

Índice

5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	3
5.3 - Descrição - Controles Internos	6
5.4 - Alterações significativas	7

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	8
10.2 - Resultado operacional e financeiro	34
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	40
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	41
10.5 - Políticas contábeis críticas	42
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	44
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	46
10.8 - Plano de Negócios	47
10.9 - Outros fatores com influência relevante	48

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

Riscos Identificados

Riscos de Mercado

O Governo Federal exerceu e continua a exercer influência significativa sobre a economia brasileira. Esta influência, bem como as condições políticas e econômicas brasileiras, podem afetar adversamente nossas atividades e o valor de mercado de nossos valores mobiliários.

A economia brasileira ficou marcada em décadas anteriores por intervenções frequentes do Governo Federal nas políticas monetária, de crédito, fiscal, dentre outras. As ações já incluíram inclusive, controle sobre preços e salários, desvalorização da moeda, controle de remessa de capitais, limites para as importações e congelamento de contas correntes. Não temos controle e não podemos prever quais medidas ou políticas o Governo Federal poderá adotar no futuro. Nossos negócios, condição financeira e resultados, bem como o valor de mercado das ações da Companhia, podem ser adversamente afetados por tais intervenções, bem como por outros fatores econômicos, tais como: (i) aumentos na taxa de inflação; (ii) políticas cambiais; (iii) crescimento econômico nacional; (iv) instabilidade social; (v) diminuição de liquidez dos mercados domésticos de capital e de empréstimo; (vi) ambiente regulatório pertinente às atividades da Companhia; (vii) política monetária; (viii) taxas de juros; (ix) controles sobre importações e exportações; (x) alterações nas normas trabalhistas e tributárias; e (xi) outras questões políticas, diplomáticas, sociais e econômicas no Brasil ou que afetem o Brasil.

A incerteza quanto à implementação de mudanças por parte do Governo Federal nas políticas ou normas que venham a afetar esses ou outros fatores poderá contribuir para a incerteza econômica no Brasil e para aumentar a volatilidade do mercado de valores mobiliários brasileiro. Desta maneira, os acontecimentos futuros na economia brasileira poderão afetar adversamente as atividades da Companhia e os seus resultados.

Os acontecimentos e a percepção de risco em outros países, especialmente nos Estados Unidos e em países da América Latina e de mercados emergentes, podem afetar o valor de nossos valores mobiliários.

O valor de mercado de valores mobiliários de ações ou de dívidas emitidos por nós pode ser afetado por condições econômicas e de mercado em outros países, inclusive os Estados Unidos, China, países europeus e outros países da América Latina e de mercados emergentes. Crises em outros países podem diminuir o interesse dos investidores pelos valores mobiliários de emissores com operações na América Latina e inclusive em nossos valores mobiliários. Além disso, a crise financeira originada nos Estados Unidos no quarto trimestre de 2008 resultou em um cenário recessivo em escala global, com diversos reflexos, que direta ou indiretamente afetam de forma negativa o mercado acionário e a economia do Brasil, tais como oscilações nas cotações de valores mobiliários de companhias abertas, falta de disponibilidade de crédito, desaceleração generalizada da economia mundial, instabilidade cambial e pressão inflacionária.

A reação dos investidores aos acontecimentos nesses outros países pode causar um efeito adverso sobre o valor de mercado dos valores mobiliários de companhias brasileiras, inclusive de nossos valores mobiliários. Crises em outros países podem dificultar ou impedir nosso acesso ao mercado de capitais e ao financiamento das nossas operações no futuro, em termos aceitáveis, bem como, direta ou indiretamente, dificultar ou impedir nosso acesso a mercados internacionais, afetando negativamente os nossos resultados operacionais, nosso valor de mercado e nossa condição financeira.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

A inflação e os esforços do Governo Federal para combater a inflação, como a manutenção de política monetária restritiva com altas taxas de juros, podem contribuir significativamente para a incerteza econômica no Brasil, podendo prejudicar nossas atividades e o preço de mercado de nossos valores mobiliários.

No passado, o Brasil registrou índices de inflação extremamente altos. A inflação e algumas medidas tomadas pelo Governo Federal com o intuito de controlá-la, combinada com a especulação sobre eventuais medidas governamentais a serem adotadas, tiveram efeito negativo significativo sobre a economia brasileira, contribuindo para a incerteza econômica existente no Brasil e para o aumento da volatilidade do mercado de valores mobiliários brasileiro.

As medidas do Governo Federal para controle da inflação frequentemente têm incluído a manutenção de política monetária restritiva com altas taxas de juros, restringindo assim a disponibilidade de crédito e reduzindo o crescimento econômico. Como consequência, as taxas de juros têm flutuado de maneira significativa. Por exemplo, a taxa anual de inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Mercado, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas (“IGP-M”) caiu de 20,10% em 1999 para 5,10% em 2011. Em contrapartida, em caso de redução acentuada das taxas de juros, poderá ocorrer elevação da inflação, reduzindo os investimentos em estoque de capital e a taxa de crescimento da economia, bem como trazendo efeitos adversos ao país, podendo, inclusive, afetar nossas atividades. As taxas de juros têm flutuado de maneira significativa. Por exemplo, as taxas de juros oficiais no Brasil no final de 2009, 2010 e 2011 foram de 8,75%, 10,75% e 11,00%, respectivamente, conforme estabelecido pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (“COPOM”) e, em 10 de outubro de 2012, estavam em 7,25%.

A elevação da taxa de juros pode diminuir nosso retorno devido a nosso endividamento indexado a taxas de juros variáveis. Em 30 de setembro de 2012, do endividamento de R\$321,7 milhões, 15,05% ou R\$48,4 milhões estavam indexados a taxas de juros pré-fixadas e 84,95% ou R\$273,3 milhões a taxas de juros variáveis. Aproximadamente 84,95% do endividamento total da Companhia em 30 de setembro de 2012, ou R\$273,3 milhões, estão indexados à CDI e serão diretamente impactados pela elevação da taxa de juros.

Caso não haja o repasse do aumento dos custos decorrentes da inflação para o preço das mensalidades cobradas pela Companhia a seus alunos em valores suficientes e prazo hábil para cobrir os crescentes custos operacionais, tal aumento poderá afetar adversamente a Companhia.

Riscos Políticos

O Governo Federal frequentemente intervém na economia do País e ocasionalmente realiza modificações significativas em suas políticas e normas. As medidas tomadas para controlar a inflação, além de outras políticas e normas, implicam aumento das taxas de juros, mudança das políticas fiscais, controle de preços, desvalorização cambial, controle de capital e limitação às importações. As atividades da Companhia, sua situação financeira e resultados poderão ser prejudicados de maneira relevante por essas.

O risco regulatório inerente ao sistema educacional brasileiro pode afetar a Estácio via os principais programas públicos de incentivo à educação privada (FIES e PROUNI) em que sua não perpetuidade poderá afetar negativamente a atividade e resultados da empresa.

Risco de crédito

O risco surge da possibilidade da Companhia vir a incorrer em perdas resultantes da dificuldade de recebimento de valores faturados a seus alunos. O aumento dos níveis de inadimplência poderá afetar o seu fluxo de caixa e os seus negócios.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado***a) Riscos para os quais se busca proteção***

A Companhia sempre avalia a necessidade de buscar proteção para os riscos de crédito (pagamento que devemos receber e eventual necessidade de captação de crédito no mercado financeiro), risco de taxa de juros (por conta de remuneração de nossas aplicações financeiras e de nossas dívidas atualmente incorridas) e risco de liquidez (recursos necessários para pagamentos de obrigações nos prazos adequados). Para mais informações sobre os parâmetros adotados no gerenciamento constante desses riscos, ver o item (d) abaixo.

Tendo em vista a natureza das nossas atividades e os riscos incorridos que foram mapeados, entendemos que não há necessidade nesse momento de buscarmos proteção especial adicional para nenhum tipo de risco. No entanto, a Companhia entende que o gerenciamento de risco é fundamental para apoiar seu plano de crescimento, planejamento estratégico e flexibilidade financeira. Dessa forma, desenvolveu sua estratégia de gerenciamento de riscos com o objetivo de proporcionar uma visão integrada dos riscos aos quais está exposta. Para tanto, avalia periodicamente não apenas o impacto das variáveis do mercado financeiro sobre os resultados do negócio, mas também o risco proveniente de obrigações assumidas por terceiros para com a Companhia (risco de crédito), aqueles inerentes a processos internos inadequados ou deficientes, pessoas, sistemas ou eventos externos (risco operacional), dentre outros.

b) Estratégia de proteção patrimonial (hedge)

Não fazemos uso de transações envolvendo instrumentos financeiros derivativos visando proteção patrimonial, dado que os riscos aos quais estamos expostos, tanto no ativo quanto no passivo, não têm magnitude que justifique tais transações.

c) Instrumentos utilizados para a proteção patrimonial (hedge)

Não fazemos uso de transações envolvendo instrumentos financeiros de proteção patrimonial, dado que os riscos financeiros aos quais estamos expostos, tanto no ativo quanto no passivo, não têm magnitude que justifique tais transações.

d) Parâmetros utilizados para o gerenciamento de riscos

Todas as nossas operações e de nossas controladas são realizadas com bancos de reconhecida liquidez, o que minimiza nossos riscos. A administração constitui provisão para créditos de liquidação duvidosa em montante julgado suficiente para cobrir possíveis riscos de realização das contas a receber; portanto, o risco de incorrer em perdas resultantes da dificuldade de recebimento de valores faturados encontra-se mensurado e registrado contabilmente. Os principais fatores de risco de mercado que afetam o nosso negócio podem ser assim enumerados:

Risco de crédito

Decorre de eventual dificuldade de cobrança dos valores dos serviços prestados. Estamos sujeitos, juntamente com nossas controladas, a risco de crédito proveniente de nossas aplicações financeiras. O risco de crédito relativo à prestação de serviços é minimizado por um controle estrito da base de alunos e gerenciamento ativo da inadimplência. Com relação ao risco de crédito associado às instituições financeiras, nossas controladas e nós atuamos de acordo com a Política de Investimento e Derivativos Financeiros, aprovada pelo Conselho de Administração.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado*Risco de taxa de juros*

Estamos expostos à oscilação da taxa CDI (Certificado de Depósito Interbancário), que remunera nossas aplicações financeiras e nossas dívidas. Adicionalmente, qualquer aumento nas taxas de juros poderá elevar o custo dos empréstimos estudantis, inclusive os empréstimos nos termos do FIES, e reduzir a demanda em relação aos cursos.

Risco de taxa de câmbio

O nosso resultado não é suscetível a sofrer variações pela volatilidade da taxa de câmbio, pois não possuímos operações significativas em moeda estrangeira.

Risco de liquidez

O risco de liquidez consiste na eventualidade de não dispormos, juntamente com nossas controladas, de recursos suficientes para cumprir com nossos compromissos em função das diferentes moedas e prazos de liquidação de nossos direitos e obrigações. O controle da nossa liquidez e do fluxo de caixa e de nossas controladas são monitorados diariamente pelas nossas áreas de Gestão, de modo a garantir que a geração operacional de caixa e a captação prévia de recursos, quando necessária, sejam suficientes para a manutenção do nosso cronograma de compromissos, não gerando riscos de liquidez para nossas controladas e nós. Não houve mudança relevante nos nossos instrumentos financeiros passivos em 30 de setembro de 2012 em relação a 31 de dezembro de 2011.

Análise de sensibilidade

Os nossos instrumentos financeiros são representados por caixa e equivalentes de caixa, aplicações financeiras, contas a receber, a pagar, empréstimos e financiamentos, e estão registrados pelo valor de custo, acrescidos de rendimentos ou encargos incorridos, os quais em 30 de setembro de 2012 e 31 de dezembro de 2011 se aproximam dos valores de mercado. Os principais riscos atrelados às nossas operações estão ligados à variação do CDI (Certificado de Depósito Interbancário).

A tabela abaixo apresenta quadro demonstrativo de análise de sensibilidade. Com relação aos empréstimos, referem-se à operações cujo valor registrado é próximo do valor de mercado desses instrumentos financeiros. As aplicações com CDI estão registradas a valor de mercado, conforme cotações divulgadas pelas respectivas instituições financeiras e os demais se referem, em sua maioria, a certificado de depósito bancário e operações compromissadas, portanto, o valor registrado desses títulos não apresenta diferença para o valor de mercado.

Com a finalidade de verificar a sensibilidade do indexador nas aplicações financeiras ao qual estávamos expostos na data base de 30 de setembro de 2012, foram definidos 03 cenários diferentes. Com base na última taxa básica de juros determinada pelo BACEN na reunião do Comitê de Política Monetária em 29 de agosto de 2012 (7,50% a.a), utilizou-se esta taxa como cenário provável para o ano. A partir desta, foram calculadas variações de 25% e 50%. Para cada cenário foi calculada a "receita financeira bruta", não levando em consideração a incidência de tributos sobre os rendimentos das aplicações. A data base utilizada da carteira foi 30 de setembro de 2012, projetando um ano e verificando a sensibilidade do CDI com cada cenário.

Operações	Risco	Cenário elevação da SELIC		
		Cenário Provável (I)	Cenário (II)	Cenário (III)
Aplicações financeiras R\$ 177.723(*)	CDI	7,50% (13.329)	9,38% (16.670)	11,25% (19.993)

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

Operações	Risco	Cenário Provável (I)	Cenário (II)	Cenário (III)
Debêntures R\$ 205.219	CDI+1,60	7,50% (18.921)	9,38% (22.831)	11,25% (26.740)
IFC I R\$ 49.632	CDI+1,53	7,50% (4.539)	9,38% (5.484)	11,25% (6.428)
IFC II R\$ 18.437	CDI+1,69	7,50% (1.718)	9,38% (2.069)	11,25% (2.421)
Posição Líquida		(20.982)	(25.139)	(29.296)

Cenário queda da SELIC				
Operações	Risco	Cenário Provável (I)	Cenário (II)	Cenário (III)
Aplicações financeiras R\$ 177.723(*)	CDI	7,50% (13.329)	5,63% (10.005)	3,75% (6.664)
Operações	Risco	Cenário Provável (I)	Cenário (II)	Cenário (III)
Debêntures R\$ 205.219		7,50% (18.921)	5,63% (15.012)	3,75% (11.102)
IFC I R\$ 49.632		7,50% (4.539)	5,63% (3.594)	3,75% (2.649)
IFC II R\$ 18.437		7,50% (1.718)	5,63% 1.366	3,75% 1.015
Posição Líquida		(20.982)	(16.825)	(12.668)

* Composto por aplicação financeira e títulos e valores mobiliários

e) Indicar se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge) e quais são esses objetivos

Em 27 de setembro de 2011, o Conselho de Administração da Companhia autorizou a recompra de ações de sua própria emissão, mediante a contratação de opções de compra ("calls"), e o lançamento de opções de venda ("puts" e conjuntamente opções) referenciadas em ações de emissão da Companhia, para fins de cancelamento, permanência em tesouraria e / ou posterior alienação, podendo ainda ser utilizadas para atender ao eventual exercício de opções no âmbito dos programas de opção de recompra de ações da Companhia, nos termos da instrução CVM nº390/03.

f) Estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos

O gerenciamento dos riscos é feito por diversos agentes, tais como: Auditoria Interna, Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal.

A Diretoria Financeira é responsável por definir e propor operações ou medidas de mitigação de riscos de mercado consistentes com a estratégia da Cia.

g) Adequação da estrutura operacional de controles internos para verificação da efetividade da política adotada

O regular monitoramento e avaliação dos riscos incorridos pela Companhia permitem a tomada de decisões que evitam ou mitigam os mesmos.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

Não ocorreram mudanças significativas ou relevantes nos riscos de mercado a que estamos expostos e na política de gerenciamento de riscos que adotamos.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.4 - Alterações significativas

Todas as informações relevantes relacionadas a esta Seção 5 foram descritas nos itens acima.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

a) Condições financeiras e patrimoniais gerais

Somos a terceira maior organização privada com fins lucrativos do setor de ensino superior no Brasil de acordo com dados da Consultoria Hoper referentes ao ano de 2011 e, na opinião de nossos Diretores, possuímos condições financeiras e patrimoniais adequadas para implementar nosso plano de negócios e cumprir nossas obrigações de curto, médio e longo prazo. Atualmente, nossos Diretores entendem que nosso capital de giro líquido, que em 30 de setembro de 2012 era de R\$364,52 milhões, é suficiente para o cumprimento de nossas obrigações financeiras e operacionais e os nossos recursos de caixa, inclusive empréstimos de terceiros, são suficientes para atender o financiamento de nossas atividades e de nossa estratégia de expansão. Temos tido amplo acesso a fontes de financiamento, o que atualmente nos garante os recursos necessários para as nossas necessidades.

Atualmente, na opinião de nossos Diretores, não possuímos deficiência de liquidez. Nossos Diretores entendem que o nosso capital de giro líquido, que em 30 de setembro de 2012 era de R\$364,52 milhões (Ativo Circulante – Passivo Circulante) reflete a nossa capacidade de gerenciar adequadamente as relações com os nossos fornecedores e clientes. Uma maneira de mensurar a nossa capacidade de liquidar os compromissos financeiros de curto prazo é o indicador liquidez corrente de 3,05, em 30 de setembro de 2012 (Ativo Circulante / Passivo Circulante).

b) Estrutura de capital e possibilidade de resgate de ações ou quotas, indicando: i. hipóteses de resgate; ii. fórmula de cálculo do valor de resgate

Nossa estrutura de capital não contempla hipóteses de resgate ações ou quotas.

Em 30 de setembro de 2012, segundo nossos Diretores, aproximadamente 58% das nossas atividades eram financiadas por meio nosso capital próprio e aproximadamente 42% por meio de capital de terceiros, quando nosso patrimônio líquido totalizou R\$716,72 milhões, enquanto nosso endividamento, consistente da soma do passivo circulante e no passivo não circulante registrados em 30 de setembro de 2012, totalizou R\$522,48 milhões, dos quais R\$287,7 milhões são empréstimos e financiamentos.

Em 31 de dezembro de 2011, segundo nossos Diretores, 58% das nossas atividades eram financiadas por meio nosso capital próprio e 42% por meio de capital de terceiros, quando nosso patrimônio líquido totalizou R\$618,93 milhões, enquanto nosso endividamento, consistente da soma do passivo circulante e no passivo não circulante registrados em 31 de dezembro de 2011, totalizou R\$449,78 milhões, dos quais R\$254,40 milhões são empréstimos e financiamentos.

Em 31 de dezembro de 2010, segundo nossos Diretores, 73% das nossas atividades eram financiadas por meio nosso capital próprio e 27% por meio de capital de terceiros, quando nosso patrimônio líquido totalizou R\$585,9 milhões, enquanto nosso endividamento, consistente da soma do passivo circulante e no passivo não circulante registrados em 31 de dezembro de 2010, totalizou R\$218,64 milhões, dos quais R\$9,52 milhões são empréstimos e financiamentos.

Em 31 de dezembro de 2009, segundo nossos Diretores, 66% das nossas atividades eram financiadas por meio nosso capital próprio e 34% por meio de capital de terceiros, quando nosso patrimônio líquido totalizou R\$453,4 milhões, enquanto nosso endividamento, consistente da soma do passivo circulante e no passivo não circulante registrados em 31 de dezembro de 2009, totalizou R\$234,89 milhões, dos quais R\$5,6 milhões são empréstimos e financiamentos.

c) Capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos.

Nossos Diretores entendem que nossa capacidade financeira é suficiente para honrar os nossos compromissos financeiros, uma vez que nosso endividamento (empréstimos e financiamentos), em 30 de setembro de 2012, era de R\$287,71 milhões. Esse montante corresponde à primeira emissão de

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

debêntures, no valor de R\$200 milhões, e aos saldos sacados dos empréstimos (linhas de crédito) junto ao IFC no valor de R\$48,5 milhões e R\$ 20,3 milhões e à capitalização de leasing com equipamentos.

Além disso, integram nosso endividamento bruto os compromissos para pagamentos futuros referentes às aquisições realizadas, bem como o saldo a pagar de tributos parcelados. Portanto, para determinar o valor de nosso endividamento bruto, que totalizou R\$321,7 milhões em 30 de setembro 2012, somamos nosso endividamento de R\$287,7 milhões, com o saldo a pagar de tributos de R\$9,7 milhões e os compromissos para pagamentos futuros de R\$24,3 milhões. Adicionalmente, o nosso EBITDA Ajustado^[1] somou R\$140,6 milhões e R\$167,7 milhões no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2011 e no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, respectivamente.

d) Fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes utilizadas.

Em 2012, segundo nossos Diretores, nossa principal fonte de financiamento para capital de giro e investimentos em ativos não-circulantes foi a própria geração operacional de caixa, destacando-se ainda o saque de uma parte do empréstimo contratado junto ao IFC e a emissão de debêntures em 2011. Além disso, buscamos constantemente fontes de financiamento a custos atrativos para, quando apropriado, contratá-los.

e) Fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiências de liquidez.

Nossos Diretores entendem que nossa estrutura de capital é sólida e que nossa geração de caixa continuará sendo a principal fonte de financiamento para capital de giro e investimento em ativos não-circulantes, não havendo necessidade de financiamento relevante adicional para cobertura de deficiência de liquidez.

f) Níveis de endividamento e as características de tais dívidas, descrevendo ainda: i. contratos de empréstimo e financiamento relevantes; ii. outras relações de longo prazo com instituições financeiras; iii. grau de subordinação entre as dívidas; iv. eventuais restrições impostas ao emissor, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário.

i. Contratos de empréstimo e financiamento relevantes

Segundo nossos Diretores, a maior parte do nosso endividamento é proveniente dos dois financiamentos junto ao *International Finance Corporation* ("IFC") e da emissão de debêntures, cujos recursos estão sendo utilizados para melhoria dos *campi* atuais, expansão orgânica e aquisições da Companhia. Essas operações possuem vencimentos em 2020, 2021 e 2017, respectivamente, e encontram-se abaixo descritas:

Em 15 de dezembro de 2010, foi contratado junto ao IFC uma linha de crédito no valor de US\$30 milhões a uma taxa de juros equivalente à Taxa CDI + 3,5% ao ano, e vencimento em novembro de 2020. Como garantia, foi constituída a cessão fiduciária dos direitos creditórios detidos pela Companhia.

Em 20 de outubro de 2011, foi contratado junto ao IFC uma segunda linha de crédito no valor de US\$70 milhões (dos quais já foram sacados em julho de 2012 US\$ 10 milhões (R\$ 20,3 milhões, convertido à

^[1] EBITDA Ajustado corresponde à soma do EBITDA com o resultado financeiro de receitas com multas e juros sobre mensalidades e o resultado das atividades não continuadas.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

taxa de câmbio do dia)), a uma taxa de juros equivalente à Taxa CDI + 3,8% ao ano, e vencimento em setembro de 2021. Como garantia, foi constituída a cessão fiduciária dos direitos creditórios detidos pela Companhia.

Em 25 de novembro de 2011, foi efetuado a 1ª Emissão Pública de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações da Companhia, no valor de R\$200 milhões, a uma taxa de juros equivalente à Taxa CDI + 1,6% ao ano, e vencimento em novembro de 2017.

Além disso, segundo nossos Diretores, possuímos financiamento para capital de giro, contratos de arrendamento mercantil, contratos com BNDES/FINAME, dentre outros, conforme detalhado na tabela abaixo. Os contratos de arrendamento mercantil e outros equipamentos registrados em nossa contabilidade referem-se à locação de computadores, *no-breaks*, bebedouros, aparelhos de ar condicionado, rádios transceptores e outros equipamentos.

Modalidade		Consolidado (em R\$ mil)			
	Encargos Financeiros	Em 31 de dezembro de			Em 30 de setembro de
R\$ mil		2011	2010	2009	2012
Em moeda nacional					
Capital de giro	1,70% ao mês e/ou CDI + 0,25% ao mês	252	108	208	228
Contratos de arrendamento mercantil de computadores e outros equipamentos	IGPM + 12,3% ao ano	39	682	4.772	4
Contratos de arrendamento mercantil de computadores e outros equipamentos	11,8% a 22,1% ao ano	-	124	590	-
Contratos de arrendamento mercantil Colortel	INPC + 0,32% a.a.	2.471	-	-	6.550
Contratos de arrendamento mercantil Assist	-	1.843	-	-	1.492
Contrato FINAME	80% do contrato 4,5% a.a.	-	8.608	-	-
Empréstimo IFC	CDI + 1,53% e CDI + 1,69	46.728 ⁽¹⁾	-	-	68.069
Emissão de Debêntures	CDI + 1,60%	201.472	-	-	205.219
Opção de Recompra de Ações Banco Itaú		1.592	-	-	6.042
Outros		-	-	-	104
		254.396	9.522	5.570	287.708
Passivo circulante		6.549	1.760	4.721	17.826
Passivo não circulante		247.847	7.762	849	269.882
Total:		254.396	9.522	5.570	287.708

(1) Soma do valor em aberto nos dois contratos firmados com o IFC

Quando apropriado, buscamos fontes de financiamento com taxas e prazos considerados favoráveis por nossos Diretores, sem comprometer nossa capacidade de pagamento.

ii. Outras relações de longo prazo com instituições financeiras

Em 18 de fevereiro de 2008, foi efetuado contrato de parceria entre a SESES, afiliadas (incluindo as Mantenedoras) e o Unibanco (atualmente Itaú), substituindo acordos de parceria anteriores, com prazo de vigência até 17 de fevereiro de 2018, cujo objeto principal é o de conceder exclusividade/preferência ao Unibanco (atualmente Itaú) na oferta e no fornecimento de produtos e serviços financeiros aos alunos, funcionários e fornecedores, bem como de ser o principal provedor de produtos e serviços financeiros. Em contrapartida à exclusividade concedida ao Unibanco (atualmente Itaú), e pela manutenção dessa condição durante toda a vigência do contrato, o Unibanco pagou a SESES e as Mantenedoras uma receita fixa de R\$18,0 milhões, que está sendo apropriada ao resultado por tal prazo contratual.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

iii. Grau de subordinação entre as dívidas

Existe grau de subordinação entre a emissão de debêntures e os empréstimos contratados junto ao IFC, sendo as debêntures subordinadas aos empréstimos firmados com o IFC. Além disso, qualquer nova dívida a ser contratada no mercado de capitais deve necessariamente ser subordinada às debêntures, exceto mediante autorização dos debenturistas.

iv. Eventuais restrições impostas ao emissor, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário.

Nossos Diretores comentam que as principais restrições impostas pelas linhas contratadas junto ao IFC e na emissão de debêntures são:

- *Covenants* Financeiros: Há limites financeiros estabelecidos nos contratos assinados com o IFC e na escritura de debêntures. Os principais indicadores são: Ativo Circulante / Passivo Circulante maior ou igual a 0,8 e/ou 1,0; Passivo Circulante + Passivo Exigível a Longo Prazo / Patrimônio Líquido menor ou igual 1,5 e Dívida Líquida / EBITDA menor ou igual a 2,5; EBITDA ajustado / Despesa Financeira Líquida maior ou igual a 1,25; e Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) maior ou igual a 1,25.
- Anuência em caso de pré-pagamento de dívidas de longo prazo.
- Alteração do controle societário: na ocorrência de qualquer alteração na composição societária da Companhia, incluindo a alienação, cessão ou transferência direta de ações do capital social da Companhia, em qualquer operação isolada ou série de operações, que resultem na aquisição originária do controle da Companhia, de forma direta ou indireta, por algum acionista ou grupo de acionistas vinculado por acordo de votos, sob controle comum, ou, ainda, representando mesmo centro de interesses, os credores da Companhia poderão solicitar o vencimento antecipado da dívida.
- Cessão de recebíveis dados em garantia aos empréstimos firmados com o IFC.
- Proibição de concessão de garantias pela Companhia ou suas controladas a quaisquer dívidas, sem que antes as ofereça aos debenturistas, excetuando-se operações de investimento amparadas em linhas de banco de fomento.
- Distribuição e pagamento de dividendos aos acionistas, apenas em hipóteses específicas.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

A tabela abaixo apresenta nosso índice de endividamento em 30 de setembro de 2012, 31 de dezembro de 2011, e fim dos últimos três exercícios:

<i>Consolidado (em R\$ mil)</i>	Em 31 de dezembro de			Em 30 de setembro	
	2011	2010	2009	2012	2011
Passivo circulante	134.668	139.498	163.142	178.225	142.984
Passivo não circulante	315.116	79.140	71.742	344.254	123.405
Total do Passivo	449.783	218.638	234.884	522.479	266.389
Patrimônio líquido	618.935	585.897	453.444	716.723	634.082
Índice de endividamento ⁽¹⁾	0,72670534	0,37316699	0,51799999	0,72898234	0,42011768
Capital de Terceiros	42%	27%	34%	42%	30%
Capital Próprio	58%	73%	66%	58%	70%

⁽¹⁾ Índice de endividamento calculado conforme Ofício Circular/CVM/SEP/nº03/2012, ou seja, mediante a divisão do resultado da soma do Passivo circulante e do Passivo não circulante dividido pelo total do Patrimônio líquido.

Para informações adicionais a respeito do nosso nível de endividamento, ver Item 3.7 deste Formulário de Referência.

g) Limites de utilização dos financiamentos já contratados.

Nossos Diretores comentam que não há restrições de limites de utilização dos financiamentos já contratados.

h) Alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO
(em R\$ milhões, exceto quando diversamente indicado)

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

R\$ milhões	Exercício Social encerrado em							
	31 de dezembro de							
	2011	A.V 2011	2010	A.V 2010	2009	A.V. 2009	Varição 2010/ 2011	Varição 2009/ 2010
Receita Bruta	1.632,08	-	1.454,34	-	1.459,71	-	12,22%	-0,37%
Receitas de Mensalidades	1.608,66	-	1.435,75	-	1.443,49	-	12,04%	-0,54%
Outras	23,42	-	18,59	-	16,22	-	25,98%	14,61%
Deduções da Receita Bruta	-483,64	-	-438,18	-	-450,90	-	10,37%	-2,82%
Gratuidades - Bolsas de Estudos	-413,94	-	-381,26	-	-381,92	-	8,57%	-0,17%
Devoluções de Mensalidades e Taxas	-9,60	-	-5,12	-	-2,81	-	87,50%	82,21%
Descontos Concedidos	-10,21	-	-10,06	-	-23,06	-	1,49%	-56,37%
Impostos	-49,89	-	-41,74	-	-43,11	-	19,53%	-3,18%
Receita Líquida	1.148,44	100,00%	1.016,16	100,00%	1.008,81	100,00%	13,02%	0,73%
Custo dos Serviços Prestados	-765,54	-66,66%	-692,26	-68,13%	-696,40	-69,03%	10,59%	-0,59%
Lucro Bruto	382,90	33,34%	323,90	31,87%	312,41	30,97%	18,22%	3,68%
Despesas/Receitas Operacionais	-310,73	-27,06%	-274,78	-27,04%	-266,67	-26,43%	13,08%	3,04%
Comerciais	-113,83	-9,91%	-95,43	-9,39%	-73,85	-7,32%	19,28%	29,22%
Gerais e Administrativas	-196,90	-17,14%	-179,35	-17,65%	-192,82	-19,11%	9,79%	-6,99%
Outras Receitas Operacionais	12,09	1,05%	11,41	1,12%	7,96	0,79%	5,96%	43,34%
Outras Despesas Operacionais	-3,45	-0,30%	-1,03	-0,10%	-0,43	-0,04%	234,95%	139,53%
Resultado das Atividades não Continuadas	-3,45	-0,30%	-1,03	-0,10%	-0,43	-0,04%	234,95%	139,53%
Resultado Financeiro	-5,59	-0,49%	14,33	1,41%	15,03	1,49%	-139,01%	-4,66%
Receitas Financeiras	23,88	2,08%	30,54	3,01%	29,99	2,97%	-21,81%	1,83%
Despesas Financeiras	-29,47	-2,57%	-16,21	-1,60%	-14,96	-1,48%	81,80%	8,36%
Resultado Antes de Imposto de Renda e da Contribuição Social	75,22	6,55%	73,83	7,27%	68,30	6,77%	1,88%	8,10%
IR e Contribuição Social	-5,07	-0,44%	6,83	0,67%	-4,93	-0,49%	-174,23%	-238,54%
Lucro Líquido do Exercício	70,15	6,11%	80,66	7,94%	63,37	6,28%	-13,03%	27,28%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

R\$ milhões	Período de nove meses encerrado em				
	30 de setembro de				
	2012	A.V 2012	2011	A.V 2011	Variação 2011/ 2012
Receita Bruta	1.468,23	-	1.221,10	-	20,24%
Receitas de Mensalidades	1.449,89	-	1.201,71	-	20,65%
Outras	18,34	-	19,39	-	-5,38%
Deduções da Receita Bruta	(446,61)	-	(367,09)	-	21,66%
Gratuidades - Bolsas de Estudos	(389,46)	-	(314,24)	-	23,94%
Devoluções de Mensalidades e	(6,85)	-	(7,18)	-	-4,62%
Taxas					
Descontos Concedidos	(5,02)	-	(8,83)	-	-43,12%
Impostos	(45,28)	-	(36,84)	-	22,92%
Receita Líquida	1.021,62	100,00%	854,01	100,00%	19,63%
Custo dos Serviços Prestados	(637,74)	-62,42%	(571,26)	-66,89%	11,64%
Lucro Bruto	383,88	37,58%	282,75	33,11%	35,77%
Despesas/Receitas Operacionais	(273,78)	-26,80%	(217,04)	-25,41%	26,14%
Com Vendas	(119,72)	-11,72%	(82,75)	-9,69%	44,67%
Gerais e Administrativas	(154,06)	-15,08%	(134,29)	-15,72%	14,72%
Outras Receitas Operacionais	9,65	0,94%	7,40	0,87%	30,30%
Outras Despesas Operacionais	(0,12)	-0,01%	(2,24)	-0,26%	-94,81%
Resultado das Atividades não	(0,12)	-0,01%	(2,24)	-0,26%	-94,81%
Continuadas					
Resultado Financeiro	(21,74)	-2,13%	(2,76)	-0,32%	689,43%
Receitas Financeiras	18,79	1,84%	18,22	2,13%	3,10%
Despesas Financeiras	(40,53)	-3,97%	(20,98)	-2,46%	93,21%
Resultado Antes de Imposto de Renda e	97,89	9,58%	68,11	7,98%	43,73%
da Contribuição Social					
IR e Contribuição Social	(3,10)	-0,30%	(0,35)	-0,04%	-806,31%
Lucro Líquido do Período	94,79	9,28%	67,76	7,93%	39,88%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Resultados referentes ao período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012 comparados com os Resultados referentes ao período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011

Receita Bruta

A receita bruta aumentou 20,24% ou R\$247,14 milhões, passando de R\$1.221,10 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para R\$1.468,23 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, devido, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento da receita de mensalidades, que totalizou R\$1.449,89 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012 e R\$1.201,71 milhões no mesmo período de 2011. Nosso Diretores esclarecem que esse aumento decorreu em função do aumento da base de alunos (aumento de 11,5% na base de alunos de ensino presencial e aumento de 31,3% na base de alunos de ensino a distância) associado ao aumento do ticket médio, que por sua vez está relacionado ao reajuste pela inflação de nossas mensalidades. Segundo nosso Diretores, o aumento da base de alunos é resultado dos esforços mais eficientes em marketing e publicidade, além da maior percepção de qualidade do produto pelos nossos alunos. A receita líquida das empresas adquiridas em 2012, no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, foi R\$13,22 milhões.

Deduções da Receita Bruta

As deduções da receita bruta aumentaram 21,66% ou R\$79,52 milhões, passando de R\$367,09 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para R\$446,61 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012. Esse aumento deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento de R\$75,22 milhões na linha de gratuidades e bolsas de estudo (bolsas integrais e parciais concedidas aos nossos alunos) e R\$8,44 milhões na linha de impostos, em razão do crescimento da base de alunos. Adicionalmente, comentam nossos Diretores, é importante ressaltar que estes aumentos foram parcialmente compensados pela redução de R\$4,14 milhões em descontos e devoluções.

Receita Líquida

Em função dos motivos explicados acima, nossos Diretores comentam que a receita líquida aumentou 19,63% ou R\$167,61 milhões, passando de R\$854,01 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para R\$1.021,62 milhões no mesmo período de 2012.

Custo dos Serviços Prestados

O Custo dos Serviços Prestados aumentou 11,64% ou R\$66,48 milhões, passando de R\$571,26 milhões no período de nove meses findo 30 de setembro de 2011 para R\$637,74 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012. Comentam nossos Diretores, que esse aumento ocorreu em função dos seguintes itens: (i) aumento na linha de pessoal de R\$37,03 milhões devido principalmente aos acordos coletivos com os órgãos de classe; (ii) aumento de R\$9,63 milhões com aluguéis devido ao aumento do número de *campi*; (iii) aumento de despesas com material didático no valor de R\$3,29 milhões devido a maior penetração do novo modelo de ensino na base de alunos, iniciado em 2010, que fornece aos alunos todo o material didático do semestre; e (iv) aumento de R\$9,98 milhões com despesas de depreciação devido aos maiores investimentos realizados nos últimos períodos em modelo de ensino, manutenção, expansão, revitalização e aberturas de novas unidades.

Apesar do aumento no valor nominal, nossos Diretores comentam que houve ganho de 4,47 pontos percentuais na relação custo/receita líquida: em 30 de setembro de 2012 essa relação representou 62,42% da receita líquida frente a 66,89% do no período de nove meses encerrado em 30 de setembro de 2011. Comentam nossos Diretores que esse ganho decorre principalmente de: (i) redução nos custos

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

de pessoal (ganho de 4,44 pontos percentuais nos custos com pessoal); (ii) ganho de 0,55 pontos percentuais na linha de aluguéis e (iii) de 0,10 pontos percentuais em serviços de terceiros, mostrando nossa capacidade de controlar os custos e nossa disciplina e rigor nos reajustes dos aluguéis de imóveis.

Lucro Bruto

O lucro bruto aumentou 35,77% ou R\$101,14 milhões, passando de R\$282,75 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para R\$383,88 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012. Essa elevação é atribuída, principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento da base de alunos. Para o período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, a margem bruta de nossas atividades foi de 37,58%, representando um aumento de 4,47 pontos percentuais quando comparada ao mesmo período de 2011, em razão de dos ganhos de eficiência acima mencionados nas linhas de custos dos serviços prestados.

Despesas Operacionais

As comerciais com vendas aumentaram 44,67% ou R\$36,97 milhões, passando de R\$82,75 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para R\$119,72 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, devido principalmente, comentam nossos Diretores, a: (i) aumento da provisão para devedores duvidosos de 94,51%, saindo de R\$30,93 milhões em 30 de setembro de 2011 para R\$60,15 milhões em 30 de setembro de 2012, refletindo o aumento da inadimplência no período; e (ii) aumento de R\$7,74 milhões com publicidade e propaganda.

As despesas gerais e administrativas aumentaram 14,72% ou R\$19,77 milhões, passando de R\$134,29 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para R\$154,06 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012. Comentam nossos Diretores que os principais fatores desse aumento foram: (i) aumento de 33,56% ou R\$16,98 milhões em despesas com pessoal, saindo de R\$50,57 milhões em 30 de setembro de 2011 para R\$67,54 milhões em 30 de setembro de 2012, devido a acordos com órgãos de classe; e (ii) aumento de 9,87% ou R\$3,60 milhões em outras despesas gerais e administrativas, saindo de R\$36,51 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para R\$40,11 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, em função de aumentos em convênios educacionais, manutenção de softwares e condenações cíveis.

Resultado Financeiro

O resultado financeiro variou R\$18,99 milhões, passando de uma despesa de R\$2,76 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para uma despesa de R\$21,74 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012. Nossos Diretores comentam que referida variação ocorreu devido ao aumento de 93,21% ou R\$19,55 milhões nas despesas financeiras, que passaram de R\$20,98 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para R\$40,53 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, em razão, principalmente, do pagamento do serviço das dívidas contraídas em 2011, em particular as linhas de crédito com o IFC e a emissão de debêntures. Comentam nossos Diretores que a linha das receitas financeiras manteve-se estável no período com uma variação de R\$0,56 milhão.

Outras Receitas Operacionais

As outras receitas operacionais são compostas por: (i) taxas por serviços prestados aos alunos, como impressão de documentos, requerimentos de revisão de notas, requerimentos de histórico escolar, taxa de inscrição no vestibular, (ii) receitas com convênios (acordos firmados com empresas que direcionam estudantes a nossas unidades ou com terceiros que prestam seus serviços em nossas unidades); (iii) aluguéis de salas e auditórios; (iv) assim como reversões de provisões administrativas, e totalizaram R\$9,65 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, contra um montante de

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

R\$7,40 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011, representando um aumento de 30,30%, devido, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento de R\$2,44 milhões nas receitas de aluguéis.

Outras Despesas Operacionais

As outras despesas operacionais totalizaram R\$0,12 milhão no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, contra um montante de R\$2,24 milhões, no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011, integralmente relacionado à venda da Sessa em setembro de 2011 e baixas de ativo imobilizado, comentam nossos Diretores.

Resultado Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social

Conforme descrito acima, o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social aumentou 43,73% ou R\$29,78 milhões, passando de R\$68,11 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 para R\$97,89 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012. Como uma porcentagem das receitas líquidas, comentam nossos Diretores que o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social foi de 9,58% no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012 contra 7,98% no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011.

IR e Contribuição Social

A despesa com imposto de renda e a contribuição social no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012 totalizou uma despesa de R\$3,10 milhões, comparada a uma despesa de R\$0,35 milhão do mesmo período em 2011. Comentam nossos Diretores que, em 2012 foi contabilizado imposto de renda e contribuição social diferidos passivo de R\$3,17 milhões relativos à amortização fiscal do ágio proveniente das empresas incorporadas pela IREP Sociedade de Ensino Superior, Médio e Fundamental Ltda. ("IREP"), no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011.

Lucro Líquido do Período

O lucro líquido no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012 foi R\$94,79 milhões, representando um aumento de 39,88% em comparação com o mesmo período de 2011 quando o lucro líquido foi de R\$67,76 milhões, em função dos fatores descritos acima, comentam nossos Diretores.

Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 comparados com os Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010

Receita Bruta

A receita bruta aumentou 12,22%, passando de R\$1.454,34 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 para R\$1.632,08 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, devido, principalmente, ao aumento da receita de mensalidades, que totalizou R\$1.608,66 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 e R\$1.435,75 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010. Comentam nossos Diretores que esse aumento decorreu de uma alta de 3,92% na base de alunos de ensino presencial e principalmente pelo aumento de 50,02% na base de alunos de ensino à distância, que respondeu por R\$110,9 milhões da nossa Receita Bruta do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011. Ainda, nossos Diretores comentam que o aumento da base de alunos é resultado dos esforços mais eficientes em marketing e publicidade, além da maior percepção de qualidade do produto pelos nossos alunos.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Deduções da Receita Bruta

As deduções da receita bruta aumentaram 10,37%, passando de R\$438,18 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, para R\$483,64 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011. Esse aumento deve-se principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento de R\$32,68 milhões ou 8,57%, na linha de gratuidades e bolsas de ensino, em razão do crescimento da base de alunos. Ainda, comentam nossos Diretores que a linha de gratuidades e bolsas de estudo refere-se a bolsas integrais e parciais concedidas aos nossos alunos.

Receita Líquida

Em função dos motivos explicados acima, comentam nossos Diretores que a receita líquida aumentou 13,02%, passando de R\$1.016,16 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 para R\$1.148,44 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011.

Custo dos Serviços Prestados

O Custo dos Serviços Prestados aumentou 10,59% ou R\$73,28 milhões, passando de R\$692,26 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 para R\$765,54 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011. Comentam nossos Diretores que esse aumento ocorreu em função dos seguintes itens: (i) aumento de despesas com material didático no valor de R\$29,4 milhões, valor R\$12,8 milhões maior que o de 2010 devido a maior penetração do novo modelo de ensino na base de alunos, iniciado em 2010, que fornece aos alunos todo o material didático do semestre; (ii) aumento da linha de pessoal de R\$47,5 milhões, incluindo escalonamento do pagamento referente à perda da isenção da cota patronal do Instituto Nacional de Seguridade Social ("INSS"), já que com relação à Sociedade de Ensino Superior Estácio de Sá – SESES, que se tornou uma sociedade empresária, passou a incidir tal tributo de acordo com um escalonamento progressivo (pagamento de 20% a 100% do valores referentes a contribuições previdenciárias devidas do 1º ao 5º ano); e (iii) aumento de R\$6,10 milhões com aluguéis, devido ao aumento no número de campi.

Apesar do aumento no valor nominal, comentam nossos Diretores que houve ganho de 1,47 ponto percentual na relação custo/receita líquida: em 2011 essa relação representou 66,66% da receita líquida frente 68,13% em 2010.

Lucro Bruto

O lucro bruto aumentou 18,22% ou R\$59,0 milhões, passando de R\$323,90 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 para R\$382,90 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011. Essa elevação é atribuída, principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento da base de alunos. Em 2011, a margem bruta de nossas atividades foi de 33,34%, representando um aumento de 1,47 pontos percentuais quando comparada a de 2010.

Despesas Operacionais

As despesas comerciais totalizaram R\$113,83 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, um aumento de 19,28% em relação aos R\$95,43 milhões do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010. Comentam nossos Diretores que as principais variações foram: (i) aumento da provisão para devedores duvidosos de 30,8%, saindo de R\$41,6 milhões em 31 de dezembro de 2010 para R\$54,4 milhões em 31 de dezembro de 2011, refletindo o aumento da inadimplência no período; e (ii) aumento de R\$5,7 milhões com publicidade e propaganda.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$196,90 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, um aumento de R\$17,55 milhões ou 9,79% em comparação aos R\$179,35 milhões do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010. Os principais fatores desse aumento foram: (i) aumento de 4,3% nas despesas de pessoal e encargos sociais com escalonamento do INSS; (ii) aumento de 15,3% em serviços de terceiros; e (iii) aumento de 10,3% em material de consumo.

Resultado Financeiro

O resultado financeiro variou R\$19,92 milhões, passando de uma receita de R\$14,33 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 para uma despesa de R\$5,59 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011. Na linha das receitas financeiras, nossos Diretores comentam que a redução ocorreu nos rendimentos de aplicações financeiras, em função da redução do volume de caixa após a série de aquisições realizadas no início do ano. Já nas rubricas das despesas financeiras, nossos Diretores comentam que o principal fator para o aumento com relação ao ano anterior foi o início do serviço das dívidas com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social ("BNDES") referentes a FINAME e do IFC, que em 2010 eram praticamente inexistentes.

Outras Receitas Operacionais

Nossos Diretores comentam que as outras receitas operacionais estão relacionadas a taxas por serviços prestados aos alunos, como impressão de documentos, requerimentos de revisão de notas, requerimentos de histórico escolar, taxa de inscrição no vestibular, aluguéis de salas e auditórios, entre outras receitas e aumentaram 5,96%, passando de R\$11,41 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, contra um montante de R\$12,09 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 devido ao aumento na base de alunos.

Outras Despesas Operacionais

As outras despesas operacionais totalizaram R\$3,45 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, principalmente relacionadas à venda da Sessa e baixas de ativo imobilizado, contra um montante de R\$1,03 milhão no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, segundo nossos Diretores.

Resultado Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social

Nossos Diretores comentam que o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 totalizou R\$75,22 milhões, um aumento de R\$1,39 milhões ou 1,88%, quando comparado aos R\$73,83 milhões registrados no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010. Como uma porcentagem das receitas líquidas, o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social foi de 6,55% em 2011 contra 7,27% em 2010.

IR e Contribuição Social

O imposto de renda e contribuição social no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 totalizou uma despesa de R\$5,07 milhões, comparada a uma receita de R\$6,83 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010. Em 2010, comentam nossos Diretores, foi contabilizado imposto de renda e contribuição social diferidos ativo de R\$12,97 milhões decorrente, substancialmente, dos saldos de provisões para desmobilização de imóveis, provisão de contingências e mensalidades a cancelar. Em 2011, comentam nossos Diretores, foi contabilizado imposto de renda e contribuição social diferidos passivo de R\$1,8 milhões relativos à amortização fiscal do ágio proveniente das empresas incorporadas pela IREP no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Lucro Líquido do Exercício

O lucro líquido no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 foi R\$70,15 milhões, o que representou uma queda de 13,03% em comparação com o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 quando o lucro foi de R\$80,66 milhões, em razão dos motivos explicados acima, comentam nossos Diretores.

Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 comparados com os Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009

Receita Bruta

A receita bruta diminuiu 0,37%, passando de R\$1.459,71 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009 para R\$1.454,34 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, devido, principalmente, comentam nossos Diretores, à redução da receita de mensalidades, que totalizou R\$1.435,75 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 e R\$1.443,49 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009. Essas reduções decorreram, principalmente, comentam nossos Diretores, de uma queda de 6,26% na base de alunos de ensino presencial, parcialmente compensada pelo aumento de 173,38% na base de alunos de ensino à distância, lançado comercialmente no segundo semestre de 2009, que respondeu por R\$63,5 milhões da Receita Bruta do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010.

Deduções da Receita Bruta

As deduções da receita bruta diminuíram 2,82%, passando de R\$450,90 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009, para R\$438,18 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010. Essa diminuição deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, à redução de R\$13,00 milhões ou 56,37% em descontos concedidos, em razão da política mais restritiva na concessão de descontos que adotamos a partir de dezembro de 2008.

Receita Líquida

Em função dos motivos explicados acima, comentam nossos Diretores, a receita líquida aumentou 0,73%, passando de R\$1.008,81 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009 para R\$1.016,16 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010.

Custo dos Serviços Prestados

O Custo dos Serviços Prestados totalizou R\$692,26 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, apresentando uma queda de R\$4,14 milhões ou 0,59% em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 devido, comentam nossos Diretores, à redução de R\$5,5 milhões em custo de pessoal e encargos, em função do melhor gestão no custo docente explicado anteriormente, e à redução em aluguéis devido em função da nossa política mais rígida nas negociações de contrato de aluguéis. Essa queda ocorreu apesar (i) do aumento de R\$15,5 milhões em despesas com material didático, passando de R\$1,04 milhão no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009 para R\$16,54 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010; (ii) do aumento do escalonamento do pagamento de valores devidos ao INSS de R\$8,55 milhões. Ainda, nossos Diretores comentam que o INSS da Sociedade de Ensino Superior Estácio de Sá – SESES passou a incidir de acordo com um escalonamento progressivo (pagamento de 20% a 100% do tributo devido do 1º ao 5º ano).

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Lucro Bruto

O lucro bruto no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 foi de R\$323,90 milhões, representando um aumento de 3,68% em comparação com R\$312,41 milhões do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009. Essa elevação é atribuída, principalmente, comentam nossos Diretores, à redução no valor das deduções. No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, nossos Diretores comentam que a margem bruta de nossas atividades foi de 31,87%, representando um aumento de 0,90 pontos percentuais quando comparada ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009.

Despesas Operacionais

As despesas comerciais totalizaram R\$95,43 milhões, um aumento de 29,22% em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009. Nossos diretores esclarecem que as principais variações foram: (i) queda da provisão para devedores duvidosos de 5,02%, saindo de R\$43,8 milhões ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009 para R\$41,6 milhões ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, em linha com a política de provisionamento de 100% das contas a receber vencidas há mais de 180 dias, demonstrando melhora da inadimplência; e (ii) aumento de 12,53% nas despesas com publicidade e propaganda.

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$179,35 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, uma queda de R\$13,47 milhões ou 6,99% em comparação aos R\$192,82 milhões do exercício social encerrado em 31 de dezembro 2009. Nossos Diretores comentam que as principais fatores dessa queda foram: (i) queda em serviços de terceiros; e (ii) queda em material de consumo.

Resultado Financeiro

O resultado financeiro diminuiu de R\$15,03 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009 para R\$14,33 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, uma variação de R\$0,70 milhões, permanecendo praticamente estável no período analisado, comentam nossos Diretores.

Outras Receitas Operacionais

Nossos Diretores comentam que as outras receitas operacionais estão relacionadas a taxas por serviços prestados aos alunos, como impressão de documentos, requerimentos de revisão de notas, requerimentos de histórico escolar, taxa de inscrição no vestibular, aluguéis de salas e auditórios, entre outras receitas e aumentaram 43,34%, passando de R\$7,96 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009 para um montante de R\$11,41 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010.

Outras Despesas Operacionais

Nossos Diretores comentam que as outras despesas operacionais totalizaram R\$1,03 milhão no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, principalmente relacionadas a baixa do ativo imobilizado, contra um montante de R\$430 mil no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009.

Resultado Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social

O resultado antes do imposto de renda e da contribuição social aumentou 8,10% ou R\$5,53 milhões, passando de R\$68,30 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009 para R\$73,83 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 devido principalmente a redução nas deduções. Como uma porcentagem das receitas líquidas, nossos Diretores comentam que o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social foi de 7,27% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 contra 6,77% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*IR e Contribuição Social*

O imposto de renda e contribuição social no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 totalizou uma receita de R\$6,83 milhões, comparados a uma despesa de R\$4,93 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009. Nossos Diretores comentam que foi contabilizado no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 imposto de renda e contribuição social diferidos ativo de R\$12,97 milhões decorrente, substancialmente, dos saldos de provisões para desmobilização de imóveis, provisão de contingências e mensalidades a cancelar.

Lucro Líquido do Exercício

O lucro líquido no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 foi de R\$80,66 milhões, o que representa um aumento de 27,28% em comparação com o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2009, quando o lucro líquido foi de R\$63,37 milhões, em razão dos motivos descritos acima, comentam nossos Diretores.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**BALANÇO PATRIMONIAL****(em R\$ milhões, exceto quando diversamente indicado)**

	2011	Análise Vertical 2011	2010	Análise Vertical 2010	2009	Análise Vertical 2009	Var 2010/2011	Var 2009/2010
Ativo Circulante	492,24	46,06%	390,43	48,53%	350,48	50,92%	26,08%	11,40%
Caixa e equivalentes de caixa	21,86	2,05%	44,73	5,56%	51,30	7,45%	-51,13%	-12,81%
Títulos e valores mobiliários	147,57	13,81%	120,69	15,00%	149,73	21,75%	22,27%	-19,39%
Contas a receber	244,07	22,84%	156,42	19,44%	117,98	17,14%	56,04%	32,58%
Contas a compensar - Sistema FIES	16,68	1,56%	14,53	1,81%	0,91	0,13%	14,80%	1496,70%
Adiantamentos a funcionários/terceiros	17,47	1,63%	6,21	0,77%	11,20	1,63%	181,32%	-44,55%
Partes relacionadas	0,26	0,02%	7,05	0,88%	0,21	0,03%	-96,31%	3257,14%
Despesas antecipadas	10,32	0,97%	9,96	1,24%	4,22	0,61%	3,61%	136,02%
Outros	34,01	3,18%	30,84	3,83%	14,93	2,17%	10,28%	106,56%
Ativo Não-Circulante	576,48	53,94%	414,11	51,47%	337,85	49,08%	39,21%	22,57%
Despesas antecipadas	0,66	0,06%	2,17	0,27%	2,20	0,32%	-69,59%	-1,36%
Partes relacionadas	-	0,00%	3,15	0,39%	2,68	0,39%	-100,00%	17,54%
Depósitos judiciais	63,56	5,95%	38,08	4,73%	20,70	3,01%	66,91%	83,96%
Impostos diferidos	13,37	1,25%	15,34	1,91%	2,37	0,34%	-12,84%	547,26%
Outros	7,00	0,65%	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	0,00%
Outros	0,23	0,02%	7,73	0,96%	0,23	0,03%	-97,02%	3260,87%
Imobilizado	263,80	24,68%	210,96	26,22%	192,02	27,90%	25,05%	9,86%
Intangível	227,86	21,32%	136,68	16,99%	117,65	17,09%	66,71%	16,18%
Total do ativo	1.068,72	100,00%	804,54	100,00%	688,33	100,00%	32,84%	16,88%
Passivo e patrimônio líquido								
Circulante	134,68	12,60%	139,50	17,34%	163,14	23,70%	-3,46%	-14,49%
Empréstimos e financiamentos	6,55	0,61%	1,76	0,22%	4,72	0,69%	272,16%	-62,71%
Fornecedores	18,20	1,70%	17,85	2,22%	17,62	2,56%	1,96%	1,31%
Salários e encargos sociais	57,50	5,38%	58,01	7,21%	59,13	8,59%	-0,88%	-1,89%
Obrigações tributárias	15,63	1,46%	18,87	2,35%	15,53	2,26%	-17,17%	21,51%
Mensalidades recebidas antecipadamente	8,97	0,84%	18,89	2,35%	30,26	4,40%	-52,51%	-37,57%
Parcelamento de tributos	0,22	0,02%	0,28	0,03%	0,47	0,07%	-21,43%	-40,43%
Dividendos a pagar	16,66	1,56%	19,16	2,38%	30,53	4,44%	-13,05%	-37,24%
Compromissos a pagar	5,37	0,50%	1,50	0,19%	1,32	0,19%	258,00%	13,64%
Outros	5,58	0,52%	3,18	0,40%	3,56	0,52%	75,47%	-10,67%
Não circulante	315,11	29,48%	79,14	9,84%	71,74	10,42%	298,17%	10,32%
Empréstimos e financiamentos	247,85	23,19%	7,76	0,96%	0,85	0,12%	3093,94%	812,94%
Provisão para contingências	32,42	3,03%	36,45	4,53%	33,27	4,83%	-11,06%	9,56%
Adiantamento de convênio	14,91	1,40%	20,69	2,57%	23,57	3,42%	-27,94%	-12,22%
Parcelamento de tributos	4,43	0,41%	1,51	0,19%	1,78	0,26%	193,38%	-15,17%
Impostos diferidos	1,81	0,17%	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	0,00%
Provisão com obrigações desmobilização de ativos	13,69	1,28%	12,73	1,58%	12,27	1,78%	7,54%	3,75%
Patrimônio líquido	618,93	57,91%	585,90	72,82%	453,45	65,88%	5,64%	29,21%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Capital social	364,39	34,10%	360,44	44,80%	295,24	42,89%	1,10%	22,08%
Gastos com emissão de ações	(2,82)	-0,26%	(0,31)	-0,04%	-	0,00%	809,68%	0,00%
Reservas de capital	109,76	10,27%	106,85	13,28%	100,40	14,59%	2,72%	6,42%
Ações em tesouraria	(6,35)	-0,59%	(0,30)	-0,04%	-	0,00%	2016,67%	0,00%
Reservas de lucros	153,95	14,41%	100,46	12,49%	58,11	8,44%	53,25%	72,88%
Ajustes de avaliação patrimonial	-	0,00%	(0,40)	-0,05%	(0,30)	-0,04%	-100,00%	33,33%
Dividendo adicional proposto	-	0,00%	19,16	2,38%	-	0,00%	-100,00%	0,00%
Total do passivo e patrimônio líquido	1.068,72	100,00%	804,54	100,00%	688,33	100,00%	32,84%	16,88%

	30/9/2012	Análise Vertical 2012	31/12/2011	Análise Vertical 2011	Variação 2011/2012
Ativo Circulante	542,74	43,80%	492,24	46,06%	10,26%
Caixa e equivalente de caixa	11,76	0,95%	21,86	2,05%	-46,20%
Títulos e Valores Mobiliários	172,01	13,88%	147,57	13,81%	16,56%
Contas a receber	264,47	21,34%	244,07	22,84%	8,36%
Contas a compensar	15,00	1,21%	16,68	1,56%	-10,07%
Adiantamentos a funcionários/terceiros	23,24	1,88%	17,47	1,63%	33,03%
Partes relacionadas	0,26	0,02%	0,26	0,02%	0,00%
Despesas antecipadas	23,19	1,87%	10,32	0,97%	124,71%
Impostos e contribuições	15,46	1,25%	12,82	1,20%	20,59%
Outros	17,35	1,40%	21,19	1,98%	-18,12%
Ativo Não-Circulante	696,46	56,20%	576,48	53,94%	20,81%
Despesas antecipadas	0,71	0,06%	0,66	0,06%	7,58%
Depósitos judiciais	80,40	6,49%	63,56	5,95%	26,49%
Impostos diferidos	13,48	1,09%	13,37	1,25%	0,82%
Impostos e contribuições	8,99	0,73%	5,47	0,51%	64,35%
Outros	8,27	0,67%	1,53	0,14%	440,52%
Investimentos	0,23	0,02%	0,23	0,02%	0,00%
Imobilizado	279,81	22,58%	263,80	24,68%	6,07%
Intangível	304,57	24,58%	227,86	21,32%	33,67%
TOTAL DO ATIVO	1.239,20	100,00%	1.068,72	100,00%	15,95%
Passivo Circulante	178,23	14,38%	134,68	12,60%	32,34%
Empréstimos e Financiamentos	17,83	1,44%	6,55	0,61%	172,21%
Fornecedores	30,39	2,45%	18,20	1,70%	66,98%
Salários e encargos sociais	91,21	7,36%	57,50	5,38%	58,63%
Obrigações tributárias	15,14	1,22%	15,63	1,46%	-3,13%
Mensalidades recebidas antecipadamente	5,36	0,43%	8,97	0,84%	-40,25%
Adiantamento de convênio	2,89	0,23%	2,89	0,27%	0,00%
Parcelamento de Tributos	0,96	0,08%	0,22	0,02%	336,36%
Dividendos a pagar	0,01	0,00%	16,66	1,56%	-99,94%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Compromissos a pagar	11,96	0,97%	5,37	0,50%	122,72%
Outros	2,48	0,20%	2,69	0,25%	-7,81%
Passivo Não Circulante	344,24	27,78%	315,11	29,49%	9,24%
Empréstimos e Financiamentos	269,88	21,78%	247,85	23,19%	8,89%
Provisão para contingências	23,47	1,89%	32,42	3,03%	-27,61%
Adiantamento de convênio	12,75	1,03%	14,91	1,40%	-14,50%
Parcelamento de Tributos	8,71	0,70%	4,43	0,41%	96,57%
Provisão para desmobilização de ativos	13,89	1,12%	13,69	1,28%	1,46%
Impostos diferidos	3,17	0,26%	1,81	0,17%	75,14%
Compromissos a pagar	12,37	1,00%	-	0,00%	100,00%
Patrimônio Líquido	716,73	57,84%	618,93	57,91%	15,80%
Capital Social	366,50	29,58%	361,57	33,83%	1,36%
Reservas de capital	112,84	9,11%	109,76	10,27%	2,81%
Reservas de lucro	153,95	12,42%	153,95	14,41%	0,00%
Lucros Acumulados	94,79	7,65%	-	0,00%	100,00%
Ações em Tesouraria	(11,35)	-0,92%	(6,35)	-0,59%	78,74%
TOTAL DO PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.239,20	100,00%	1.068,72	100,00%	15,95%

Balanço Patrimonial em 30 de setembro de 2012 comparado com o Balanço Patrimonial em 31 de dezembro de 2011***Ativo Circulante****Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários*

Em 30 de setembro de 2012, os caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários da Companhia totalizaram R\$183,77 milhões, comparados a R\$169,43 milhões em 31 de dezembro de 2011, uma redução de R\$14,34 milhões, ou de 7,8% em função do maior consumo de caixa decorrente das aquisições realizadas ao longo do ano, comentam nossos Diretores.

Contas a receber

Em 30 de setembro de 2012, o total de contas a receber no ativo circulante da Companhia era de R\$264,47 milhões, comparados com R\$244,07 milhões em 31 de dezembro de 2011, representando um aumento de R\$20,40 milhões, comentam nossos Diretores.

Em R\$ mil	Consolidado	
	Em 30/09/2012	Em 31/12/2011
FIES	44.988	36.452
Mensalidades de alunos	251.507	241.384
Acordos a receber	29.835	26.430
Cartões a receber	25.283	12.165
Taxas a receber	-	4.379
Créditos a identificar	(5.257)	(7.448)
Provisão para devedores duvidosos	(81.889)	(69.292)

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Ativo Não-Circulante

Ativo Não-Circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível

Em 30 de setembro de 2012, o ativo não-circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível da Companhia totalizava R\$111,84 milhões, comparados a R\$84,59 milhões em 31 de dezembro de 2011. A variação de R\$27,25 milhões deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento de R\$16,84 milhões em depósitos judiciais, R\$3,52 milhões em impostos e contribuições devido a reclassificação entre Circulante e Longo Prazo e R\$6,74 milhões em Outros que consiste na reclassificação entre Circulante e Longo Prazo de parte do valor a receber com a venda da carteira de 2009 e 2010.

Investimentos, imobilizado e intangível

Em 30 de setembro de 2012, o saldo de investimentos, imobilizado e intangível da Companhia totalizou R\$584,61 milhões, comparados a R\$491,89 milhões em 31 de dezembro de 2011, a variação de R\$92,72 milhões deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, aos aumentos de R\$76,71 milhões no ativo intangível e R\$16,01 milhões no ativo imobilizado. A variação do ativo intangível foi influenciada, principalmente, pelo aumento de R\$60,20 milhões do ágio na aquisição das adquiridas, aumento de R\$8,00 milhões no projeto central de ensino e de R\$6,12 milhões em softwares, comentam nossos Diretores. No ativo imobilizado as principais variações foram o aumento de R\$7,81 milhões em benfeitorias em imóveis de terceiros e R\$7,47 milhões em *tablets*, comentam nossos Diretores.

Passivo Circulante

Empréstimos e Financiamentos

Em 30 de setembro de 2012, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do passivo circulante totalizavam R\$17,83 milhões, representando um aumento de R\$11,28 milhões em relação ao saldo em 31 de dezembro de 2011 em função, principalmente, da emissão de debêntures, das opções de recompra de ações e da reclassificação da dívida do IFC realizada entre o curto e o longo prazo.

Fornecedores

Em 30 de setembro de 2012, a rubrica fornecedor totalizou R\$30,40 milhões, representando um aumento de R\$12,19 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011. Esse aumento deu-se em função do alongamento do prazo de pagamento da Companhia, comentam nossos Diretores.

Obrigações Tributárias

Em 30 de setembro de 2012, obrigações tributárias totalizavam R\$15,14 milhões, representando uma diminuição de R\$0,49 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, em função, principalmente, comentam nossos Diretores, do aumento de R\$0,37 milhão em IR sobre folha de pagamento e redução de R\$1,09 milhão em contribuição social sobre o lucro líquido a recolher.

Compromissos a Pagar

Em 30 de setembro de 2012, compromissos a pagar totalizavam R\$11,96 milhões, representando um aumento de R\$6,59 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, devido às novas aquisições realizadas pela Companhia, comentam nossos Diretores.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais***Passivo Exigível a Longo Prazo******Empréstimos e Financiamentos***

Em 30 de setembro de 2012, os empréstimos e financiamentos do passivo exigível a longo prazo totalizavam R\$269,88 milhões, um aumento de R\$22,03 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, em função, principalmente, comentam nossos Diretores, da emissão de debêntures, no valor de R\$200 milhões e do empréstimo junto ao IFC.

Parcelamento de Tributos

Em 30 de setembro de 2012, os parcelamentos de tributos do passivo exigível a longo prazo totalizavam R\$8,71 milhões, um aumento de R\$4,23 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, devido ao aumento nos parcelamentos de impostos, comentam nossos Diretores.

Compromissos a pagar

O aumento do saldo de R\$12,37 milhões deve-se à reclassificação entre curto e longo prazo relacionada às novas aquisições, comentam nossos Diretores.

Patrimônio Líquido

Em 30 de setembro de 2012, o patrimônio líquido da Companhia totalizava R\$716,72 milhões, um aumento de R\$97,80 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, devido ao aumento de R\$4,93 milhões do capital social e R\$3,08 milhões nas reservas de capital, além do reconhecimento do resultado do período no montante de R\$94,79 milhões em lucros acumulados, comentam nossos Diretores.

Balanço Patrimonial referente em 31 de Dezembro de 2011 comparado com o Balanço Patrimonial em 31 de Dezembro de 2010***Ativo Circulante******Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários***

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, o saldo de caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários da Companhia totalizaram R\$169,43 milhões, comparados a R\$165,42 milhões em 31 de dezembro de 2010, um aumento de R\$4,01 milhões, ou de 2,43%.

Contas a receber

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, o total de contas a receber no ativo circulante da Companhia era de R\$244,07 milhões, comparados com R\$156,42 milhões em 31 de dezembro de 2010, representando um aumento de R\$87,65 milhões.

Em R\$ mil	Consolidado	
	31/12/2011	31/12/2010
FIES	36.452	15.302
Mensalidades de alunos	241.384	157.436

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Acordos a receber	26.430	26.938
Cartões a receber	12.165	6.930
Taxas a receber	4.379	4.407
Créditos a identificar	(7.448)	(9.207)
Provisão para devedores duvidosos	(69.292)	(45.384)

Ativo Não-Circulante***Ativo Não-Circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível***

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, o ativo não-circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível da Companhia totalizava R\$84,59 milhões, comparados a R\$58,74 milhões em 31 de dezembro de 2010. A variação de R\$25,85 milhões deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento de R\$25,48 milhões em depósito judiciais.

Investimentos, imobilizado e intangível

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, os investimentos, imobilizado e intangível da Companhia totalizaram R\$491,89 milhões, comparados a R\$355,37 milhões em 31 de dezembro de 2010. A variação de R\$136,52 milhões deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, aos aumentos de R\$91,18 milhões no ativo intangível e de R\$52,84 milhões no ativo imobilizado, compensados parcialmente pelas amortizações e depreciações normais da conta.

Passivo Circulante***Empréstimos e Financiamentos***

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do passivo circulante totalizavam R\$6,55 milhões, representando um aumento de R\$4,79 milhões em relação a 31 de dezembro de 2010.

Dividendos a Pagar

Os dividendos a pagar referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2010 foram pagos em 6 de maio de 2011, comentam nossos Diretores.

Passivo Exigível a Longo Prazo***Empréstimos e Financiamentos***

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do não circulante totalizavam R\$247,85 milhões, um aumento de R\$240,09 milhões em relação a 31 de dezembro de 2010, em função, principalmente, da emissão de debêntures, no valor de R\$200 milhões e do empréstimo junto ao IFC, no valor de R\$48,5 milhões.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Patrimônio Líquido

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, o patrimônio líquido da Companhia totalizava R\$618,93 milhões, um aumento de R\$33,03 milhões em relação a 31 de dezembro de 2010 em função principalmente do resultado do exercício de 2011, que foi compensado parcialmente pelos dividendos pagos e propostos.

Balanço Patrimonial referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2010 comparado com o Balanço Patrimonial referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2009

Ativo Circulante

Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários

Em 31 de dezembro de 2010, comentam nossos Diretores, o caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários da Companhia totalizou R\$165,42 milhões, comparados a R\$201,03 milhões em 31 de dezembro de 2009, uma redução de R\$35,61 milhões, ou de 17,71%, principalmente, devido: (i) ao pagamento de dividendos no montante de R\$30,5 milhões, contra os R\$17,9 milhões realizados no segundo trimestre de 2009; (ii) ao pagamento adiantado das férias coletivas de professores (realizado antecipadamente em junho); e (iii) à adequação da data de vencimento das mensalidades para o quinto dia útil de cada mês e posterior eliminação de descontos por antecipação.

Contas a receber

Em 31 de dezembro de 2010, comentam nossos Diretores, o total de contas a receber no ativo circulante da Companhia era de R\$156,42 milhões, comparados com R\$117,98 milhões em 31 de dezembro de 2009, representando um aumento de R\$38,44 milhões.

	Consolidado	
Em R\$ mil	31/12/2010	31/12/2009
FIES	15.302	2.270
Mensalidades de alunos	157.436	166.328
Acordos a receber	26.938	27.671
Cartões a receber	6.930	2.666
Taxas a receber	4.407	881
Créditos a identificar	(9.207)	(3.052)
Provisão para devedores duvidosos	(45.384)	(78.782)

Ativo Não-Circulante

Ativo Não-Circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível

Em 31 de dezembro de 2010, comentam nossos Diretores, o ativo não-circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível da Companhia totalizava R\$58,74 milhões, comparados a R\$27,95 milhões em 31 de dezembro de 2009. A variação de R\$30,79 milhões deve-se, principalmente, aos aumentos de R\$17,38 milhões em depósito judiciais e de R\$12,97 milhões em imposto de renda e contribuição social diferidos.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais***Investimentos, imobilizado e intangível***

Em 31 de dezembro de 2010, comentam nossos Diretores, o saldo de investimentos, imobilizado e intangível da Companhia totalizou R\$355,37 milhões, comparados a R\$309,90 milhões em 31 de dezembro de 2009. A variação de R\$45,47 milhões deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, aos aumentos de R\$19,03 milhões no ativo intangível e de R\$18,94 milhões no ativo imobilizado, parcialmente compensados pelas as amortizações e depreciações normais da conta.

Passivo Circulante***Empréstimos e Financiamentos***

Em 31 de dezembro de 2010, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do passivo circulante totalizavam R\$1,76 milhão, representando uma redução de R\$2,96 milhões em relação a 31 de dezembro de 2009. Os empréstimos e financiamentos da Companhia compõem-se, basicamente, comentam nossos Diretores, de contratos de arrendamento mercantil, e a conta varia em função das amortizações dos contratos de arrendamento mercantil.

Dividendos a Pagar

Os dividendos a pagar em 31 de dezembro de 2009 foram pagos em 29 de abril de 2010, comentam nossos Diretores.

Passivo Exigível a Longo Prazo***Empréstimos e Financiamentos***

Em 31 de dezembro de 2010, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do passivo não circulante totalizavam R\$7,76 milhões, um aumento de R\$6,91 milhões em relação a 31 de dezembro de 2009, em função do contrato FINAME e à capitalização das despesas de *leasing* de equipamentos.

Patrimônio Líquido

Em 31 de dezembro de 2010, comentam nossos Diretores, o patrimônio líquido da Companhia totalizava R\$585,90 milhões, um aumento de R\$132,45 milhões em relação a 31 de dezembro de 2009, decorrente principalmente de lucro líquido do exercício de 2010 de R\$ 80,7 milhões e do aumento de capital no montante de R\$65,2 milhões, que foi compensado parcialmente pelos dividendos propostos de R\$ 19,2 milhões.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**FLUXO DE CAIXA**

(R\$ milhões)	Exercício Social encerrado em 31 de Dezembro de				
	2011 ⁽¹⁾	2010	2009	Variação 2010/2011	Variação 2009/2010
Caixa Líquido Atividades Operacionais	-49,1	-1,8	71,7	2.627,78%	-102,46%
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-162,2	-42,7	-33,9	279,86%	26,00%
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	188,4	37,9	-24,6	397,10%	-254,38%
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes de caixa	-22,9	-6,6	13,2	248,10%	-149,89%
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes de caixa	44,7	51,3	38,1	-12,81%	34,54%
Saldo Final de Caixa e Equivalentes de caixa	21,9	44,7	51,3	-51,13%	-12,81%

(R\$ milhões)	Período de nove meses encerrado em 30 de setembro de		
	2012	2011 ⁽¹⁾	Variação 2011/2012
Caixa Líquido Atividades Operacionais	101,1	2,9	3.386,21%
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-118,9	9,1	-1.406,59%
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	7,7	-3,0	-306,67%
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes de caixa	-10,1	9,0	-212,22%
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes de caixa	21,9	44,7	-51,01%
Saldo Final de Caixa e Equivalentes de caixa	11,8	53,7	-78,03%

(1) conforme descrito na Nota 2.1 das demonstrações financeiras do exercício social findo 31 de dezembro de 2011, as demonstrações do fluxo de caixa para o exercício findo em 31 de dezembro de 2011 foram reapresentadas para corrigir a apresentação de certas transações entres os fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimento e de financiamento. As demonstrações dos fluxos de caixa para o período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 também foram reapresentadas por motivos similares.

Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao período de nove meses findo em 30 de Setembro de 2012 comparado com a Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao período de nove meses findo em 30 de Setembro de 2011.

Caixa Líquido Atividades Operacionais

O caixa líquido das atividades operacionais da Companhia totalizava R\$101,1 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, um aumento de R\$98,2 milhões em relação ao período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011, explicado basicamente pelo aumento da base alunos e melhora dos indicadores financeiros da Companhia, comentam nossos Diretores.

Caixa Líquido Atividades de Investimento

O caixa líquido utilizado nas atividades de investimento no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, comentam nossos Diretores, totalizou R\$118,9 milhões e no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 foi positivo em R\$9,1 milhões, representando uma variação negativa de

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

R\$128,0 milhões. A variação de entre os períodos deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, à redução em aplicações financeiras, devido a alta geração de caixa operacional no ano.

Caixa Líquido Atividades Financiamento

No período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, comentam nossos Diretores, o caixa líquido gerado pelas atividades de financiamento foi R\$7,7 milhões, comparados a -R\$3,0 milhões no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011, representando uma variação de R\$10,7 milhões, principalmente em razão da redução de captação de empréstimos e financiamentos no valor de R\$18,5 milhões e na redução de dividendos distribuídos no valor de R\$21,7 milhões. Em 2012, comentam nossos Diretores, ainda não houve a distribuição de dividendos, pois a mesma ocorre no encerramento do exercício.

Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2011 comparado com a Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2010

Caixa Líquido Atividades Operacionais

Em 2011, comentam nossos Diretores, o caixa líquido usado nas atividades operacionais totalizou R\$ 49,1 milhões, um aumento de R\$47,3 milhões em relação a 2010, principalmente em razão do aumento da base de alunos e do ticket médio, impactado nosso contas a receber, comentam nossos Diretores.

Caixa Líquido Atividades de Investimento

O caixa líquido aplicado nas atividades de investimento em 2011 totalizou de R\$162,2 milhões e foi de R\$42,7 milhões em 2010, representando um aumento de R\$119,5 milhões, tendo como principais impactos o ágio pago na aquisição de participações acionárias, assim como a aquisição de imobilizado e intangíveis, comentam nossos Diretores.

Caixa Líquido Atividades Financiamento

Em 2011, comentam nossos Diretores, o caixa líquido gerado nas atividades de financiamento foi de R\$188,4 milhões, comparados a R\$37,9 milhões em 2010, representando um aumento de R\$150,5 milhões, principalmente em razão do aumento de R\$227,5 milhões na linha de empréstimos e financiamentos, parcialmente compensado pela redução de R\$61,3 milhões de aumento de capital.

Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2010 comparado com a Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2009

Caixa Líquido Atividades Operacionais

Em 2010, comentam nossos Diretores, o caixa líquido usado nas atividades operacionais da Companhia totalizou R\$1,8 milhões, uma redução de R\$73,4 milhões em relação à 2009 quando houve um caixa gerado pelas atividades operacionais de R\$71,7 milhões.

Essa redução ocorreu, comentam nossos Diretores, principalmente, pelo aumento em contas a receber, motivado pela redução da provisão para crédito de liquidação duvidosa, ocasionada pela recuperação de inadimplência, aumento em outros ativos.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais***Caixa Líquido Atividades de Investimento***

O caixa líquido aplicado nas atividades de investimento em 2010 totalizou R\$42,7 milhões e R\$33,9 milhões em 2009, representando um aumento de R\$8,8 milhões, decorrente principalmente pelo aumento no imobilizado e no intangível que foi compensado parcialmente pelo aumento nas aplicações financeiras, comentam nossos Diretores.

Caixa Líquido Atividades Financiamento

Em 2010, comentam nossos Diretores, o caixa líquido gerado nas atividades de financiamento foi de R\$37,9 milhões, e em 2009 foram aplicados R\$24,6 milhões nas atividades de financiamento, representando uma variação de R\$62,5 milhões, principalmente em razão do aumento de capital de R\$65,2 milhões em 2010.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

a) Resultados das operações do emissor, em especial:

i. Descrição de quaisquer componentes importantes da receita

Esclarecem nossos Diretores que nossa receita bruta é composta pelos seguintes itens:

Mensalidades: A maior parte da nossa receita bruta provém das mensalidades cobradas pelos cursos de graduação tradicional, graduação tecnológica, extensão, especialização e pós-graduação, que são oferecidos aos nossos alunos. Os cursos são vendidos em módulos de seis meses, parcelados em seis mensalidades, com pagamento no início de cada mês, sendo o pagamento da primeira parcela considerado a confirmação da matrícula no semestre. Parte significativa da receita (aproximadamente 90%) decorre de cursos de graduação.

Outras receitas: O restante de nossa receita bruta provém das taxas por serviços prestados aos alunos, como impressão de documentos, requerimentos de revisão de notas, requerimentos de histórico escolar, taxa de inscrição no vestibular, aluguéis de salas e auditórios, entre outras receitas.

ii. Fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais

Fatores Macroeconômicos

Nossos Diretores comentam que a nossa situação financeira e o resultado das nossas operações são influenciados por fatores como: (i) o desenvolvimento macroeconômico brasileiro; (ii) a taxa de desemprego; (iii) a disponibilidade de crédito; (iv) inflação, (v) nível de juros básicos; e (vi) o nível de renda da população. Variáveis como desenvolvimento macroeconômico brasileiro, a taxa de desemprego e média salarial podem afetar, positivamente ou negativamente, a nossa receita, uma vez que impactam diretamente o poder de consumo de nossos clientes. Também podem incorrer em variações, positivas ou negativas, em nossos custos operacionais e despesas administrativas e comerciais devido à oferta e demanda de mão de obra. A disponibilidade de crédito e o nível dos juros básicos podem afetar, positivamente ou negativamente, nossas despesas financeiras, bem como nossa capacidade de investimento no curto e médio prazo.

Exceto pela inflação e taxas de juros básicos, nossos Diretores comentam que não é possível aferir quantitativamente o impacto dos fatores macroeconômicos citados acima em nossa atividade, muito embora não seja possível afastar completamente potencial relevância indireta destes para o desenvolvimento de qualquer negócio no médio e longo prazo. Em relação à inflação e taxas de juros, nossos Diretores comentam que os impactos desses fatores tem sua relevância mitigada ou mesmo anulada na medida em que a Companhia consegue realizar periódicos reajustes de suas mensalidades para acompanhar a inflação e/ou compatibilizar o perfil de sua dívida e geração de caixa próprio para endereçar eventuais impactos resultantes de variações nas taxas de juros. Para informações adicionais a respeito de impactos da inflação e taxas de juros em nossas atividades, ver Item 10.2(c) deste Formulário de Referência.

No ano de 2009, de acordo com o Banco Central a economia brasileira demonstrou relativa resistência à crise, apresentando uma ligeira desaceleração do crescimento do PIB no ano de 2009, de -0,2% de acordo com o IBGE. Fundamentos macroeconômicos sólidos e a maior estabilidade econômica permitiram ao Banco Central voltar à trajetória de redução das taxas de juros, de maneira que a taxa SELIC atingiu seu menor nível histórico, equivalente a 8,75% a.a., de julho de 2009 a abril de 2010, de acordo com dados do Banco Central. De forma semelhante, o Real apresentou apreciação em relação ao Dólar de

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

34,2% ao longo do ano de 2009 de acordo com o Banco Central. Segundo o Banco Central, as reservas internacionais têm se mantido em patamares acima de US\$200,0 bilhões (US\$239,1 bilhões em 31 de dezembro de 2009), esboçando um aumento considerável, comparativamente ao final de 2008, de acordo com dados do Banco Central.

No ano de 2010, de acordo com o Banco Central, a economia brasileira, teve uma recuperação significativa. A aceleração nos ritmos de expansão da atividade econômica e do crescimento do emprego e da renda, aliados a choques de oferta, exerceram pressão sobre o índice de inflação ao longo de 2010. A taxa de inflação acumulada de 2010, medida pelo IPCA, foi de 5,9%, percentual que se encontra dentro da meta de inflação estabelecida pelo Banco Central. A manutenção da inflação nesse patamar pode ser atribuída à política monetária que resultou na elevação da taxa Selic ao longo do ano, passando de 8,25% a.a., em 31 de dezembro de 2009, para 10,66% a.a., em 31 de dezembro de 2010, de acordo com o Banco Central.

No ano de 2011, o PIB brasileiro cresceu 2,7%, de acordo com o divulgado pelo IBGE, demonstrando relativa resistência à crise externa, mas com desempenho abaixo de algumas previsões de mercado. A taxa de inflação acumulada, medida pelo IPCA, foi de 6,5%, permanecendo dentro da meta de inflação estabelecida pelo Banco Central. A manutenção da inflação dentro da meta reflete as políticas monetárias do Banco Central e a tendência de arrefecimento das pressões inflacionárias no fim do ano. A taxa Selic, em 31 de dezembro de 2010, estava em 10,66% a.a. e passou para 10,91% a.a., em 30 de dezembro de 2011, ainda refletindo aumentos na taxa Selic visando combater a alta da inflação durante o ano.

No primeiro semestre de 2012, o PIB brasileiro cresceu 0,6%, de acordo com divulgado pelo IBGE, demonstrando desaceleração em relação ao mesmo período do ano passado, quando o crescimento acumulado foi de 3,8%. A expectativa é de início de recuperação no terceiro trimestre, de modo que o relatório FOCUS de novembro do Banco Central estima um crescimento do PIB de 1,54% para 2012, em comparação com 2,7% no ano de 2011. A taxa de inflação acumulada nos primeiros nove meses de 2012, medida pelo IPCA, ficou em 3,8%, mostrando queda em relação ao mesmo período de 2011, quando ficou em 5,0%. A expectativa do Banco Central é que a inflação acumulada do ano fique dentro do teto da meta estipulada, que é de 4,5% para 2012. A taxa Selic, em 30 de setembro de 2011, estava em 12,17% a.a. e passou para 7,39% a.a., em 30 de setembro de 2012, refletindo a tendência de queda na taxa de juros nos últimos meses, de acordo com o objetivo do Banco Central de reaquecer a atividade econômica.

A tabela abaixo apresenta o crescimento do PIB, inflação, taxas de juros e taxa de câmbio para o Dólar nos períodos indicados:

	2009	2010	2011	30 de setembro de 2011	30 de setembro de 2012
Crescimento do PIB ¹	-0,3%	7,5%	2,7%	-	-
Inflação (IGP-M) ²	-1,7%	11,3%	5,1%	4,1%	7,1%
Inflação (IPCA) ³	4,3%	5,9%	6,5%	5,0%	3,8%
Taxa Interbancária – CDI ⁴	9,9%	9,8%	11,6%	11,9%	7,4%
Taxa de Juros a Longo Prazo – TJLP ⁵	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%
Taxa de câmbio no final do período por US\$1,00	R\$1,74	R\$1,66	R\$1,87	R\$1,71	R\$2,03
Taxa de câmbio média por US\$1,00 ⁶	R\$2,00	R\$1,76	R\$1,67	R\$1,63	R\$1,92

Fonte: BACEN, FGV, IBGE, CETIP e BNDES.

¹ O PIB do Brasil informado em tais períodos já utiliza a nova metodologia do IBGE.

² A inflação (IGP-M) é o índice geral de preço do mercado medido pela FGV, representando os dados acumulados ao final de cada período.

³ A inflação (IPCA) é um índice de preços ao consumidor medido pelo IBGE, representando os dados acumulados ao final de cada período.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

⁴ A Taxa DI é a média das taxas dos depósitos interfinanceiros praticados durante o dia no Brasil (taxa acumulada no período e anualizada). Fonte: CETIP.

⁵ Representa a taxa de juros aplicada pelo BNDES para financiamento de longo prazo (fim do período). Fonte: BNDES.

⁶ Média das taxas de câmbio durante o período. Fonte: BACEN

PROUNI

Esclarecem nossos Diretores que o PROUNI – Programa Universidade para Todos (“PROUNI”) é um programa do Governo Federal do Brasil que visa a proporcionar a entrada de alunos que não possuem condições de arcar com os custos acadêmicos no Ensino Superior, mediante concessão pelo Governo de bolsas. Por meio do PROUNI, em conformidade com a Lei nº 11.096/2005, regulamentada pelo Decreto 5.493/2005 e normatizada pela Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal nº 456/2004, nos termos do artigo 5º da Medida Provisória nº 213/2004, as entidades de ensino superior que aderiram ao PROUNI, como nós (por meio de nossas controladas), são favorecidas por determinadas isenções fiscais federais, ficando isentas, no período de vigência do termo de adesão, de IRPJ, PIS, COFINS e CSLL referentes às receitas de cursos de graduação e graduação tecnológica, devendo a apuração de tais impostos ser baseada no lucro da exploração das atividades isentas.

Nossos Diretores esclarecem que tal programa foi responsável por uma isenção de pagamento de PIS/COFINS sobre a nossa receita de R\$41,9 milhões, R\$37,6 milhões e R\$32,5 milhões nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009, respectivamente, e R\$37,6 milhões e R\$31,1 milhões nos períodos de nove meses findos em 30 de setembro de 2012 e 2011, respectivamente. Em relação ao IRPJ e CSLL, nossos Diretores esclarecem que a aderência ao programa por nossas controladas fez com que a alíquota efetiva de tais tributos ficasse em torno de 1,71%, 8,31% e 4,31% para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009, respectivamente, e em torno de -1,90% e 1,64% para os períodos de nove meses findos em 30 de setembro de 2012 e 2011, respectivamente, o que ensejou benefícios fiscais de R\$31,0 milhões, R\$25,5 milhões e R\$23,8 milhões nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009, respectivamente, e benefícios fiscais de R\$40,2 milhões e R\$26,0 milhões nos períodos de nove meses findos em 30 de setembro de 2012 e 2011, respectivamente.

Conforme nota explicativa nº 28 às nossas informações trimestrais para o período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, a reconciliação dos impostos apurados, conforme alíquotas nominais, e o valor dos impostos registrados nos períodos findos em 30 de setembro de 2012 e de 2011 estão apresentados a seguir:

	Consolidado	
	30/09/2012	30/09/2011
Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social	97.888	68.107
Alíquota nominal combinada de imposto de renda e da contribuição social	34%	34%
Imposto de renda e contribuição social às alíquotas da legislação	(33.281)	(23.156)
Ajustes para cálculo pela alíquota efetiva		
Ajustes da Lei 11.638/2007	250	(844)
Equivalência patrimonial		
Amortização de Ágio		
Despesas não dedutíveis (a)	(1.180)	(2.667)
Provisão de Bônus (a)		2.720
Lucros auferidos no exterior		37
Compensação de prejuízo fiscal	(7.805)	(3.411)
Ajustes iniciais para adoção de novas práticas	(226)	
Provisão para contingências	701	(96)
Reversão de PDD não dedutível e mensalidades	(730)	1.363

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

a cancelar (b)		
Reversões de provisões administrativas	68	115
Outras	109	1.087
	(42.094)	(24.852)
Benefício fiscal lucro da exploração - PROUNI	40.229	25.968
Imposto de renda e contribuição social no resultado do período	(1.865)	1.116
Alíquota efetiva	-1,90%	1,64%
(a) Refere-se basicamente a despesa de patrocínios, doações e brindes.		
(b) Valor de PDD não dedutível se refere aos alunos com carnês em abertos vencidos a menos de 180 dias, e a provisão para cancelamento de boletos de mensalidades.		

Conforme nota explicativa nº 17 às nossas demonstrações financeiras para o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, a reconciliação dos impostos apurados, conforme alíquotas nominais, e o valor dos impostos registrados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2011 e de 2010 estão apresentados a seguir:

	Consolidado	
	30/12/2011	30/12/2010
Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social	75.226	73.826
Alíquota nominal combinada de imposto de renda e da contribuição social	34%	34%
Imposto de renda e contribuição social às alíquotas da legislação	(25.577)	(25.101)
Ajustes para cálculo pela alíquota efetiva		
Ajustes da Lei 11.638/2007	(1.426)	(2.311)
Equivalência patrimonial		
Amortização de Ágio	1.812	(738)
Despesas não dedutíveis (a)	(3.574)	
Provisão de bônus (a)		
Lucros auferidos no exterior	37	(186)
Compensação de prejuízo fiscal	(5.377)	
Provisão para contingências	(2.574)	(2.737)
Reversão de mensalidades	1.985	400
a cancelar		
Crédito tributário diferido não contabilizado (b)		(593)
Reversões de provisões administrativas (c)	6	(71)
Outras	2.400	(299)
	(32.288)	(31.637)
Benefício fiscal lucro da exploração - PROUNI	31.001	25.503
Imposto de renda e contribuição social no resultado do período	(1.287)	(6.134)
Alíquota efetiva	<u>1,71%</u>	<u>8,31%</u>

- (a) Refere-se basicamente a despesa de bônus a funcionários, patrocínios, doações e brindes.
- (b) Refere-se aos créditos tributários calculados sobre prejuízos fiscais, base negativa de contribuição social e diferenças temporárias ainda não contabilizadas.
- (c) Refere-se a baixa de fornecedores em aberto até o ano de 2008

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

b) Variações das receitas atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços

Nossos Diretores comentam que os principais fatores determinantes da nossa receita bruta são: (i) o número de alunos matriculados em cada um dos cursos oferecidos, unidades e turnos; (ii) o valor das mensalidades para cada curso, unidade e turno; e (iii) o número de disciplinas ou créditos que o aluno está cursando.

Os preços das mensalidades são estabelecidos de acordo com o curso, unidade e turno. Desta forma, as nossas unidades situadas em regiões de maior demanda geralmente possuem mensalidades mais altas.

A variação das receitas no período encerrado em 31 de dezembro de 2010 em relação ao período encerrado em 31 de dezembro de 2009 decorreu da redução do número de alunos, compensada pela introdução do novo segmento de EAD (Ensino a Distância).

A variação das receitas no período encerrado em 31 de dezembro de 2011 em relação ao período encerrado em 31 de dezembro de 2010 decorreu do aumento do número de alunos, bem como do aumento da participação relativa do segmento de EAD (Ensino a Distância).

A variação das receitas no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012 em relação ao período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 decorreu do aumento do número de alunos e do reajuste de mensalidades.

c) Impacto da inflação, da variação de preços dos principais insumos e produtos, do câmbio e da taxa de juros no resultado operacional e no resultado financeiro do emissor

Nossos Diretores informam que nosso desempenho financeiro pode ser afetado pela inflação, uma vez que uma parcela expressiva dos nossos custos e despesas operacionais é incorrida em reais e reajustada pelos índices de inflação, tais como IGP-M, INPC e IPCA.

No Brasil, os salários são reajustados anualmente, com base em acordos coletivos, ora celebrados entre os sindicatos dos empregadores e dos empregados. Normalmente, os sindicatos seguem o índice de inflação do INPC, como parâmetro para as suas negociações. No caso das instituições de ensino superior este valor em algumas cidades, dependendo do sindicato, é acrescido de 1% no salário base (além do dissídio coletivo) a cada ano (caso do Rio de Janeiro).

Nossa receita bruta de vendas também é reajustada pela inflação, uma vez que, de modo geral, repassamos parte dos aumentos nos custos para nossos alunos, por meio do aumento nos preços das mensalidades. No entanto, não podemos prever a possibilidade de repasse do aumento dos custos para nossos alunos no futuro.

No período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, nossos Diretores comentam que o impacto da inflação em nossos resultados foi compensado pelo reajuste do preço das mensalidades que, inclusive, foi superior à inflação registrada para o período. Nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2011 e 2010, o impacto da inflação em nossos resultados foi compensado pelo reajuste proporcional do preço das mensalidades. No exercício encerrado em 31 de dezembro de 2009, outros fatores tiveram impacto mais significativo do que a inflação, tendo contribuído para as variações nos períodos, como por exemplo a variação no número de alunos.

No período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012, nossos Diretores comentam que o impacto da queda da taxa de juros reduzindo o serviço de nossa dívida foi compensado pela queda da taxa CDI que remunerava nossos ativos financeiros. Nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2011, 2010

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

e 2009, o aumento da taxa de juros teve impacto em nossos resultados incrementando o serviço de nossas dívidas, mas foi compensado pelo aumento do CDI que remunerava nossos ativos financeiros nesses exercícios.

Por fim, esclarecem nossos Diretores que o câmbio não tem qualquer impacto relevante em nosso resultado operacional e tampouco em nosso resultado financeiro.

10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs**a) Introdução ou alienação de segmento operacional**

Nossos Diretores comentam que não houve introdução ou alienação de segmento operacional nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2009, 2010 e 2011 e no período de nove meses findo em 30 de setembro de 2012.

b) Constituição, aquisição ou alienação de participação societária

Com exceção das provisões já constituídas, nossos Diretores comentam que as demonstrações financeiras tiveram impactos decorrentes das aquisições de participações societárias, em especial em 2007, quando houve aumento da base de alunos e consequente aumento de receita. Para maiores informações sobre as aquisições ver subitem 8.3 deste Formulário de Referência. Todavia, com relação a eventuais futuras aquisições, não podemos neste momento afirmar que tais eventos não poderão acarretar efeitos relevantes em nossas demonstrações financeiras.

c) Eventos ou operações não usuais

Nossos Diretores comentam que não houve eventos ou operações não usuais, pois não praticamos operações e/ou eventos não usuais.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**a) Mudanças significativas nas práticas contábeis**

Nossos Diretores comentam que a Companhia adotou todas as normas, revisões de normas e interpretações emitidas pelo Comitê de pronunciamentos contábeis (CPC), pelo IASB e órgãos reguladores que estavam em vigor em 30 de setembro de 2012. As demonstrações financeiras, desde o exercício findo em 31 de dezembro de 2010, têm sido preparadas em conexão com as práticas definidas nas normas contábeis emitidas pelos Comitês mencionados acima, segundo nossos Diretores.

b) Efeitos significativos das alterações em práticas contábeis

Não aplicável.

c) Ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor

Nossos Diretores informam que nossos auditores independentes incluíram em seu parecer um parágrafo de ênfase relacionado à diferença entre as práticas contábeis adotadas no Brasil e as práticas internacionais relacionadas à avaliação dos investimentos. Comentam nossos Diretores que, de acordo as práticas brasileiras, investimentos em controladas devem ser avaliados pelo método de equivalência patrimonial, enquanto que para fins de IFRS seriam avaliados pelo custo ou valor justo.

Os nossos Diretores informam que auditores incluíram um parágrafo de ênfase no relatório sobre as demonstrações financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2011, que descreve sobre a reapresentação dessas demonstrações financeiras e que conforme descrito na Nota 2.1, essas demonstrações financeiras foram alteradas visando o aprimoramento de algumas notas explicativas, e para considerar algumas reclassificações efetuadas no balanço patrimonial de 31 de dezembro de 2011, e a correção da demonstração do fluxo de caixa para o exercício findo em 31 de dezembro de 2011, e foram reapresentadas. E o relatório de auditoria considerou estas alterações e substituiu o relatório anteriormente emitido.

Nossos Diretores informam que nossos auditores independentes incluíram em seu relatório de revisão limitada de 30 de setembro de 2012, um parágrafo de ênfase relacionado à atualização e reemissão das informações trimestrais da Companhia, em virtude de ajustes de apresentação e divulgação divulgados na Nota 2.1 das informações trimestrais.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Nossos Diretores informam que as principais políticas contábeis críticas que adotamos e que envolvem julgamentos, estimativas e premissas contábeis significativas estão descritas a seguir:

Julgamentos

A preparação das demonstrações financeiras da controladora e consolidadas da Companhia requer que a administração faça julgamentos e estimativas e adote premissas que afetam os valores apresentados de receitas, despesas, ativos e passivos, bem como as divulgações de passivos contingentes, na database das demonstrações financeiras. Contudo, a incerteza relativa a essas premissas e estimativas poderia levar a resultados que requeiram um ajuste significativo ao valor contábil do ativo ou passivo afetado em períodos futuros.

Estimativas e premissas

As principais premissas relativas a fontes de incerteza nas estimativas futuras e outras importantes fontes de incerteza em estimativas na data do balanço, envolvendo risco significativo de causar um ajuste significativo no valor contábil dos ativos e passivos no próximo exercício financeiro, são discutidas a seguir.

Perda por redução ao valor recuperável de ativos não financeiros

Uma perda por redução ao valor recuperável existe quando o valor contábil de um ativo ou unidade geradora de caixa excede o seu valor recuperável, o qual é o maior entre o valor justo menos custos de venda e o valor em uso. O cálculo do valor justo menos custos de vendas é baseado em informações disponíveis de transações de venda de ativos similares ou preços de mercado menos custos adicionais para descartar o ativo. O cálculo do valor em uso é baseado no modelo de fluxo de caixa descontado. Os fluxos de caixa derivam do orçamento para os próximos cinco anos e não incluem atividades de reorganização com as quais a Companhia ainda não tenha se comprometido ou investimentos futuros significativos que melhorarão a base de ativos da unidade geradora de caixa objeto de teste. O valor recuperável é sensível à taxa de desconto utilizada no método de fluxo de caixa descontado, bem como aos recebimentos de caixa futuros esperados e à taxa de crescimento utilizada para fins de extrapolação.

Transações com pagamentos baseados em ações

A Companhia mensura o custo de transações liquidadas com ações com funcionários baseado no valor justo dos instrumentos patrimoniais na data da sua outorga. A estimativa do valor justo dos pagamentos com base em ações requer a determinação do modelo de avaliação mais adequado para a concessão de instrumentos patrimoniais, o que depende dos termos e condições da concessão. Isso requer também a determinação dos dados mais adequados para o modelo de avaliação, incluindo a vida esperada da opção, volatilidade e rendimento de dividendos e correspondentes premissas.

Impostos

Existem incertezas com relação à interpretação de regulamentos tributários complexos e ao valor e época de resultados tributáveis futuros. Dado o amplo aspecto de relacionamentos de negócios, bem como a natureza de longo prazo e a complexidade dos instrumentos contratuais

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

existentes, diferenças entre os resultados reais e as premissas adotadas, ou futuras mudanças nessas premissas, poderiam exigir ajustes futuros na receita e despesa de impostos já registrada. A Companhia constitui provisões, com base em estimativas cabíveis, para possíveis consequências de auditorias por parte das autoridades fiscais das respectivas jurisdições em que opera. O valor dessas provisões baseia-se em vários fatores, como experiência de auditorias fiscais anteriores e interpretações divergentes dos regulamentos tributários pela entidade tributável e pela autoridade fiscal responsável. Essas diferenças de interpretação podem surgir numa ampla variedade de assuntos, dependendo das condições vigentes no respectivo domicílio da companhia.

Julgamento significativo da administração é requerido para determinar o valor do imposto diferido ativo que pode ser reconhecido, com base no prazo provável e nível de lucros tributáveis futuros, juntamente com estratégias de planejamento fiscal futuras.

Valor justo de instrumentos financeiros

Quando o valor justo de ativos e passivos financeiros apresentados no balanço patrimonial não puder ser obtido de mercados ativos, é determinado utilizando técnicas de avaliação, incluindo o método de fluxo de caixa descontado. Os dados para esses métodos se baseiam naqueles praticados no mercado, quando possível, contudo, quando isso não for viável, um determinado nível de julgamento é requerido para estabelecer o valor justo. O julgamento inclui considerações sobre os dados utilizados como, por exemplo, risco de liquidez, risco de crédito e volatilidade. Mudanças nas premissas sobre esses fatores poderiam afetar o valor justo apresentado dos instrumentos financeiros.

Provisões para riscos tributários, cíveis e trabalhistas

A Companhia reconhece provisão para causas tributárias, cíveis e trabalhistas. A avaliação da probabilidade de perda inclui a avaliação das evidências disponíveis, a hierarquia das leis, as jurisprudências disponíveis, as decisões mais recentes nos tribunais e sua relevância no ordenamento jurídico, bem como a avaliação dos advogados externos. As provisões são revisadas e ajustadas para levar em conta alterações nas circunstâncias, tais como prazo de prescrição aplicável, conclusões de inspeções fiscais ou exposições adicionais identificadas com base em novos assuntos ou decisões de tribunais.

A liquidação das transações envolvendo essas estimativas poderá resultar em valores significativamente divergentes dos registrados nas demonstrações financeiras devido às imprecisões inerentes ao processo de sua determinação. A Companhia revisa suas estimativas e premissas pelo menos trimestralmente.

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs

a) Grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las

Nossos Diretores acreditam que os procedimentos internos e os sistemas de elaboração de demonstrações financeiras são suficientes para assegurar a eficiência, precisão e confiabilidade.

Com o acelerado crescimento, os nossos Diretores decidiram pela implantação de ações que assegurem a promoção da confiabilidade nas demonstrações financeiras, segurança e conformidade dos controles internos. Desta forma, destacamos algumas iniciativas que ilustram a busca pela aplicabilidade das prerrogativas da governança corporativa.

Área de Auditoria Interna: criada no ano de 2008, com o objetivo de identificar hipóteses de não conformidades nas atividades internas, e que ofereçam riscos de todos os aspectos. Os impactos diretos e indiretos nas demonstrações financeiras poderão ocorrer através de programa estimulado pelos conhecimentos adquiridos, regulamentações externas e direcionamentos identificados em relatório da Auditoria Externa.

Área de Controles Internos: criada no ano de 2010, com estrutura adequada ao porte da empresa, cuja responsabilidade envolve a promoção da eficiência operacional de forma controlada e o estímulo à aderência às políticas administrativas e executivas internas e externas. A promoção da segregação e a conformidade das práticas de processos internos são tratadas pela área de Controles Internos, através de: (i) atividades de *Compliance*; (ii) análise de perfis de acessos aos sistemas; e (iii) revisão dos controles atuais.

Desta forma, a nossa política de governança corporativa fundamenta-se pelas melhores práticas de mercado, tendo como base empresas do mesmo porte. Destacamos as seguintes práticas implantadas: (i) definição e participação de Comitê de Auditoria e Comitê de Ética e Conduta; (ii) Independência do Auditor Interno (reportando diretamente ao nosso Presidente); (iii) Existência de Auditoria Interna de Sistemas; e (iv) Elaboração e publicação do Código de Ética, estando o mesmo na segunda revisão. Com as ações mencionadas, entre outras atividades executadas, fundamentamos nossa análise pela determinação de um ambiente controlado, espelhando uma transparência operacional e financeira da empresa.

b) Deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente.

Nossos Diretores entendem que não há deficiências significativas em nossos controles internos.

No que diz respeito ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, não houve recomendações relevantes dos auditores independentes nos seus respectivos relatórios. Como parte integrante do estudo e avaliação da estrutura de controles internos nossos auditores avaliaram sua qualidade e adequação, incluindo os sistemas de processamento eletrônico de dados e dos riscos inerentes. Nessa avaliação, no entendimento de nossos auditores, não foi detectada nenhuma deficiência significativa que envolvesse a estrutura de nossos controles internos e seu funcionamento que pudesse afetar de forma relevante a preparação de nossas demonstrações financeiras. Os principais temas apontados pelos auditores relacionados aos nossos controles internos e sistemas de processamento de dados, bem como os comentários e a resposta de nossos Diretores, serão destacadas a seguir:

- (i) Nossos auditores destacaram oportunidade de aprimoramentos na documentação e formalização do processo de contingenciamento. Nossos Diretores fizeram com que fossem implementados aprimoramentos no processo de identificação e acompanhamento de risco contingente, bem como de estimativa de provisão e conciliação com depósitos e bloqueios judiciais. O inventário das causas foi concluído e sua probabilidade de perda reavaliada. Em relação aos depósitos e bloqueios judiciais, a

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs

administração continua trabalhando para inventariar/conciliar a totalidade dos saldos apresentados nessa rubrica com o valor provisionado, quando aplicado.

(ii) Nossos auditores também mencionaram em seu relatório de controles internos oportunidades de melhoria no monitoramento do processo de gerenciamento de mudança, melhoria do controle de acesso para funcionários transferidos, melhoria nos parâmetros de segurança de sistemas e melhoria no banco de dados Oracle, todos relacionados a aspectos de tecnologia da informação (TI). Algumas ações já foram tomadas e outras estão em andamento para garantir a adequação dos controles de TI.

(iii) Nossos auditores também destacaram oportunidade de melhoria em conciliação de saldos contábeis relacionados à convênios com pessoas jurídicas (na maioria governo) e cartões de crédito. A administração da Companhia destacou um grupo cujas atribuições se destinam integralmente às mencionadas conciliações.

10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados**a) Como os recursos resultantes da oferta foram utilizados.**

Em 27 de julho de 2007, anunciamos o início da Oferta Pública de Distribuição Primária de Certificados de Depósitos de Ações ("Units") de nossa emissão. Foram emitidas 11.918.400 Units, no qual representam 1 (uma) ação ordinária e 2 (duas) ações preferenciais, totalmente adquiridas por novos acionistas. As Units ofertadas foram negociadas ao preço de R\$22,50 (vinte e dois reais e cinquenta centavos) por ação. O valor total bruto da oferta primária de ações foi de R\$268,2 milhões, que resultou no ingresso de R\$255,1 milhões (recursos líquidos da oferta) ao nosso caixa.

Nossos Diretores esclarecem que os recursos líquidos provenientes da Oferta Primária foram utilizados, principalmente, para financiar a expansão do negócio, sendo: (i) 61% para aquisições, (ii) 25% para abertura de novas unidades; e (iii) 14% para expansão e manutenção das unidades existentes.

Em 1º de outubro de 2010 foram emitidas 3.280.324 ações ordinárias para colocação no âmbito da oferta primária de nossa oferta subsequente. As ações ordinárias foram negociadas ao preço de R\$19,00 (dezenove reais) por ação. O valor da oferta primária de ações foi de R\$62,3 milhões.

Nossos Diretores esclarecem que os recursos líquidos provenientes da oferta primária foram utilizados, principalmente, para financiar a expansão do negócio, por meio de: (i) 50% para aquisições, (ii) 25% para abertura de novas unidades; e (iii) 25% para expansão e manutenção das unidades existentes.

Em 2011, realizamos oferta pública com esforços restritos de distribuição de 20.000 debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária emitidas em 25 de novembro de 2011 no valor total de R\$200 milhões.

Nossos Diretores esclarecem que os recursos líquidos provenientes da oferta pública com esforços restritos foram destinados para nosso reforço de caixa para fazer frente à nossa política de expansão que inclui, mas não se limita a aquisições de empresas do setor e/ou criação de novos *campi*.

b) Se houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição.

Nossos Diretores comentam que não ocorreram desvios relevantes na aplicação dos recursos nas ofertas públicas de nossas ações.

c) Caso tenha havido desvios, as razões para tais desvios

Nossos Diretores comentam que não ocorreram desvios relevantes na aplicação dos recursos nas ofertas públicas de nossas ações.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios

a) Os ativos e passivos detidos pelo emissor, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial (off-balance sheet items), tais como: i. Arrendamentos mercantis operacionais, ativos e passivos; ii. Carteiras de recebíveis baixadas sobre as quais a entidade mantenha riscos e responsabilidades, indicando respectivos passivos; iii. Contratos de futura compra e venda de produtos ou serviços; iv. Contratos de construção não terminada; e, v. Contratos de recebimentos futuros de financiamentos.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos ativos e passivos que não sejam registrados em nosso balanço patrimonial.

b) Outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos outros itens que não sejam registrados em seu balanço patrimonial.

10. Comentários dos diretores / 10.9 - Outros fatores com influência relevante

a) Como tais itens alteram ou poderão vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras ou outros itens das demonstrações financeiras do emissor.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos itens que não sejam registrados em nosso balanço patrimonial.

b) Natureza e o propósito da operação.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos itens que não sejam registrados em nosso balanço patrimonial.

c) Natureza e montante das obrigações assumidas e dos direitos gerados em favor do emissor em decorrência da operação.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos itens que não sejam registrados em nosso balanço patrimonial.