: proporção da população com nível superior completo aumenta de 6,8% em 2000 para 18,4% em 2022**. Rio de Janeiro: IBGE, 2025. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/42742-censo-2022-proporcao-da-populacao-com-nivel-superior-completo-aumenta-de-6-8-em-2000-para-18-4-em-2022>

IPEA. **Texto para discussão**. Rio de Janeiro: IPEA, 2014.

INEP. **Sinopse estatística do ensino superior 2001**. Brasília: INEP, 2002. Disponível em: https://download.inep.gov.br/download/censo/2001/Superior/Sinopse_Superior_2001.zip

INEP. **Sinopse estatística da educação superior 2023**. Brasília: Inep, 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/inep/pt-br/aceso-a-informacao/dados-abertos/sinopses-estatisticas/educacao-superior-graduacao>

INSTITUTO SEMESP. **Mapa do ensino superior no Brasil**. São Paulo: Instituto Semesp, 2025.

ISTOÉ DINHEIRO. Apollo chega ao País de olho no ensino à distância. **Istoé Dinheiro**, São Paulo, 12 dez. 2014. Disponível em: <https://istoedinheiro.com.br/apollo-chega-ao-pais-de-olho-no-ensino-a-distancia>

ISTOÉ DINHEIRO. ICVM aprova fechamento de capital da Somos Educação, que passa a ser controlada pela Kroton. **Istoé Dinheiro**, São Paulo, 26 mar. 2019. Disponível em: <https://istoedinheiro.com.br/cvm-aprova-fechamento-de-capital-da-somos-educacao-que-passa-a-ser-controlada-pela-kroton/>

KOIKE, B. BR Investimentos faz aporte de R\$ 100 milhões no grupo mineiro Ânima. **Valor Econômico**, São Paulo, 15 abr. 2012.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Divulgação de resultados 2007**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2008.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Divulgação dos resultados 1T10**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2010.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Divulgação dos resultados 3T10**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2010.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Release de resultados 4T10**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2011.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2011**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2012.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Resultados 4T12**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2013.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Release de resultados 4T14**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2015.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Apresentação de resultados 2016**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2017.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Release de resultados 1T17**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2017.

KROTON EDUCACIONAL S.A. **Release de resultados 4T18**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2019.

KROTON EDUCACIONAL S/A. **Divulgação dos resultados 2007**. Belo Horizonte: Kroton, 2008.

KROTON EDUCACIONAL S/A. **Divulgação dos resultados 2008**. Belo Horizonte: Kroton, 2009.

KROTON EDUCACIONAL S/A. **Release de Resultados 4T10**. Belo Horizonte: Kroton, 2011.

KROTON EDUCACIONAL S/A. **Demonstrações financeiras referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2012**. Belo Horizonte: Kroton, 2013.

KROTON EDUCACIONAL S/A. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2015**. Belo Horizonte: Kroton Educacional S.A., 2016.

MANKIW, N. G.; ROMER, D.; WEIL, D. N. A contribution to the empirics of economic growth. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 107, n. 2, p. 407-437, maio 1992. Disponível em: <http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28199205%29107%3A2%3C407%3AACTTEO%3E2.0.CO%3B2-5>

MARINELLI, L. Aquisição da Laureate pela Ânima é aprovada pelo Cade sem restrições. **Valor Econômico**, São Paulo, 25 abr. 2021.

MARSHALL, A. **Principles of economics**. 8. ed. Londres: Macmillan and Co., 1920. Disponível em: <https://eet.pixel-online.org/files/etranslation/original/Marshall,%20Principles%20of%20Economics.pdf>

MARTINS, C. B. O ensino superior brasileiro nos anos 90. **São Paulo em Perspectiva**, v. 14, n. 1, p. 41-60, 2000.

MINCER, J. Investment in human capital and personal income distribution. **Journal of Political Economy**, v. 66, p. 281-302, ago. 1958.

MINCER, J. Human capital and economic growth. **Economics of Education Review**, v. 3, n. 3, p. 195-205, 1984.

MINISTÉRIO PÚBLICO DE SANTA CATARINA. **MPSC acompanha transação entre Unisul e grupo ÂNIMA para defender a continuidade da atividade educacional no Estado**. Florianópolis, 13 nov. 2019. Disponível em: <https://www.mpSC.mp.br/noticias/mpsc-acompanha-transacao-entre-unisul-e-grupo-anima-para-defender-a-continuidade-da-atividade-educacional-no-estado>

NASCIMENTO, P. A.; LONGO, G. F. Qual o custo implícito do FIES para o contribuinte brasileiro? **Radar: tecnologia, produção e comércio exterior**. Brasília: IPEA, n. 48, p. 13-21, ago. 2016.

NEVES, R. M.; FARENZENA, N.; BANDEIRA, D. L. Reformulações e implementação do Fies (1999-2020): um preâmbulo. **FINEDUCA - Revista de Financiamento da Educação**, v. 11, n. 6, 2021.

Grupo Anima compra Universidade São Judas Tadeu por R\$ 320 milhões. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 10 abr. 2014.

Anima desfaz negócio bilionário com americana Whitney. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 23 abr. 2015. Disponível em:

<https://www.estadao.com.br/economia/anima-desfaz-negocio-bilionario-com-americana-whitney-imp-/?srsltid=AfmBOooahfnOgmQhWy1OxeSlghZzLpX1CZsoZ0Cngin17IKNGLaFXC8Y>

OLIVEIRA, R. P. A transformação da educação em mercadoria no Brasil. **Educação e Sociedade**, Campinas, v. 30, n. 108, p. 739-763, out. 2009. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-73302009000300006>

PASCUSI, L. M.; FISHLOW, A. Higher education in Brazil: retrospective, current challenges and looking ahead. **Ensaio: Avaliação e Políticas Públicas em Educação**, Rio de Janeiro, v. 31, n. 119, p. 1-21, abr./jun. 2023.

PIRES, M. Alguns comentários a respeito das reformas recentes no Fies e os desafios atuais. **Radar: tecnologia, produção e comércio exterior**. Brasília: IPEA, n. 55, p. 25-30, dez. 2018.

PSACHAROPOULOS, G.; PATRINOS, H. A. Returns to investment in education: a further update. **Education Economics**, v. 12, n. 2, p. 111-134, ago. 2004.

REBÊLO, A. M. **Origem, ascensão e crise do FIES: uma análise regional do programa de financiamento estudantil do ensino superior para o período de 2011 a 2018**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Sergipe, São Cristóvão/SE, 2019.

RIZÉRIO, L. Ações da Ser Educacional estreiam na BM&FBovespa com queda. **InfoMoney**, São Paulo, 29 out. 2013. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/acoes-da-ser-educacional-estreiam-na-bmfbovespa-com-queda/>

SALTO, D. J. Brazil: a for-profit giant. **International Higher Education**, n. 74, p. 21-22, 2014.

SAMPAIO, H. Diversidade e diferenciação no ensino superior no Brasil – conceitos para discussão. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, São Paulo, v. 29, n. 84, p. 43-55, fev. 2014.

SCHOFFER, E.; MEYER, J. W. The worldwide expansion of higher education in the twentieth century. **American Sociological Review**, v. 70, n. 6, p. 898-920, dez. 2005.

SCHULTZ, T. W. Investment in human capital. **The American Economic Review**, p. 1-17, mar. 1961.

SCHWARTZMAN, S.; BUENO, A. C. A new typology of Higher Education Institutions in Brazil. In: **Consortium of higher education researchers (CHER). 35th Annual Conference**, Vienna: CHER, 2023. p. 1-27.

SER EDUCACIONAL S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2020**. Recife: Ser Educacional S.A., 2011.

SER EDUCACIONAL S.A. **Apresentação de Resultados 3T14**. Recife: Ser Educacional S.A., 2014.

SER EDUCACIONAL S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2013**. Recife: Ser Educacional S.A., 2014.

SER EDUCACIONAL S.A. **Apresentação dos Resultados 4T14**. Recife: Ser Educacional S.A., 2015.

SER EDUCACIONAL S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2015**. Recife: Ser Educacional S.A., 2016.

SER EDUCACIONAL S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2016**. Recife: Ser Educacional S.A., 2017.

SER EDUCACIONAL S.A. **Release de resultados 4T18**. Recife: Ser Educacional S.A., 2019.

SER EDUCACIONAL S.A. **Resultados do quarto trimestre de 2020**. Recife: Ser Educacional S.A., 2021.

SER EDUCACIONAL S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas 2021**. Recife: Ser Educacional S.A., 2022.

SER EDUCACIONAL S.A. **Resultados 4T22**. Recife: Ser Educacional S.A., 2023.

SER EDUCACIONAL S.A. **Histórico**. Recife, 23 abr. 2025. Disponível em: <https://ri.sereducacional.com/a-companhia/historico/>. Acesso em: 23 abr. 2025.

SER EDUCACIONAL S.A. **Resultados 4T24**. Recife: Ser Educacional S.A., 2025.

SMITH, A. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. Project Gutenberg, 2001. Disponível em: <https://www.gutenberg.org/files/3300/3300-h/3300-h.htm>

SORIMA NETO, J. Grupo Ser Educacional faz proposta de fusão com a Estácio. **O Globo**, Rio de Janeiro, 5 jun. 2016.

TOKARNIA, M. Kroton fecha compra da Somos Educação. **Agência Brasil**, Brasília, 23 abr. 2018. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/educacao/noticia/2018-04/kroton-fecha-compra-da-somos-educacao>

TREVISO EMPREENDIMENTOS PARTICIPAÇÃO E COMÉRCIO S.A. **Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2019 e relatório do auditor independente**. Florianópolis: Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A., 15 jul. 2020. Disponível em: <https://investors.vitru.com.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/>

TROW, M. Reflections on the transition from elite to mass to universal access: forms and phase of higher education in modern societies since WWII. **UC Berkeley**

Working Papers, Berkeley: Center for Studies in Higher Education, University of California, 2005.

Fusão de empresas brasileiras cria gigante mundial da educação. **UOL Economia**, São Paulo, 22 abr. 2013. Disponível em:

<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2013/04/22/kroton-e-anhanguera-anunciam-fusao-e-criam-gigante-mundial-da-educacao.htm>

UOL. Rede de ensino Estácio compra a Uniseb por R\$ 615,3 milhões. **UOL Economia**, São Paulo, 12 set. 2013. Disponível em:

<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2013/09/12/rede-de-ensino-estacio-compra-a-uniseb-por-r-6153-milhoes.htm>

VENTURA, M. Cade rejeita fusão da Kroton Educacional com a Estácio. **O Globo**, Rio de Janeiro, 28 jun. 2017. Disponível em:

<https://oglobo.globo.com/economia/cade-rejeita-fusao-da-kroton-educacional-com-estacio-1-21532066>

VITRU BRASIL EMPREENDIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E COMÉRCIO S.A.

Demonstrações financeiras individuais e consolidadas em 31 de dezembro de 2022 e relatório do auditor independente. Florianópolis: Vitru Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A., 2023.

YDUQS. **Divulgação de resultados 4T24 e 2024**. Rio de Janeiro, 17 mar. 2025. Disponível em:

<https://www.yduqs.com.br/listresultados.aspx?idCanal=QueRek9lx6lY8glbPTs6XA==&linguagem=pt>

YDUQS PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstrações financeiras padronizadas**. Rio de Janeiro: Yduqs Participações S.A., 2022. Disponível em:

<https://www.yduqs.com.br/listresultados.aspx>