



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 3/2018-CVM/SIN/GIE

Rio de Janeiro, 10 de janeiro de 2018.

Ao Superintendente Geral,

Assunto: Recurso contra decisão da SIN – Educação BR FIP - Multiestratégia - Processo nº 19957.006804/2017-06.

1. Trata-se de pedido de reconsideração, interposto por Bridge Administradora de Recursos Ltda. (“Bridge”, “Administradora”, “Gestora” ou “Recorrente”), em face de decisão prolatada pela SIN/GIE no Ofício nº 1.667/2017/CVM/SIN/GIE (“Ofício”), a ser recebido como recurso ao Colegiado desta Autarquia, tendo em vista a manutenção da posição da SIN, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03.

2. Em resumo, a Bridge, administradora e gestora do Educação BR Fundo de Investimento em Participações – Multiestratégia (“Fundo” ou “Educação BR”), solicitou o registro de oferta pública da 2ª emissão de cotas do Fundo junto à SRE, e a GIE, no âmbito de sua análise da regularidade do registro do Fundo, fez as exigências contidas no referido Ofício, as quais são objeto de questionamento no recurso.

I - Do histórico e das análises efetuadas pela GIE durante o processo

I.1 - CRONOLOGIA DA CONSTITUIÇÃO DO FUNDO

3. O Fundo foi constituído sob a forma de condomínio fechado, iniciou as suas atividades em 29 de setembro de 2015 e possui o prazo de duração de 10 anos. O período de investimento é de cinco anos e o de desinvestimento de mais cinco. O objetivo do Fundo é investir no setor de educação, com um horizonte de investimento de longo prazo, exercendo efetiva influência na definição das políticas estratégicas e na gestão das companhias investidas. Seu único investimento é na sociedade denominada Alubam Participações S.A. (“Alubam”), da qual o Fundo detém 43,8%.

4. Na primeira emissão de cotas do Fundo, 29/9/2015, foram ofertadas 3.000 cotas classe “A”, única classe com direito a nomear membros para o Comitê de Investimento, ao preço de R\$1 mil cada, as quais foram integralizadas pela HFT Participações S.A. (“HFT”), cujo capital social é de R\$1.200,00 e é controlada pelo Sr. Arthur Mario Pinheiro Machado (“Arthur Machado”).

5. Na mesma data, 29/9/2015, o Fundo adquiriu, pelo valor de R\$3 milhões, 320 ações da

Alubam por meio de contrato de compra e venda de ações (“Contrato”), firmado em 30/7/2015 entre o Fundo e a Genève Investimentos Ltda. (“Geneve”), cujo capital social é de R\$4 mil e é controlada por seu sócio-administrador, o Sr. Arthur Machado, mesmo controlador da HFT. O contrato tem, ainda, como interveniente anuente a própria Alubam, cujo Diretor-Presidente também é o Sr. Arthur Machado.

6. Em 30/9/2015, um dia após a compra de 40% da Alubam, as 320 ações adquiridas pelo Fundo tiveram seu valor atualizado para R\$122 milhões, com base em laudo de avaliação elaborado pela Baker Tilly Brasil Auditores e Consultores (“Baker Tilly”), assinado em 30/9/2015 (Laudo 9/15), e com data-base de 31/7/2015. Pontuamos, assim, que as cotas do Fundo obtiveram uma valorização de 3.983% em apenas um dia.

7. Posteriormente, entre abril e dezembro de 2016 foram subscritas e integralizadas 522 cotas classe B do Fundo, que não conferem direito a nomear membros para o Comitê de Investimento, por dois cotistas RPPS, no valor total de R\$ 42 milhões.

8. Em 15/2/2017, a Bridge protocolou expediente junto à CVM com pedido de registro de oferta pública de distribuição de cotas da 2ª emissão (“Oferta”) do Educação BR. A Oferta compreenderá o total de até 10.599 cotas, com (i) no máximo, 2.827 cotas da classe A e (ii) no máximo, 7.772 cotas da classe B. O preço das cotas da 2ª emissão foi fixado em R\$ 40.190,8068257 por cota, o que totaliza o valor de até R\$ 426 milhões.

9. A Alubam, principal investimento do Fundo, é uma sociedade de propósito específico (“SPE”) com prazo de duração de 11 anos, foi constituída em 21/9/2011 e tem como objetivo investir em instituições de ensino. Em 31/3/2017, a Alubam representava 100% do patrimônio líquido (“PL”) do Fundo.

10. Em assembleia geral extraordinária de 27/6/2013 e com vistas a sua capitalização, a Alubam aprovou a emissão de até 20 debêntures com valor unitário de R\$ 3.100 mil, em montante total de R\$ 62 milhões, as quais foram adquiridas pelo Postalís, cuja destinação dos recursos foi a seguinte: (i) até R\$ 47,5 milhões seriam utilizados na aquisição de 79% do capital social da Upiara Empreendimentos e Participações S.A. (“Upiara”); (ii) no mínimo R\$ 20 mil, e até 0,4% sobre o total efetivamente colocado, seriam destinados à remuneração do Coordenador Líder da Oferta; e (iii) o montante de R\$ 14,48 milhões (23% da Emissão) seria usado para o pagamento de “*outros custos e despesas incorridas*” pela Alubam, relacionados à emissão ou à aquisição de participação societária na Upiara. Cabe observar que o Sr. Arthur Machado também é sócio da Upiara, cujo capital social é de R\$10 milhões.

11. Nas demonstrações financeiras referentes ao exercício findo em 31/12/2016 (DF 12/16), a Alubam apresentava ativo circulante de R\$62 milhões, passivo circulante de R\$87 milhões, prejuízos acumulados de R\$ 96 milhões e patrimônio líquido negativo de R\$ 76 milhões. O resultado líquido dos exercícios de 2014, 2015 e 2016 foram prejuízos de R\$26 milhões, R\$16 milhões e R\$ 28 milhões, respectivamente.

I.2 - ANÁLISE DA GIE

12. Em 15/2/17, a GIE recebeu comunicação da SRE, com solicitação de manifestação quanto à regularidade do registro de funcionamento do Educação BR junto à CVM, com base em pedido de registro da Oferta, cujo caso é tratado, na GER-2, no âmbito do Processo CVM SEI n.º 19957.001121/2017-54 (SAP n.º RJ-2017-0509).

13. Em 6/3/17, por meio da Ação de Fiscalização GIE n.º 29/2017 (“AF 29”) foi solicitado o envio do Laudo 9/15, que precificou a Alubam em R\$122 milhões, bem como as DF da Alubam referentes ao exercício findo em 2015 (“DF Alubam 2015”).

14. Em 27/3/17, as DF 2015 da Alubam foram apresentadas com ressalva dos auditores, BEXCELL Auditores, quanto a não divulgação “*nas notas explicativas, das informações requeridas pelo Pronunciamento Técnico CPC 05 (RI)*”. Em 6/4/17 solicitamos reapresentação das DF, sem

ressalva, com prazo até 25/5/17. Na resposta, a Bridge informou o seguinte: “*Entramos em contato com a administração da companhia investida, assim como com o acionista controlador da mesma, informando-lhes da exigência realizada por esta Autarquia. Infelizmente, nos foi informado que não há como reemitir as DFs de 2014/2015 da companhia no momento, sem maiores explicações. Ressaltamos que, apesar da companhia investida representar 99,5% do PL do FIP, o FIP não é seu acionista controlador, possuindo tão somente 43,73% de seu capital. Além disso, o Acordo de Acionistas existente não nos permite, isoladamente, aprovar a referida reemissão*”.

15. Em 20/4/17, reiteramos a exigência de que a referida demonstração financeira deveria ser reapresentada com o parecer dos auditores independentes sem ressalvas, reforçando o entendimento desta área técnica de que, conforme disposto no caput do artigo 5º da ICVM nº 578, o FIP “*deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão*”. Ainda, pelo fato de a ressalva tratar da ausência de divulgação de transações relevantes com partes relacionadas, consideramos que seria um assunto crítico e que impactaria as atividades do Fundo e a avaliação de seus investidores sobre os riscos inerentes ao investimento.

16. Entretanto, em 8/6/17, apesar do encaminhamento das DF de 2016 da Alubam sem ressalvas, a Bridge insistiu na apresentação da DF de 2015 com ressalvas, e com um parágrafo de ênfase sobre a “*continuidade operacional*” da empresa, com o alerta, ainda, para o fato de que as “*demonstrações contábeis em 31/12 de 2015 e 2014 apresentam PL negativo, passivo circulante em excesso ao ativo circulante e prejuízo no exercício*”.

17. Em 29/7/17, recebemos o novo laudo de avaliação da Alubam de 31/3/2017 (“Laudo 3/17”), elaborado pelo mesmo avaliador, referência para a precificação da companhia em R\$ 149 milhões no âmbito da elaboração das demonstrações financeiras do Fundo correspondentes ao exercício findo na mesma data. Após a análise do referido Laudo 3/17, por meio de Ação de Fiscalização, solicitamos, em 14/7/2017, alguns esclarecimentos à Administradora, principalmente diversos questionamentos sobre as premissas utilizadas no novo laudo, dentre elas: (a) a não consideração do passivo a descoberto de R\$71 milhões na avaliação; (b) os aumentos expressivos projetados para os tickets médios das receitas com mensalidades; e (c) a utilização de *beta* inferior ao *beta* de empresas semelhantes no mercado para fins de cálculo do custo de capital.

18. No mesmo dia, 14/7/2017, a Bridge respondeu aos questionamentos da GIE por escrito e em 17/7/2017 enviou cópia do Regulamento do Fundo, à CVMWeb, alterado segundo exigências, e registrado em cartório. Ainda, em 17/7/2017, prazo limite, a SRE decidiu manter o indeferimento do pedido de registro da Oferta, tendo em vista que o registro do Fundo se mantinha irregular junto à GIE/SIN e também devido à ausência de resposta da B3 quanto ao pedido de negociação das Cotas Classe C.

19. Na sequência, em 4/8/2017, após a análise das respostas da Bridge aos questionamentos sobre as premissas utilizadas no Laudo 3/17 da Alubam, a GIE encaminhou o Ofício nº 1193/2017 /CVM/SIN/GIE (“Ofício 1193”), com reiteração nos questionamentos das premissas da avaliação, até então não satisfatoriamente esclarecidas, e em especial as adotadas no cálculo custo do capital próprio (“KE”), que não refletiam o risco (*beta*) derivado da estrutura de capital da investida e de seu passivo a descoberto. Nesse sentido, a GIE solicitou que o valor justo fosse recalculado, de modo a refletir as novas premissas, além da consequente republicação das demonstrações financeiras do Fundo de 31/3/2017. Cabe destacar que aquelas demonstrações financeiras haviam sido elaboradas com base no que dispunha o Regulamento do Fundo, ou seja, valor justo da investida, uma vez que a Instrução CVM 579/16 (que passou a exigir novos critérios para a contabilização de companhias investidas por FIP) não estava em vigor para o Fundo até aquela data.

20. Em sua resposta ao Ofício 1193, datada de 22/8/2017, a Bridge, mais uma vez, questionou o poder da CVM “*abrir uma discussão teórica com o Administrador, para fins de apuração*

da precificação dos ativos da carteira” do Fundo, citando então o parágrafo 2º do art. 49 da Instrução CVM 578, que “*determina que o administrador pode usar informações de terceiros independentes para definir o valor justo dos investimentos de um FIP*”; razão pela qual insitiu em manter a posição inicial de não rever a avaliação da Alubam. Na resposta, contudo, a Bridge não se furtou a discutir aspectos técnicos da apuração do KE e, inclusive, solicitou à Baker Tilly o envio à GIE/SIN de um adendo ao Laudo que abordasse com mais detalhes os pontos levantados pela área técnica.

21. Ocorre que, no referido adendo e para surpresa da área técnica, foram encontrados parâmetros muito similares aos que haviam sido usados como base pela própria área técnica, e que, caso fossem aplicados no cálculo do valor justo da Alubam (notadamente um *beta* de 1,21, ao invés do 0,81 previamente utilizado, e taxa selic de 12,25%, referente a março de 2017), elevariam o custo do capital próprio a 23,5% ao ano e o *valuation* da Alubam, referente aos 43% de seu capital detidos pelo Fundo, para R\$ 85 milhões, ao invés dos R\$ 149 milhões contabilizados.

22. Assim, em 25/8/2017, após a conclusão das alegações finais da Bridge sobre o Laudo 3/17 da Alubam, com base nas respostas às exigências, a SIN encaminhou à Bridge o Ofício nº 1279/2017/CVM/SIN/GIE (“Ofício 1279”), com prazo limite para resposta no dia 2/10/17. O Ofício 1279, assinado pelo SIN, reiterou uma série de observações e questionamentos a respeito das premissas utilizadas na elaboração do referido laudo, conforme transcrito a seguir:

Reportamo-nos às demonstrações contábeis auditadas de 31/3/2017 do EDUCAÇÃO BR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES - MULTIESTRATÉGIA (“Fundo”).

A propósito, reiteramos as exigências encaminhadas pela Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados (“GIE”) por meio do Ofício nº 1193/2017/CVM/SIN/GIE. Nesse sentido, reforçamos o entendimento de que o valor justo da investida do Fundo, Alubam S.A. (“Alubam”), está superestimado, conforme premissas adotadas para o cálculo desse valor contidas no laudo de avaliação (“Laudo”) apresentado pelo Administrador, o qual embasou o registro do ativo nas demonstrações contábeis auditadas do Fundo de 31/3/2017.

Não obstante o acima exposto, observamos que:

A projeção de receitas contida no referido Laudo é demasiadamente otimista, tendo em vista que tem como estimativa um crescimento médio anual de, aproximadamente, 50% nos 5 (cinco) primeiros anos, sendo que esse crescimento está condicionado à aquisição de outras sociedades;

As referidas aquisições de outras sociedades, previstas no Laudo, e que embasam a supracitada estimativa de crescimento da receita, não têm explicitada a origem dos recursos a serem utilizados para tal fim, o que nos leva à conclusão de que a eventual captação de recursos a ser realizada na presente Oferta é requisito obrigatório para viabilizar tais aquisições;

O custo de capital próprio (“KE”) de 19,6%, ou 161% do CDI em 31/3/2017, utilizado como taxa de desconto no Laudo, não parece conservador para uma companhia com patrimônio líquido consolidado negativo de R\$75.596 mil, resultado negativo de R\$28.353 mil e endividamento líquido de R\$75.142 mil, conforme suas demonstrações contábeis auditadas de 31/12/2016;

O Beta de 0,81, considerado no cálculo do KE, não é compatível com o Beta de empresas do mesmo setor no mercado brasileiro, dado que estas empresas apresentam estruturas de capital sensivelmente mais conservadoras e Beta, em média, superior a 1,1;

A Alubam foi adquirida pelo Fundo em 29.09.2015 pelo valor de R\$3.000 mil, e teve seu valor ajustado para R\$122.000 mil em 30/9/2015, com base em laudo de avaliação da mesma data, conforme demonstrações semestrais enviadas pelo administrador.

Tendo em vista o acima exposto, solicitamos que, após o recálculo do valor justo da Alubam em 31/3/2017, as demonstrações contábeis auditadas do Fundo correspondentes a mesma data-base, sejam refeitas e reenviadas, com o novo relatório do auditor.

Adicionalmente, observado o disposto nos itens 16.4, 16.5, 16.6.1 e incisos X e XI do item 16.6 do Regulamento, e considerando os artigos 4º e 5º da Instrução CVM nº 579/16 (“ICVM 579”), desde 1/4/2017 o Fundo não se qualifica como “entidade de investimento”. Desse modo, o Administrador deve adequar o Informe Trimestral do Fundo de 30/6/2017, ao artigo 8º da ICVM 579 que estabelece que os “investimentos em entidades controladas, coligadas e em

empreendimentos controlados em conjunto, dos fundos de investimento que não sejam qualificados como entidades de investimento, devem ser avaliados em conformidade com a norma contábil que trata de investimento em coligada, controlada e em empreendimento controlado em conjunto e de negócios em conjunto”.

O nosso entendimento sobre a não qualificação do Fundo como entidade de investimento está pautado no fato de que o comitê de investimento, formado pelos cotistas, possui o poder de "indicar membros a serem eleitos pelo Fundo para o Conselho de Administração e/ou Conselho Fiscal das Empresas Investidas", "transmitir instruções de voto ao Gestor quando da realização de assembleias gerais no âmbito das Empresas Investidas", dentre outros, descaracterizando a plena discricionariedade do gestor em sua atuação, nos termos do disposto no art. 4º da ICVM 579. Além disso, nos termos do art. 5º da ICVM 579, as seguintes características típicas de entidade de investimentos não estão presentes no caso: (i) ter cotistas que não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas; e (ii) possuir investimento em entidades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária, direta ou indiretamente, previamente ao investimento do fundo."

23. Com relação ao segundo tópico pontuado no Ofício 1279, deve ser ressaltado que o Laudo 3/17 prevê um total de R\$88 milhões em aquisições de novas unidades de ensino, pela Alubam, nos primeiros quatro anos (2017-2020), sem especificar a origem dos recursos. Em conferência telefônica realizada em 3/8/2017, a Administradora e o avaliador informaram que os recursos seriam obtidos na própria Oferta, o que caracterizaria um claro processo de referência circular e uma violação aos postulados conceituais do Capital Asset Pricing Model (“CAPM”) - o método alegado como o utilizado na estimação do valor justo da Alubam - uma vez que o retorno que um investidor aceitaria por investir na empresa é calculado sob a premissa de que o investidor já teria feito o investimento. Ou, em outras palavras, toda a mais valia trazida pelo futuro investimento já impacta o valor justo atual da companhia investida pelo FIP no caso, anulando já na partida as expectativas de ganho típicas esperadas por um investidor quando de um instrumento em veículo de Private Equity: os investidores já compram a companhia pelo que ela viria a valer em função do próprio investimento que se pretende fazer.

24. Ainda, na mesma conferência telefônica a Administradora afirmou que parcela dos R\$ 400 milhões pretendidos com a Oferta serão destinados à aquisição de participação adicional na Alubam, em substituição às atualmente detidas pelo Sr. Arthur Machado.

25. Adicionalmente, o Ofício 1279 questiona o fato de a Bridge ter declarado no informe trimestral de setembro de 2017 do Fundo que o mesmo estaria enquadrado como “entidade de investimento”, nos termos da Instrução CVM nº 579/16. Nesse aspecto, cumpre-nos esclarecer que a Instrução CVM 579/16, regra contábil dos FIP, entrou em vigor para os exercícios iniciados em ou após 1º/1/2017, e seria aplicável para o Fundo após o fim do seu exercício de 31/3/2017, ou seja, 1º/4/2017. Assim, somente após o advento desse novo informe trimestral dos FIP que foi remetido pela Bridge e analisado pela GIE, é que seria possível ao administrador identificar os FIP entre entidade ou não de investimento, e à área técnica identificar - como identificou - tal enquadramento.

26. Assim, apesar da declaração do administrador de que o Fundo seria uma entidade de investimento, entendemos que tal enquadramento é indevido, pois não há observância dos incisos I, III e IV do art. 5º da Instrução CVM 579/16 no caso, tendo em vista que o Sr. Arthur Machado é (a) sócio responsável da Genève, controladora da Alubam com 57% do seu capital; (b) sócio principal da HFT, detentora de 85% das cotas classe A emitidas pelo Fundo (que detém 43% do capital social da Alubam), a única classe de cotas a nomear os membros do comitê de investimento; e, ainda, (iii) sócio responsável e Diretor-Presidente da Alubam.

27. Seguem os arts. 4º e 5º da ICVM 579/16, que embasaram toda a análise do mérito nesse aspecto:

Art. 4º São qualificados como entidades de investimento os fundos que, cumulativamente:

I – obtenham recursos de um ou mais investidores com o propósito de atribuir o

desenvolvimento e a gestão de uma carteira de investimento a um gestor qualificado que deve possuir plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas, não sendo obrigado a consultar os cotistas para essas decisões e tampouco indicar os cotistas ou partes a eles ligadas como representantes nas entidades investidas;

II – se comprometam com os investidores com o objetivo de investir os recursos unicamente com o propósito de retorno através de apreciação do capital investido, renda ou ambos;

III – substancialmente mensurem e avaliem o desempenho de seus investimentos, para fins de modelo de gestão, com base no valor justo; e

IV – definam nos seus regulamentos estratégias objetivas e claras a serem utilizadas para o desinvestimento, assim como a atribuição do gestor de propor e realizar, dentro do prazo estabelecido na estratégia, o desinvestimento, de forma a maximizar o retorno para os cotistas.

Parágrafo único. Não caracteriza desatendimento ao disposto no inciso I os casos em que os cotistas deliberem sobre propostas encaminhadas pelo gestor, por meio de comitê de investimento, em relação às decisões inerentes à composição da carteira do fundo.

Art. 5º Na avaliação das condições constantes no artigo anterior, o administrador deve adicionalmente considerar a existência das seguintes características típicas de entidade de investimento:

I – possuir mais de um investimento, direta ou indiretamente;

II - ter mais de um cotista, direta ou indiretamente;

III – ter cotistas que não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas ou não sejam partes ligadas aos administradores dessas entidades;

IV – possuir investimento em entidades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária, direta ou indiretamente, previamente ao investimento do fundo.

Parágrafo único. A ausência de alguma dessas características típicas não necessariamente desqualifica uma entidade para ser entidade de investimento.

28. Portanto, não sendo qualificado como "entidade de investimento", o Fundo deveria rerepresentar seu informe trimestral de 30/9/2017 e reavaliar seu investimento na Alubam nos termos do art. 8º da Instrução CVM 579/16, que dispõe que os “*investimentos em entidades controladas, coligadas e em empreendimentos controlados em conjunto, dos fundos de investimento que não sejam qualificados como entidades de investimento, devem ser avaliados em conformidade com a norma contábil que trata de investimento em coligada, controlada e em empreendimento controlado em conjunto e de negócios em conjunto*”.

29. Reforçamos que esse entendimento também está pautado no fato de que, até 1º/11/2017, o comitê de investimento, nomeado exclusivamente pelos cotistas detentores de cotas da classe “A”, possuía o poder de “*indicar membros a serem eleitos pelo Fundo para o Conselho de Administração e/ou Conselho Fiscal das Empresas Investidas*” e “*transmitir instruções de voto ao Gestor quando da realização de assembleias gerais no âmbito das Empresas Investidas*”, dentre outros, o que descaracteriza a plena discricionariedade do gestor em sua atuação, nos termos do disposto no inciso I do art. 4º da Instrução CVM 579/16.

30. Porém, ao longo do processo de debates com a Administradora sobre o entendimento da GIE, o item 16.6, incisos X e XI, do Regulamento foram suprimidos, com o intuito de se demonstrar uma caracterização de uma gestão discricionária pelo gestor.

31. Com referência a transação de compra e venda da Alubam por R\$3 milhões, consta da nota explicativa nº 8 das DF 2016 da Alubam, que 79,33% do capital social da Upiara foi adquirido pela Alubam, em 13/9/2013, pelo montante de R\$33 milhões sendo (i) R\$15 milhões, referentes a 35,7% do capital, pagos ao antigo controlador; e (ii) o saldo de R\$18 milhões, equivalente a 43,63% do capital, por meio da subscrição de novas ações emitidas pela Upiara.

32. Continuava, entretanto, muito atípico o fato de, em 29/9/2015, a Geneve (controladora da Alubam) ter alienado 40% do capital desta companhia ao Fundo por apenas R\$3 milhões. Mais

atípico ainda é o fato de que, no dia seguinte, a mesma Alubam foi reavaliada e contabilizada, com base no laudo de avaliação elaborado pela Baker Tilly, assinado em 30/9/2015, pelo valor de R\$ 122 milhões.

33. Desta forma, em 1º/9/2017 foram encaminhados, à Bridge e a seu Diretor Responsável (“Requeridos”), os Ofícios nº 1312/2017/CVM/SIN/GIE (“Ofício 1312”) e 1313/2017/CVM/SIN/GIE (“Ofício 1313”), respectivamente, com solicitação de manifestação prévia da Administradora e do diretor responsável à época, o Sr. José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, a respeito dos fatos supracitados, nos termos do art. 11, § único, II, da Deliberação CVM nº 538/2008, e prazo para resposta até o dia 2/10/2017. O conteúdo é transcrito a seguir:

2. A propósito, verificamos que, em 29/9/2015, a Alubam Participações S.A. foi adquirida, pelo Fundo, pelo valor de R\$3.000 mil, e teve seu valor ajustado para R\$122.480 mil em 30/9/2015, com base em laudo de avaliação de setembro de 2015, conforme demonstrações semestrais de 30/09/2015, encaminhadas pelo Administrador via CVMWeb. Por conseguinte, o Fundo apresentou uma valorização superior a 3.900% em 1 (um) dia.

3. Tendo em vista que a HFT Participações Ltda (CNPJ: 20.309.650/0001-20), empresa apontada pelo Administrador como o único cotista do Fundo em 29/9/2017, e a Geneve Investimentos Ltda (CNPJ: 17.311.420/0001-91) têm como sócio responsável o Sr. Arthur Pinheiro Machado (CPF: 009.075.467-06), entendemos que na referida transação há indícios de simulação de integralização de cotas, em bens, de forma a que não fosse aplicado o disposto no art. 13, alínea “b”, do Regulamento do Fundo, tampouco o que dispõe o art. 1º, § 2º, da Lei 13.043, de 13 de novembro de 2014, transcrito a seguir, dado que ambos dispositivos determinam a integralização de cotas, com ativos, pelo valor de mercado:

§ 2º Cabe ao investidor que integralizar cotas de fundos e clubes de investimento com ativos financeiros a responsabilidade de comprovar o custo de aquisição dos ativos, bem como o valor de mercado pelo qual será realizada a integralização.

4. Nesse sentido, a significativa valorização observada, no intervalo de apenas um dia, evidencia, ao ver desta área técnica, “a criação de condições artificiais de... preço de valores mobiliários”, tal como dispõe o inciso I da Instrução CVM nº 8/79.

5. Adicionalmente e considerando a atipicidade de operação realizada, observamos que o Administrador não realizou a devida comunicação ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF, relativamente à operação acima descrita, conforme o disposto nos arts. 7º e 7º-A da Instrução CVM nº 301/99.

6. Entendemos que tais fatos caracterizam, ainda, infração ao disposto no inciso I do art. 92 da Instrução CVM 555/14.

7. Deste modo, com fundamento no inciso II do artigo 9º da Lei n.º 6.385, de 1976, solicitamos que Vossa Senhoria encaminhe à CVM manifestação sobre os fatos acima descritos, acompanhada de todas as demais informações e documentos que forem necessários, nos termos do art. 11, § único, II, da Deliberação CVM nº 538/2008.

34. Em 17/10/2017, a Bridge enviou a resposta aos Ofícios 1312 e 1313, onde alega que o “Fundo, sujeito de direitos e obrigações, numa operação completamente lícita e absolutamente coerente com sua política de investimentos (vide cláusula 4.1 do Regulamento) comprou ativos devidamente analisados por seu Comitê de Investimentos”. E afirma ainda que “ninguém [i.e., a HFT] se tornou cotista do Fundo em razão da aquisição desse ativo. O ativo adquirido passou a compor a carteira... do Fundo e teve sua valoração definida por empresa de auditoria especializada, devidamente registrada nesta autarquia”.

35. Dando continuidade aos esclarecimentos manifestados no Ofício 1279, em 20/10/17 a Bridge encaminhou a sua resposta, trazendo um novo laudo de avaliação da Alubam, desta vez elaborado pela Ernst Young Assessoria Empresarial Ltda. (“Ernst Young”). Uma vez que a nova avaliação apresentou um valor para Alubam cerca de 6,5% inferior à anterior (efetuada pela Baker Tilly), a Bridge decidiu manter as DF apresentadas anteriormente, desobrigando-se de efetuar as devidas correções no valor patrimonial da cota, e patrimônio líquido do Fundo, solicitadas por esta área

técnica no referido ofício. O Administrador, no entanto, deixou claro que se *“for do entendimento desta autarquia que as DF do Fundo devem refletir exatamente os valores do laudo feito pela Ernst Young”*, não se furará a reemiti-las.

36. Entretanto, como já havia a divulgação, feita em 15/10/2017, da informação de que o Fundo se enquadrava como entidade de investimento, a GIE focou as ações seguintes nessa questão que, para fins de análise do registro de oferta, impactaria o patrimônio líquido a ser ofertado. Dessa forma, a análise sobre o valor justo em 31/3/2017 e a potencial republicação daquelas DF, deixaram de ser prioridade no âmbito da análise de regularidade para fins da oferta.

37. No que diz respeito à solicitação desta CVM de que a Bridge corrigisse o preenchimento do informe trimestral do Fundo de setembro de 2017, no sentido de reconhecer que o Fundo não se qualifica como entidade de investimento, o Administrador insistiu no argumento de que *“ao gestor do Fundo sempre foi garantida a mais ampla e plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas”*.

38. Nessa resposta, a Bridge não abordou, no entanto, o fato de que a arquitetura do Fundo apresenta evidente inconformidade com os incisos I, III e IV do art. 5º da Instrução CVM nº 579, e, portanto, não se enquadra em 3 (três) das 4 (quatro) características típicas das “entidades de investimento”. Além disso, como descrito mais à frente neste memorando, também não há pleno enquadramento ao art. 4º, inciso I, da Instrução CVM 579/16.

39. Nesse sentido, foi encaminhado o último Ofício nº 1667/2017/CVM/SIN/GIE (“Ofício 1667”), com reiteração do entendimento desta área técnica, manifestado por meio do Ofício 1279 assinado pelo SIN, de que o Fundo não se caracteriza como uma “entidade de investimento”, nos termos do art. 5º da Instrução CVM nº 579/16, já que o Sr. Arthur Machado: (i) é sócio responsável e Diretor Presidente da Alubam; (ii) é sócio responsável da Genève, controladora da Alubam, única empresa investida do Fundo; (iii) é sócio responsável da HFT que, por sua vez, é detentora de 85% das cotas emitidas pelo Fundo, sendo que estas representam a totalidade das cotas “Classe A”; e (iv) é sócio da Upiara, principal sociedade controlada da Alubam.

40. Ressaltamos, no Ofício, que as cotas classe A dão a seus detentores o poder de nomear membros para o comitê de investimento que, segundo os dispositivos 6.3, 6.4, 16.4 e 16.6, alíneas (i) e (iii), dentre outros do Regulamento, possui características que se assemelham à gestão da carteira, inclusive com o poder de *“opinar sobre assuntos relativos à composição da carteira do Fundo e às medidas a serem tomadas nas referidas Empresas Investidas”*. As inconsistências verificadas caracterizam, portanto, inconformidade ao inciso I do art. 4º e aos incisos I, III e IV do art. 5º da Instrução CVM nº 579/16.

II - Do Recurso

41. Em 17/11/2017, a Administradora encaminhou resposta ao Ofício 1667, onde comunica à GIE/SIN que *“tendo em vista a decisão que lhe foi comunicada pelo Ofício 1667”*, solicita a *“reanálise da questão, exercendo o Juízo de Retratação de que trata o inciso III da Deliberação CVM nº 463/03 (“Deliberação 463”) ou, se mantida a decisão ora sob comento, o encaminhamento do presente recurso (“Recurso”) ao colegiado desta autarquia (“Colegiado”), para revisão da decisão desta Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”)”*.

42. Preliminarmente, sob a argumentação de que *“o presente Recurso está intimamente relacionado com o objeto do processo nº 19957.006283/2017-89, também em fase de recurso junto ao egrégio Colegiado”*, a Bridge solicita *“a distribuição do presente Recurso por dependência, de forma que um mesmo diretor relator seja responsável por ambos”* os processos. Segundo a Bridge, a *“distribuição por dependência decorre da necessidade de se ter uma decisão uniforme nos dois processos e encontra amparo no artigo 286 do Código de Processo Civil”*.

43. Suplementarmente, o Administrador *“requer que seja conferido ao presente Recurso o*

efeito suspensivo de que tratam os incisos V e VI da Deliberação 463”; uma vez que há no caso concreto o *"justo receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação decorrente da execução da decisão"*, uma vez que, *"transformado o Fundo em uma entidade patrimonial, como determina o Ofício, em vez de se manter sua natureza de entidade de investimento, as consequências para os cotistas serão muito gravosas e de difícil ou até mesmo impossível reversão"*.

44. Em seguida, ao passar a discorrer sobre a Oferta propriamente dita, o Administrador alega que *"não obstante toda a diligência da Bridge Trust, a tramitação do Pedido de Registro da Oferta junto à SRE foi, ao longo do período, obstruída pela SIN"*.

45. Adicionalmente, a Bridge insiste que, no momento do indeferimento do pedido de registro de oferta, 17/7/2017, *"tinha seu registro de forma correta e atualizada"*, dado que o *"registro do Fundo ocorreu de forma automática, ao amparo do que dispõe a regulamentação em vigor, com a juntada de todos os documentos que permitiam o seu funcionamento"*. De modo que, não poderia ela ter o pedido indeferido pelo fato de o Fundo não estar com o seu registro atualizado junto à SIN.

46. Ainda, de acordo com a Bridge, a *"SIN não pode... dizer que um fundo está com 'registro desatualizado' por razões posteriores ao registro [...]. Aliás, sequer existe na regulação da CVM a figura jurídica da 'atualização do registro' de um fundo"*.

47. A Administradora discorre que *"Os administradores de carteira atualizam seus registros periodicamente, pelos formulários de referência, mas fundos de investimento não são obrigados a preencher esse tipo de documento. Os fundos simplesmente prestam informações periódicas à CVM e, sob esse ponto de vista, nenhuma das informações previstas no capítulo VIII da ICVM 578 deixou de ser disponibilizada, a tempo e a hora, seja à CVM, seja aos cotistas ou ao mercado"*.

48. A Bridge afirma que *"Fica demonstrado que o Pedido de Registro da Oferta foi indeferido sem base técnica adequada, valendo notar que o recurso correspondente já se encontra sob análise do Colegiado dessa autarquia e dá origem ao pedido de distribuição por dependência de que trata o capítulo II deste Recurso"*.

49. A recorrente também afirma que *"a SIN cerrou todas as suas fileiras na ação de fiscalização, para tentar impedir o regular funcionamento do Fundo: de um lado, obstou o Pedido de Registro da Oferta, com informações inadequadas à SRE. De outro, gerou diversos questionamentos sobre assuntos que não são da alçada da Bridge Trust, do Fundo ou de seus cotistas, para criar celeuma e dificultar o regular funcionamento do Fundo"*.

50. Vale transcrever, também, o seguinte trecho do recurso:

Com efeito, a SIN passou a discutir o conteúdo do laudo de avaliação da Alubam, que é de responsabilidade exclusiva da empresa de auditoria contratada para realizar a avaliação e que foi por ela ratificado, a partir de suas premissas próprias, reforçando, por definição, sua independência. Importante apontar que houve a necessidade, em decorrência das exigências inesperadas da SIN, de contratar uma outra empresa de auditoria e avaliação, para realizar uma nova avaliação da Alubam, de forma a ratificar aquela anteriormente feita.

A discussão sobre qual seria o valor justo da Alubam, a checagem dos laudos e a elaboração de um novo laudo por nova empresa de auditoria contratada para a avaliação atravessou os meses de agosto a outubro desse ano, com sucessivos esclarecimentos por parte da Bridge Trust, que zelou pelo interesse dos cotistas junto às empresas de auditoria e avaliação contratadas e obteve os dados e os elementos necessários para informar corretamente à SIN.

Nesse interregno, a Bridge Trust e seu diretor responsável foram chamados pela SIN a apresentar manifestação prévia no processo nº 19957.006804/2017-06, sob a acusação de infração ao disposto no inciso I do art. 92 da Instrução CVM 555/14, pelas seguintes razões: (i) indícios de simulação de integralização de cotas, em bens; (ii) criação de condições artificiais de preço de valores mobiliários; (iii) a atipicidade de operação realizada sem a devida comunicação ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF.

As manifestações foram apresentadas, valendo notar que o objetivo aparente desta ação da SIN,

mais uma vez, era impedir a regularidade formal do Fundo por outro caminho, depois de ter conseguido evitar a aprovação do Pedido de Registro da Oferta.

Finalmente, em 10 de novembro de 2017, a SIN comunica à Bridge Trust seu entendimento de que o Fundo não seria uma entidade de investimento."

51. Sobre as exigências da GIE/SIN a respeito de o Fundo não ser enquadrado como entidade de investimento, destacamos o seguinte trecho da manifestação da Bridge:

Ora, fosse concreto esse entendimento, a SIN o teria sido expendido logo no início do ano, sem que toda a discussão sobre a empresa investida e seus laudos de avaliação tivesse ocorrido.

Desde os primeiros dados encaminhados à SIN, no âmbito da ação de fiscalização, os fatos relativos aos cotistas já tinham sido fornecidos e essa ilação estapafúrdia com relação ao Sr. Arthur Pinheiro Machado já deveria ter sido feita e comunicada à Bridge Trust, para as providências devidas.

A SIN exigiu, ao longo desse tempo, que os cotistas tivessem despesas com a contratação de novos laudos e de nova empresa de auditoria e avaliação, para fazer a revisão e elaboração de laudos que, em face dessa última constatação, são completamente desnecessários. E, como dito, a SIN, desde o início, sabia quem eram os cotistas e a empresa investida pelo Fundo.

O que ressalta cristalino de todo esse histórico é que, ao longo do ano, a SIN usou de todos os mecanismos que estavam ao seu alcance para impedir a aprovação do Pedido de Registro da Oferta e o regular funcionamento do Fundo.

Não se pode negar que a SIN teve êxito, pois o Fundo, hoje, corre o risco de ser liquidado, com enorme dano a seus cotistas e, mais grave, ao desenvolvimento do País, em área essencial como a da educação.

Maior prova do sucesso da SIN, pois, é a interposição desse Recurso, cujo objetivo final é, efetivamente, permitir que o Fundo tenha uma vida regular, sem ser acusado de manter seu "registro desatualizado", ainda que não se saiba bem o que isso significa."

52. Ao tratar do mérito do Recurso, a Administradora afirma ter "*plena convicção de que o Fundo é uma entidade de investimento, para os fins da ICVM 579 e, de forma a deixar isso bem claro - haja vista as dúvidas levantadas pela SIN no Ofício - está propondo uma nova alteração no texto do regulamento do Fundo, cuja minuta constitui o Anexo I deste Recurso, e que será submetida à aprovação dos cotistas do Fundo assim que obtido o resultado favorável no presente Recurso*".

53. A Bridge também destaca que o Fundo atende integralmente o art. 4º da Instrução CVM 579, pois:

(a) o Fundo obteve seus recursos de um investidor (a HFT), e entregou a administração de sua carteira de investimentos a um gestor profissional (a Bridge Trust), dotada, nos termos do regulamento do Fundo, de plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas, conforme consta dos seus itens 6.3., 6.4. e 16.6.1. (cf. minuta anexa);

(b) não existe qualquer determinação no regulamento pela qual a Bridge Trust, como gestora do Fundo, esteja obrigada a consultar cotistas na tomada de decisões ou tampouco indicar cotistas ou partes a eles ligadas como representantes nas entidades investidas; ao contrário, o item 16.6.1. do regulamento expressa a absoluta liberdade de ação da gestora, Bridge Trust, em face a cotistas (cf. minuta anexa);

(c) todo o desempenho dos investimentos do Fundo é substancialmente mensurado e avaliado, para fins de modelo de gestão, com base no valor justo - inclusive com a contratação de empresas especializadas para essa avaliação, sempre que julgado necessário, conforme consta expressamente dos itens 6.4. (xix) (c), 6.5. (ii) e 11.1. do seu regulamento (cf. minuta anexa);

(d) o Fundo define em seu regulamento estratégias objetivas e claras a serem utilizadas para o desinvestimento, assim como a atribuição da Bridge Trust, como gestora, de propor e realizar, dentro do prazo estabelecido na estratégia, o desinvestimento, de forma a maximizar o retorno para os cotistas, conforme se verifica de seus itens 5.3.1., 5.3.2., 5.5., 6.5. (iii) e 16.6.1. (cf. minuta anexa).

54. Sobre os dispositivos do art. 5º da Instrução CVM 579, aponta a Bridge que, com

referência ao inciso I - possuir mais de um investimento, direta ou indiretamente – “o Fundo define expressamente em seu regulamento quais são suas empresas alvo e determina como empresas investidas aquelas empresas alvo em que o Fundo efetivamente aplicar; hoje, existe apenas uma empresa investida, dado o recente início das atividades do Fundo, mas ao longo de seu período de investimento nada obsta que o gestor identifique outras possibilidades e agregue novas companhias ao portfólio da carteira”.

55. Referindo-se aos incisos III do art. 5º da Instrução CVM 579 (ter cotistas que não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas ou não sejam partes ligadas aos administradores dessas entidades) e IV do mesmo artigo (possuir investimento em entidades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária, direta ou indiretamente, previamente ao investimento do fundo), a Bridge afirma:

...no caso concreto, não há cotistas que tenham influência ou participem diretamente da empresa atualmente investida; não obstante, existe uma participação indireta que deve ser considerada como coinvestimento, como é usual no mercado, em que uma boa oportunidade de investimento é compartilhada por diversos investidores; e, releva apontar, nada indica que, em novos investimentos em outras empresas alvo essa situação se repetirá.

Ademais, a Bridge Trust entende que, de fato, essa situação societária não se enquadra no que dispõe o artigo 6º da ICVM 579, que conceitua as "partes ligadas". Com efeito, o Sr. Arthur pode ter, como acionista, ingerência na Alubam e na HFT mas não tem qualquer ingerência no Fundo. A HFT, cotista do Fundo, tem direitos e deveres similares a todos os demais cotistas do Fundo e não há qualquer hipótese em que a HFT tenha privilégio ou direito especial que não possa ser exercido ou cumprido por outros cotistas.

Assim, em que pese a presença do sr. Arthur Machado como sócio de um dos cotistas do Fundo e, também, como sócio da atual empresa investida, essa situação, de per si, não é suficiente para descaracterizar o Fundo como entidade de investimento, de vez que as opções de coinvestimento entre cotistas e Fundo são usuais no mercado.

...

Vale acrescentar, nesse caso, que a HFT, cotista do Fundo, não possuía qualquer relação societária com a Alubam, quando do investimento do Fundo. São, apenas, sociedades com um sócio em comum.

56. Com referência ao entendimento da SIN sobre a gestão discricionária do Fundo, a Bridge defende ainda que:

...ainda que a titularidade de cotas da classe A do Fundo possuísse "características que se assemelham à gestão da carteira", tal fato não beneficiaria apenas a HFT mas qualquer outro cotista classe A do Fundo, no futuro.

Finalmente, ainda com relação a esse argumento, não é fato que os itens 6.3., 6.4. e 16.4. do regulamento do Fundo ensejem gestão por parte dos cotistas classe A.

É importante ponderar que "opinar sobre assuntos relativos à composição da carteira do Fundo e às medidas a serem tomadas nas referidas Empresas Investidas" NÃO se "assemelha" à gestão de carteira.

O direito de opinar, democraticamente, sobre assuntos que interessam diretamente aos cotistas pode - e deve - ser dado aos cotistas que, em última instância, são os donos do investimento.

O direito de opinião, no entanto, NÃO SE CONFUNDE com o poder decisório, que é a essência da gestão.

E a gestão do Fundo, sempre, foi discricionária da Bridge Trust, o que é reforçado em vários artigos do respectivo regulamento.

Não obstante, e para deixar bem clara a natureza do Fundo, a Bridge Trust está optando por eliminar quaisquer dúvidas que poderiam surgir e está adotando as seguintes medidas na minuta anexa:

(a) excluindo com toda e qualquer classe diferenciada de cotas no Fundo: todos os cotistas são detentores de cotas de mesma natureza e com iguais direitos, sem qualquer diferença;

(b) incluindo um novo texto para o item 16.6.1. do texto do regulamento, que deixa expresso que a Bridge Trust não está, como gestora do Fundo, vinculada às opiniões e recomendações do comitê de investimento.

A adoção dessas duas posturas encerra, definitivamente qualquer discussão sobre poder ou direito do comitê assemelhado à gestão.

Se, por qualquer razão, a redação que vigia no regulamento ensejou um entendimento equivocado da SIN, a Bridge Trust faz questão de revê-la e alterar seu conteúdo, de forma a deixar bem clara a independência e discricionariedade da gestora, como sempre foi a intenção.

Nesse sentido, vale rever os dispositivos à luz da minuta anexa, para verificar que o argumento se esvai.

Por consequência, até por sinceridade e honestidade intelectual, não há como pretender que o Sr. Arthur Machado tenha qualquer influência na gestão do Fundo.”

57. Diante disso, a Bridge reafirma o pedido “do reconhecimento da natureza e caráter de entidade de investimento” do Educação BR FIP.

II - Das considerações da SIN/GIE sobre o recurso

58. Antes de ingressar na análise do mérito do presente recurso, cumpre ressaltar que o papel da CVM, na supervisão dos participantes/regulados e dos produtos financeiros a serem ofertados, não deve se restringir à mera recepção e verificação da tempestividade de documentos e informações divulgadas.

59. Ao que tudo indica, o administrador tenta conferir à CVM um papel mais "formal" ou "burocrático" ao exame da oferta, como se o papel da Autarquia se limitasse a atestar se a documentação periódica e eventual devida foi efetivamente entregue, ou se o cadastro do fundo está atualizado. Entendemos, salvo melhor juízo, que tal interpretação diminui indevidamente o papel da CVM nesse processo: ainda que, mais uma vez, não possa ser atribuída à Autarquia a função de ateste de qualidade do valor mobiliário ofertado, é claro que, em casos de irregularidades flagrantes, deve sim ela atuar de forma a evitar que tal emissão venha a público, sob pena da Autarquia não cumprir a contento seu mais legítimo papel de proteção dos investidores que nela confiam.

60. Cabe destacar também que a concessão, por parte da CVM, de registro de oferta pública de cotas de um fundo carrega em si a presunção de que a CVM analisou a documentação que embasa a oferta e a adequação do registro do Fundo, e de que o público investidor pode assumir que, embora não possa - claro - ser assegurada a qualidade do investimento, não há problemas relacionados àquele fundo.

61. A análise deve contemplar a adequação às leis, aos requisitos normativos e, principalmente, a validação da transparência e coerência na precificação dos ativos ofertados, uma vez que cotas do Fundo são ofertadas a preço pré-determinado, com base no valor patrimonial das cotas no momento da emissão.

62. Ainda, a Administradora, em sua manifestação, afirma que o conteúdo do laudo de avaliação “é de responsabilidade exclusiva da empresa de auditoria contratada para realizar a avaliação”. Essa manifestação se mostra equivocada, haja vista que pretende eximir a Administradora e a Gestora de suas exclusivas responsabilidades pela precificação do ativo, conforme previsto pela Instrução CVM 578/16. Assim, ainda que o laudo seja elaborado por um terceiro independente, é importante repisar que, nos termos da regulamentação da CVM, há sim responsabilidade em analisar e conferir a consistência e integridade de tais laudos, pois eles são usados como base para a elaboração das demonstrações financeiras do fundo, que ao fim e não por acaso, são inclusive assinadas pelo seu administrador.

63. Passaremos, a seguir, a discorrer sobre o mérito remanescente na questão, qual seja, a qualificação do fundo como entidade de investimento ou não, nos termos dos arts. 4º e 5º da Instrução CVM 579/16, a despeito de ainda persistir desconforto com a situação do Fundo destacada no item I

deste Memorando, inclusive o processo de aquisição do ativo alvo, que ensejou a emissão de ofícios de manifestação prévia, e, diante das respostas apresentadas, o encaminhamento do caso à Gerência de Apuração de Irregularidades, para a instauração de processo administrativo sancionador, com base na Instrução CVM nº 8/79, contra a administradora e gestora do fundo.

64. Preliminarmente, cumpre-nos destacar, de forma a já endereçar um dos argumentos do recorrente, que, ao longo do processo de análise, focamos nossos esforços no patrimônio líquido do Fundo divulgado em 31/3/2017, com base nas suas demonstrações financeiras, as quais foram elaboradas considerando o valor justo da investida, nos termos do previsto no Regulamento do Fundo, tendo em vista que, naquela data, a Instrução CVM 579/16 ainda não estava em vigor para o Fundo.

65. Somente depois da divulgação do informe trimestral de 30/9/2017, quando o Fundo se declarou como entidade de investimento, é que os esforços da análise foram concentrados no fato de que haveria necessidade de se refazer o patrimônio do Fundo após 1º/4/2017, para se adequar aos dispositivos da norma. Assim, não há sentido no argumento da administradora de que a área técnica poderia ter feito tal exigência desde o começo da análise do pedido de registro da oferta, porque, de fato, não poderia.

66. Quanto à alegação da Administradora de que o Educação BR é uma entidade de investimento, esta não deve prosperar, pelos argumentos já apresentados anteriormente, nos próprios Ofícios, os quais revisitamos em detalhes a seguir.

67. Em primeiro lugar, trataremos da não observância do inciso I do art. 4º da Instrução CVM 579/16, pois entendemos que não está caracterizada a plena discricionariedade do Gestor.

68. A área técnica, no entanto, entende que essa questão não pode ser analisada à luz de promessa ou hipótese de alteração do Regulamento, como aventa a Administradora, mas da realidade factual do fundo, que demonstra de forma inequívoca ter o Fundo uma natureza patrimonial, em que um controlador impõe seus interesses e objetivos aos demais cotistas o que, de forma indubitável, inibe de forma relevante a plena discricionariedade de atuação do Gestor.

69. Assim, entendemos que qualquer alteração do Regulamento do fundo, inclusive da forma proposta pela Administradora, não descaracterizaria uma atuação mitigada do gestor já identificada pela área técnica pelo próprio histórico de atuação do fundo, seus cotistas e prestadores de serviço; assim como, da estrutura de governança, processo decisório de investimentos e condução de seu dia a dia desde sua constituição.

70. O parágrafo único, do art. 4º, da Instrução CVM 579/16, dispõe que “não caracteriza desatendimento ao disposto no inciso I os casos em que os cotistas deliberem sobre propostas encaminhadas pelo gestor, por meio de comitê de investimento, em relação às decisões inerentes à composição da carteira do fundo”.

71. Entretanto, o comitê de investimentos do Fundo, da forma como organizado, e sendo destinado somente às cotas classe A, a qual possui cotista relacionado às investidas, retira a falta de discricionariedade do Gestor, uma vez que o comitê previsto no dispositivo deve ser aquele destinado a todos os cotistas e com uma característica mais de monitoramento do que de interferência na gestão. O comitê, atualmente, define, inclusive que o cotista deve ter ingerência nas atribuições do gestor sobre a empresa investida: *“opinar sobre a ordem do dia das convocações das assembleias gerais no âmbito das Empresas Investidas”*.

72. Assim, julgamos que não há uma observância completa do inciso I do art. 4º da Instrução CVM 579/16, e também porque o próprio cotista é o representante nas entidades investidas, uma vez que FIPs qualificados como entidades de investimento devem obter *“recursos de um ou mais investidores com o propósito de atribuir o desenvolvimento e a gestão de uma carteira de investimento a um gestor qualificado que deve possuir plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas, não sendo obrigado a consultar os cotistas para essas decisões e*

tampouco indicar os cotistas ou partes a eles ligadas como representantes nas entidades investidas”.

73. Apesar da existência de outros 2 investidores no Fundo, não relacionados com o Sr. Arthur Pinheiro Machado, esses cotistas são detentores de cotas classe B e não contam com a participação no comitê de investimento, ou seja, com os poderes análogos ao de uma gestão atribuídos às cotas classe A. Assim, mais uma vez, entendemos que seja incorreto, para uma adequada avaliação do fundo como entidade de investimento, se o fundo em tese "poderia ter outros cotistas da classe A", como alegado pela administradora, pois o fato é que nunca teve. E de pouco adiantaria mudar o regulamento nesse aspecto agora, com a atribuição de iguais direitos aos cotistas, pois, como já descrito no item deste memorando, um dos propósitos da oferta é o de oferecer saída ao investidor Sr. Artur Machado, o que tornaria, claro, inócua e sem nexo tal equalização.

74. Lembramos, ainda, que até 1/11/2017, quando foi encaminhada à CVMWeb nova versão do Regulamento do Fundo, alterado em atenção às exigências presentes no Ofício 1279, constava do caput e das alíneas (i) a (iv) do item 16.6 do regulamento do Fundo o seguinte texto: "*16.6. – O Comitê de Investimentos terá como funções: (i) aprovar investimentos e desinvestimentos do Fundo, bem como metas e diretrizes a respeito dos mesmos, tais como prazo da carteira, bem como aquelas relacionadas aos créditos privados da carteira; ii) vetar qualquer investimento ou desinvestimento do Fundo, sem prejuízo dos poderes de gestão da carteira que cabem ao Gestor; iii) decidir sobre as questões relevantes de interesse do Fundo, inclusive sobre negociações de ativos em inadimplência e a adoção de medidas judiciais e extrajudiciais na defesa dos interesses do Fundo; iv) decidir sobre a forma de alienação dos ativos que compõem a carteira do Fundo, por ocasião de sua liquidação*".

75. Todavia, algumas das funções atribuídas ao Comitê de Investimento mantidas no item 16.6 do atual Regulamento, em nosso entendimento, ainda inibem, mesmo que de forma indireta, a atuação do gestor em sua plena discricionariedade. Vejamos: "*i) opinar em relação à investimentos e desinvestimentos do Fundo, bem como metas e diretrizes a respeito dos mesmos, tais como prazo da carteira, bem como aquelas relacionadas aos créditos privados da carteira; iii) opinar sobre a forma de alienação dos ativos que compõem a carteira do Fundo, por ocasião de sua liquidação; ix) opinar sobre a ordem do dia das convocações das assembleias gerais no âmbito das Empresas Investidas; x) solicitar a realização de Assembleia Geral de Cotistas, sugerindo inclusive a pauta de deliberação; xi) manifestar-se sobre a integralização de cotas com ativos, por novos Cotistas e/ou Cotistas já existentes, bem como os resgates de Cotas com ativos, submetendo tal manifestação para deliberação pela Assembleia Geral de Cotistas; e xii) indicar os prazos para a realização dos investimentos após a integralização de Cotas, bem como deliberar sobre a prorrogação de tais prazos; 16.6.1. – O Comitê de Investimentos ou qualquer um de seus membros poderão remeter matérias para pauta das Assembleias Gerais a serem realizadas*".

76. Na sequência, analisando a natureza do Fundo à luz dos preceitos do art. 5º da Instrução CVM 579, definidos como "características típicas" de entidades de investimento, encontramos outras evidências que permitem concluir que o fundo não se qualifica como tal:

a) Inciso I do art. 5º da Instrução CVM 579/16 - possuir mais de um investimento, direta ou indiretamente - passados pouco mais de dois anos que o Fundo está em "funcionamento normal", este permanece com apenas uma empresa investida. Assim, mais uma vez, contar com uma mera ilação a respeito da "possibilidade de que o fundo venha a investir em outras companhias" parece significar, na interpretação da área técnica, uma verdadeira desconsideração da natureza e objetivos a que o fundo sempre se propôs concreta e efetivamente, o que afronta o próprio princípio perseguido pela Instrução CVM nº 579/16 de se considerar a natureza econômica do veículo, a despeito de suas características formais.

b) Inciso II do art. 5º da ICVM 579/16 - Ter mais de um cotista, direta ou indiretamente - neste caso, o Fundo possui 3 cotistas, mas apenas 1 cotista, a HFT,

detentor de cotas da classe A, como direito a indicar membros para o Comitê de Investimento; e 2 cotistas detentores de cotas da classe B, com direito a nomear membros para o Comitê de Acompanhamento. É importante notar também, nesse sentido, que a HFT possui 85% das cotas emitidas pelo Fundo e, portanto, tem o poder de aprovar qualquer matéria deliberada em assembleia.

c) Inciso III do art. 5º da ICVM 57916 - Ter cotistas que não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas ou não sejam partes ligadas aos administradores dessas entidades - como afirmamos anteriormente, o Sr. Arthur Pinheiro Machado é (b) sócio responsável da Geneve, empresa que após alienar 40% do capital social da Alubam ao Fundo, se mantém como controladora da investida; (ii) sócio responsável da HFT, detentora de 100% das cotas Classe A e de 85% das cotas emitidas pelo Fundo; (iii) sócio responsável da Alubam, Investida do Fundo, onde também ocupa o cargo executivo de Diretor Presidente; e (iv) sócio da Upiara, empresa controlada pela Alubam.

d) Inciso IV do art. 5º da ICVM 57916 - Possuir investimento em entidades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária, direta ou indiretamente, previamente ao investimento do fundo - o fato de o Sr. Arthur Machado ser indiretamente cotista detentor de 85% das cotas do Fundo e, desde 1/4/2013, controlador, sócio administrador e responsável pela Geneve, empresa que alienou 40% do capital social da Alubam ao Fundo, o que é mais que suficiente para caracterizar a desconformidade com tal requisito.

77. Fica, assim, nítido o envolvimento do Sr. Arthur Machado como cotista principal e sócio responsável de todas as sociedades implicadas no investimento na Alubam, a saber: HFT, Geneve, Upiara e a própria Alubam, na qual é o controlador, por meio da Geneve e exerce o cargo executivo de Diretor-Presidente. Na verdade, tal investidor é um verdadeiro patrocinador do FIP em questão, o que enquadra o veículo de forma muito clara ao conceito perseguido na Instrução CVM nº 579/16 para as não entidades de investimento: a do uso do FIP mais como um veículo patrimonial do que, propriamente, como um típico instrumento de gestão de Private Equity.

78. Por fim, tendo em vista o fato de que o Fundo não atende a 3 das 4 aludidas “características típicas” de entidades de investimento previstas no art. 5º da Instrução CVM 579/16, além de não atender plenamente ao disposto no art. 4º, inciso I, da mesma instrução, entendemos não restar dúvidas de que o Fundo não se qualifica como entidade de investimento.

II - Conclusão

79. Em face de todo o exposto, propomos ao Colegiado a manutenção do entendimento da área técnica e das exigências constantes do Ofício nº 1.667/2017/CVM/SIN/GIE, com a determinação de que o Administrador rerepresente os informes trimestrais de junho e setembro de 2017, efetuando a correção do valor patrimonial das cotas e do patrimônio líquido do fundo, tendo em vista que o FIP, devido à sua natureza patrimonial, não pode ser enquadrado como entidade de investimento

80. Nesse sentido, o ativo do Fundo deve ser reavaliado, nas referidas datas, em conformidade com a norma contábil que trata de investimento em coligada, controlada e em empreendimento controlado em conjunto e de negócios em conjunto, nos termos do disposto no art. 8º da Instrução CVM 579/16.

Atenciosamente,

Luiz Alfredo Rangel

Analista da GIE

Bruno de Freitas Gomes

Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados - GIE

De acordo. Ao SGE, com proposta de que sua relatoria seja conduzida pela SIN/GIE.

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais - SIN



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 11/01/2018, às 15:17, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Gerente**, em 11/01/2018, às 15:20, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0418714** e o código CRC **1BF4E749**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0418714 and the "Código CRC" 1BF4E749.