



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

**EXCELENTÍSSIMO SENHOR PROCURADOR DA REPÚBLICA  
ANSELMO HENRIQUE CORDEIRO LOPES – COORDENADOR DA  
FORÇA-TAREFA GREENFIELD.**

**REFERÊNCIA: PROCEDIMENTO INVESTIGATÓRIO CRIMINAL Nº  
1.16.000.002730/2018-67**

**PAULO ROBERTO NUNES GUEDES**, já qualificado nos autos do procedimento em epígrafe, vem, respeitosamente, por seus advogados, atendendo ao ofício 2739/2020, expedido pela d. Força-Tarefa da Operação *Greenfield* da Procuradoria da República no Distrito Federal, apresentar **depoimento escrito**, em formato de petição, a fim de verem os fatos derradeiramente esclarecidos.

## **I – DO OBJETO DOS QUESTIONAMENTOS**

Trata-se depoimento escrito, em forma de petição, nos autos do PIC 1.16.000.002730/2018-67, em trâmite na Força-Tarefa da Operação *Greenfield*, instaurado em decorrência do recebimento da nota técnica nº 1409/2018 da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), em 01/10/2018, no curso das buscas por irregularidades em investimentos realizados por Fundos de pensão.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

A referida nota descreve fatos relativos ao BR EDUCACIONAL Fundo de Investimentos em Participações (FIP), lançado pela BR Educacional Gestora de Recursos Ltda. em 2009 e encerrado em 2015, que contou com investimentos das entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) FUNCEF, PETROS, PREVI, POSTALIS, BANESPREV, FIPECQ, INFRAPREV, além do BNDESPAR.

Embora o FIP BR EDUCACIONAL tenha diversificado a alocação de recursos ao longo dos 6 (seis) anos de atividade, o documento elaborado pela PREVIC concentra a narrativa especificamente na aquisição das ações da HSM do Brasil S/A, cujo investimento teria gerado prejuízos aos cotistas, o que, conforme adiante se verá, não corresponde à realidade.

Diante do teor da nota, esta Força-Tarefa do Ministério Público Federal instaurou o PIC 1.16.000.002730/2018-67, com o fito de apurar eventuais irregularidades ocorridas entre 2009 e 2013 no curso das operações financeiras realizadas pelo FIP BR EDUCACIONAL, que poderiam ter causado prejuízo aos cotistas: os Fundos de pensão FUNCEF, PETROS, PREVI, POSTALIS, BANESPREV, FIPECQ, INFRAPREV e também o BNDESPAR. É o que se verifica do despacho do d. Procurador da República, em 02/10/2019:

Segundo demonstra a nota técnica da PREVIC, há relevantes indícios de que, entre os meses de fevereiro de 2009 e junho de 2013, diretores/gestores dos Fundos de pensão FUNCEF, PETROS, PREVI, POSTALIS (todas alvos da Operação Greenfield), INFRAPREV, BANESPREV e FIPECQ e da sociedade por ações BNDESPar possam ter se consorciado com o empresário Paulo Roberto Nunes Guedes, CPF nº 156.305.876-68, controlador do Grupo HSM Brasil, a fim de cometerem crimes de gestão fraudulenta ou temerária de instituições financeiras equiparadas (art. 4º da Lei 7.492/86) e emissão e negociação de títulos mobiliários sem lastros ou garantias (art. 7º, III, da Lei 7.492/86), relacionados a investimentos no FIP BR Educacional. Dessa forma, a fim de investigar os fatos acima narrados, **determino a instauração de novo procedimento investigatório criminal (PIC), correlato aos procedimentos da Operação Greenfield**, com prazo inicial de 90 (noventa) dias, que deve ser instruído com o documento PRDF-00081194/2018 (e anexos).



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Assim, de antemão, pode-se perceber que, conquanto o FIP BR EDUCACIONAL tenha perdurado até o ano de 2015, as suspeitas ventiladas nos autos se restringem a fatos ocorridos entre os anos de 2009 e 2013, em especial os investimentos realizados pelo Fundo na empresa HSM do Brasil, razão pela qual o PIC foi instaurado com o escopo de apuração adstrito a estes 4 (quatro) primeiros anos.

Não por outro motivo, as perguntas formuladas no ofício ora respondido são todas a respeito do investimento na HSM do Brasil, podendo-se concluir que a celeuma reside exatamente neste ponto, e em nenhum outro mais, caso contrário, teria sido objeto das indagações.

Os questionamentos, em linhas gerais, buscam informações sobre (i) a forma pela qual ocorreu o contato entre a Gestora e a HSM do Brasil; (ii) como se deu o voto favorável ao investimento na empresa; (iii) como foi feito o cálculo do ágio pago; (iv) se foi realizada *due diligence*; (v) se o Comitê estava ciente da remição das dívidas que a HSM Global tinha com a HSM do Brasil; (vi) como ocorreu o pagamento pelas cotas da empresa; (vii) e como se dava a participação do FIP na gestão da HSM do Brasil.

Por fim, é dizer que o Requerente trará, aqui, amplos esclarecimentos sobre os fatos apurados não só respondendo a todos os quesitos formulados por Vossa Excelência, como também descrevendo uma série de outros aspectos relevantíssimos para se chegar à conclusão de que nenhuma irregularidade houve e de que o FIP em questão foi um formidável investimento aos cotistas.

Adverte-se, no entanto, que o fato de o presente depoimento escrito esclarecer aspectos dos mais variados campos de atuação – gestão, administração, processo de decisão, captação, transferência de recursos, etc – não significa, de forma alguma, que Paulo Guedes tivesse ingerência sobre todas estas etapas que compõem a atividade de um Fundo de investimento em participações.

Tem-se, portanto, na abrangência do presente petítório, apenas mais um exemplo de boa vontade e de esforço colaborativo com as investigações, no intuito de sempre municiar esta Ilustre Força-Tarefa com os verdadeiros elementos fáticos, como tem sido a tônica da participação da defesa de Paulo Guedes nos autos.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Por isso, importante ter em vista que o esclarecimento sobre determinado fato não implica dizer que o Requerente dele tenha participado ou que fosse de sua atribuição, mas tão somente que a defesa se esforçou para transmitir à Vossa Excelência o conteúdo solicitado, na medida do possível.

Antes, porém, de responder diretamente às perguntas formuladas, algumas considerações mais abrangentes são necessárias para proporcionar a esta d. Força-Tarefa a exata compreensão dos fatos, os quais já elucidarão diversos pontos acerca do imbróglcio estabelecido, sem prejuízo, é claro, de que, no tópico seguinte, sejam as indagações formuladas por Vossa Excelência uma a uma respondidas.

Com o correto entendimento dos fatos aqui ventilados, a compreensão sobre os fatos será seguramente mais precisa, tanto do ponto de vista do Requerente e sua relação com os investimentos em questão, quanto da ótica do próprio FIP e o modelo de gestão exitoso pelo qual os recursos foram submetidos.

## **II – O FIP BR EDUCACIONAL**

Embora o objeto dos questionamentos seja exclusivamente os investimentos realizados na empresa HSM do Brasil, o FIP deve ser analisado como um conjunto de operações desde o lançamento e os primeiros aportes feito pelos cotistas até o encerramento das atividades, com o retorno dos recursos aos investidores, mormente quando se trata de Fundo de investimento fechado, cujo resgate ocorre apenas ao final das atividades do Fundo.

### **A) Estratégia do Fundo**

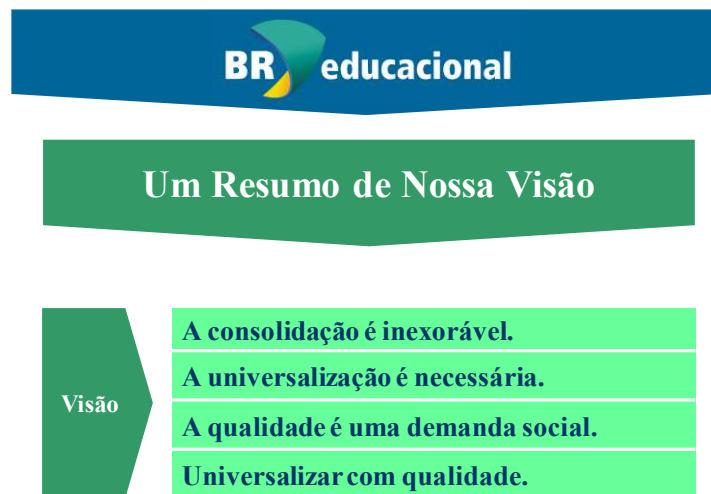
Em 2008, um grupo de executivos renomados se reuniu e iniciou um projeto de alto impacto social, chamado Fundo BR Educacional (“Fundo”). Este viria a ser o primeiro Fundo temático, focado em investimentos no setor educacional do Brasil.

Durante o seu período de estruturação e captação, o Fundo foi apresentado a diversos investidores, aos quais foi mostrado um plano de

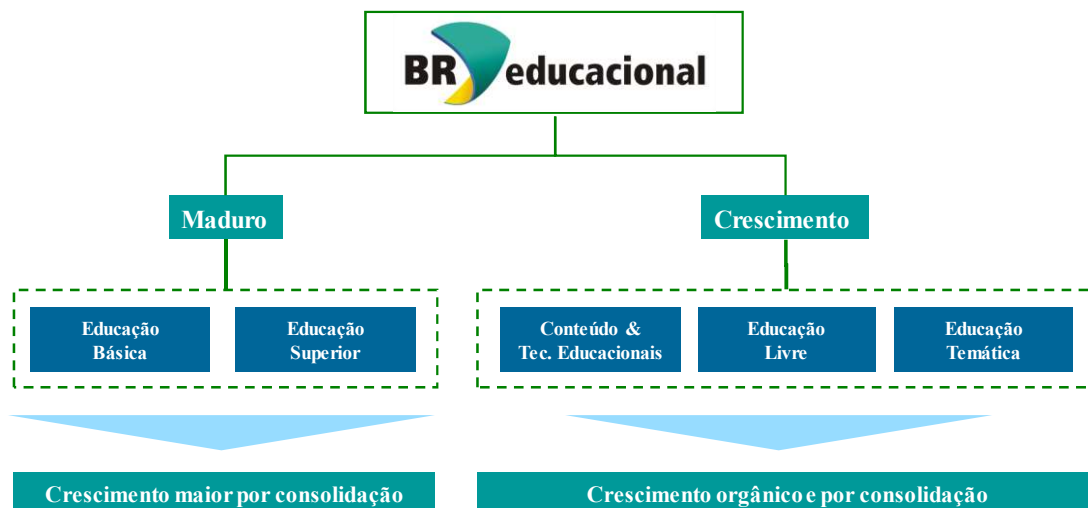


FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

negócios abrangente para o setor educacional brasileiro. Segundo este plano de negócios, toda a estratégia do Fundo era baseada em uma visão de futuro do setor educacional, conforme figura baixo.



Mudanças estruturais que ocorriam no setor propiciavam o surgimento de teses de investimentos inovadoras. Na época foi apresentado aos possíveis investidores uma “divisão” do setor educacional em 5 plataformas de investimento, chamadas de verticais, cada uma com uma determinada tese de investimento (conforme abaixo).



As 5 verticais dividiam-se da seguinte forma e com os seguintes macro planos:



**FIGUEIREDO & VELLOSO**  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Educação Básica (K-12)	Estratégia de consolidação para criar o maior sistema de ensino do país com escolas próprias e afiliadas. O projeto terá uma forte componente de growth por aquisições (“roll up consolidation”).
Educação Superior	Estratégia de consolidação para criar redes de ensino superior. Apesar de ser um setor maduro, vamos empreender uma estratégia com uma forte componente de growth por aquisições (“roll up consolidation”).
Conteúdo & Tecnologias Educacionais	Editoras CTP; tecnologias de e-learning; e tecnologias de distribuição: “Criação de um player de educação a distância integrado”, com conteúdo digital distribuído por satélite, cable e broadcast (“BR TV”).
Educação Não-regulamentada	Player de consolidação no setor de cursos preparatórios e profissionalizantes.
Educação Temática	Desenvolvimento de marcas nacionais (“premium quality”) em nichos do setor educacional (Business, TI, Saúde, etc.)

O Fundo, por sua vez, iniciou suas atividades em 02 de fevereiro de 2009 com um volume total de capital subscrito de R\$ 354.250.000,00 e composto de 9 cotistas conforme a tabela abaixo:

<b>Cotistas</b>	<b>R\$</b>	<b>%</b>	<b>Membro do Comitê de Investimentos</b>
PETROS	88.560.000,00	25,00	Sim
BNDES Par	70.850.000,00	20,00	Sim
POSTALIS	60.000.000,00	16,94	Sim
FUNCEF	60.000.000,00	16,94	Sim
PREVI	35.420.000,00	10,00	Sim
INFRAPREV	20.000.000,00	5,65	Sim
BANESPREV	10.000.000,00	2,82	Não
FIPECQ	5.000.000,00	1,41	Não
Gestora <sup>1</sup>	4.420.000,00	1,25	Sim
<b>TOTAL</b>	<b>354.250.000,00</b>	<b>100,00</b>	

<sup>1</sup> Ressalte-se que a própria gestora adquiriu 1,25 % das quotas, prática chamada de coinvestimento, que constitui conduta amplamente reconhecida no mercado local e internacional como boa prática por gerar um alinhamento de interesses da gestora com os investidores do FIP, já que ambos se submetem seus patrimônios aos mesmos riscos. Tal mecanismo é reconhecido como fator positivo para promoção do alinhamento de interesses da gestora pela própria IOSCO (“International Organization of Securities Commissions”) – organização internacional que reúne reguladores de valores mobiliários, como a CVM – em relatório denominado “Private Equity Conflicts of Interest Final Report”<sup>1</sup>, elaborado em 2010 sobre o tema de conflitos de interesse na atuação da indústria do *private equity*, após consulta pública internacional com a participação de diversos reguladores internacionais, especialistas e participantes da indústria: “*Co-investment by the private equity firm (or its affiliates) alongside the fund is seen as a positive and motivating factor in aligning the interests of the firm/its staff with fund investors*”. (“*Private Equity Conflicts of Interest - Final Report*”, Cap. 4 (“*Identified Areas of Risk and Methods of Mitigation for Conflicts of Interest within Private Equity*”, p. 15).





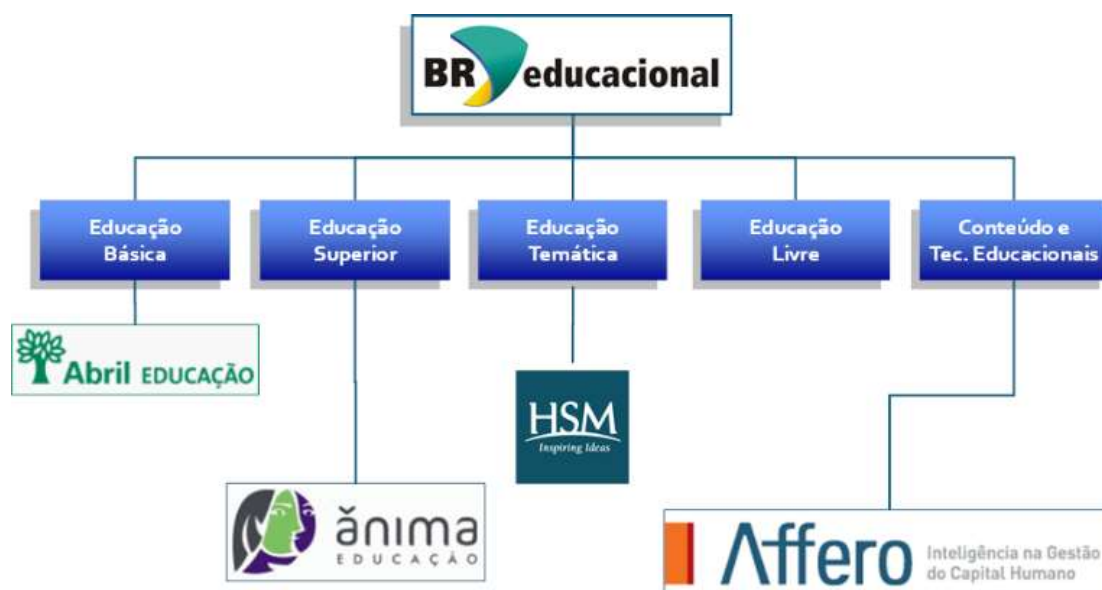
FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Para que fique claro, na dinâmica de um Fundo de *private equity*, o capital subscrito da tabela acima não é desembolsado no momento da constituição do Fundo. O capital é apenas comprometido inicialmente e vai sendo integralizado ao longo do tempo, conforme chamadas de capital efetuadas pelo administrador.

Este capital subscrito não é necessariamente todo utilizado. No caso do Fundo, como diante se verá, o capital integralizado ao longo do tempo foi de R\$ 324.729.878,10.

A Gestora, então, agindo de acordo com os maiores padrões éticos e morais, seguindo todas as normas dos órgãos reguladores, do próprio regulamento do Fundo e de seu processo de investimento, realizou quatro investimentos diretos: 1) Abril Educação, 2) Anima Educação, 3) Afferro e 4) HSM.

Como pode-se observar abaixo, cada uma destas instituições atuava em diferentes verticais do plano de negócios.



O que se seguiu daí foi uma trajetória de bastante sucesso para o Fundo e excelente retorno para seus investidores, a qual se passa a demonstrar.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

## B) O Resultado do Fundo

O Fundo iniciou formalmente em 02 de fevereiro de 2009 e encerrou-se em 08 de setembro de 2015, com resultado extremamente positivo.

Para tal aferição, tenha-se em vista, primeiro, que o Fundo teve uma integralização total, ao longo de seus 6 (seis) anos, de **R\$ 324.729.878,10** (trezentos e vinte e quatro milhões e setecentos e vinte e nove mil oitocentos e setenta e oito reais e dez centavos).

À medida que seus ativos eram alienados ou dividendos eram pagos pelas companhias investidas, os cotistas iam obtendo o retorno do investimento com as respectivas amortizações de cotas efetuadas pelo Banco Bradesco, o Administrador do Fundo.

Somando-se todo o capital retornado a seus cotistas, os investidores receberam um valor **total** de **R\$ 704.613.644,61** (setecentos e quatro milhões seiscentos e treze mil e seiscentos e quarenta e quatro reais e sessenta e um centavos). Este montante, já líquido do pagamento de taxa de performance, equivale a 2,17 vezes o capital investido, uma rentabilidade em torno de 25,6% ao ano durante o período de existência do Fundo.

O FIP BR EDUCACIONAL, portanto, foi um dos melhores Fundos brasileiros em termos de retorno de investimento para os seus quotistas nos últimos 10 (dez) anos. Note-se o retorno do investimento por quotista na tabela abaixo:

Quotistas	Comprometido	Participação	Efetivamente Aportado	Distribuído (Bruto)	Efetivamente pago (líquido de performance)
PETROS	88.560.000,00	25,00%	<b>81.180.177,85</b>	188.779.565,35	<b>176.148.438,58</b>
BNDESPAR	70.850.000,00	20,00%	<b>64.945.975,62</b>	151.027.915,60	<b>140.922.728,92</b>
POSTALIS	60.000.000,00	16,94%	<b>55.000.120,50</b>	127.899.434,52	<b>119.341.760,55</b>
FUNCEF	60.000.000,00	16,94%	<b>55.000.120,50</b>	127.899.434,52	<b>119.341.760,55</b>
PREVI	35.420.000,00	10,00%	<b>32.468.404,47</b>	75.503.299,51	<b>70.451.419,31</b>
INFRAPREV	20.000.000,00	5,65%	<b>18.333.373,50</b>	42.633.144,84	<b>39.780.586,85</b>
BANESPREV	10.000.000,00	2,82%	<b>9.166.686,75</b>	21.316.572,42	<b>19.890.293,43</b>
FIPECQ	5.000.000,00	1,41%	<b>4.583.343,37</b>	10.658.286,21	<b>9.945.146,71</b>
GESTORA	4.420.000,00	1,25%	<b>4.051.675,54</b>	9.421.925,01	<b>8.791.509,89</b>
<b>Total</b>	<b>354.250.000,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>324.729.878,10</b>	<b>755.139.577,99</b>	<b>704.613.644,61</b>





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Como já mencionado, este resultado foi a soma dos 4 (quatro) investimentos efetuados pelo Fundo, dos quais 3 (três) obtiveram ganhos elevadíssimos de capital, e **1 (um) com o retorno de 99,21% do valor investido**. Trata-se este último do investimento na HSM do Brasil, objeto desta investigação, sobre o qual adiante seguem os devidos esclarecimentos.

Este resultado positivo foi atingido através de uma minuciosa atenção por parte da Gestora ao plano de negócios do Fundo e a observância de todos os aspectos formais dos investimentos. Cada investimento passou por um processo de seleção, aprovação, monitoramento e desinvestimento chamado de Processo de Investimentos do Fundo, o qual se passa a explicitar.

### C) Processo de Investimento

Para que uma empresa alvo pudesse fazer parte da carteira do Fundo, era necessário que tivesse passado por um funil de processos, denominado Processo de Investimento do Fundo. Esta cadeia de valor tem como macroprocessos as seguintes etapas, que serão detalhadas a seguir:



#### C.1) Prospecção

Trata-se do momento quando o Gestor contata empresas de determinado setor – no caso, no segmento educacional - de acordo com suas respectivas teses de investimento. Observa-se se as empresas se enquadram na estratégia do Fundo e se atendem aos critérios mínimos de investimento.

Usualmente, as prospecções podem ser: *Prospecção Passiva* (A credibilidade da Gestora no setor educacional e financeiro atrai muitas instituições de ensino, boutiques e bancos de investimentos em busca de investimentos); ou *Prospecção Ativa* (Realizada diretamente pela Gestora).



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

## C.2) Originação

Uma vez prospectada, a empresa alvo de interesse do Fundo começava a ser originada. Para tanto são requisitadas informações preliminares sobre o ativo, usualmente de cunho financeiro/contábil, operacional e estratégico.

Estas informações serviam de base para uma confirmação preliminar do interesse do Fundo, bem como de subsídio para a elaboração de uma proposta não vinculante. Esta proposta conterà termos como o preço de aquisição, participação societária a ser adquirida, itens mínimos de governança, entre outros.

## C.3) Negociação

A partir daí, inicia-se um processo de negociação dos termos e condições preliminares do investimento. Estes termos são incluídos em um documento chamado de *term sheet* (“*Term Sheet*”).

Os principais itens deste *Term Sheet* são: (i) as Partes envolvidas, (ii) a determinação dos ativos objeto da transação, (iii) as premissas utilizadas para determinação do preço (faturamento, lucro líquido, dívidas entre outras), (iv) o preço e percentuais a serem adquiridos, (v) auditorias e diligências confirmatórias necessárias, (vi) condições de governança, (vii) garantias da operação, (viii) bem como um período de exclusividade.

O processo de finalização deste documento implicava várias idas e vindas entre a Gestora e a empresa alvo, até que um documento - não vinculante - fosse formalizado e assinado.

## C.4) Comitê de Investimento

Passo seguinte seria a submissão ao Comitê, instância máxima do FIP, composto, quase na totalidade, por membros indicados pelos próprios quotistas, sem vínculo com a Gestora (no caso do FIP, apenas um dos 7 membros do Comitê era indicado pela Gestora, sendo os 6 demais indicados pelos quotistas).



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Nos termos do regulamento do FIP, as decisões do Comitê eram tomadas por maioria e eram vinculantes em relação à Gestora:

“Artigo 26 – Os Membros Votantes do Comitê de Investimentos serão eleitos de acordo com o seguinte procedimento: (i) 1 (um) membro será eleito pelo Gestor; e (ii) 6 (seis) membros, denominados ‘Membros Quotistas’, que serão eleitos pelos outros Quotistas que não o Gestor. Os Membros Quotistas e o membro eleito pelo Gestor serão conjuntamente denominados ‘Membros Votantes’.”

“Artigo 29 (...)

§3º – As decisões do Comitê de Investimentos serão tomadas pelo voto da maioria dos Membros Quotistas que manifestaram o seu voto, não cabendo ao seu Presidente, em caso de empate, o voto de qualidade. As decisões do Comitê de Investimentos serão necessariamente executadas pelo Gestor, exceto se a sua execução, na forma decidida pelo Comitê de Investimentos, se tornar impossível, hipótese na qual o Comitê de Investimentos deverá reunir-se para rever sua decisão.

A função de “gestão” do FIP desempenhado pela BR Educacional Gestora Ltda. não se tratava, portanto, de tomar a decisão de investimento, mas sim de selecionar e submeter projetos e propostas de investimento e desinvestimento ao Comitê, a quem cabia a efetiva análise e tomada de decisão:

“Artigo 27 – O Comitê de Investimentos terá como funções: (i) deliberar sobre os projetos e propostas de investimento e desinvestimento do FUNDO submetidos exclusivamente pelo Gestor;”

“Artigo 28 – É competência exclusiva do Gestor o encaminhamento, ao Comitê de Investimentos, das propostas de investimentos e desinvestimentos.”

À Gestora cabia, entre outras atribuições, a da seleção e submissão de projetos e propostas de investimento e desinvestimento ao Comitê, além da disponibilização das informações que auxiliariam na tomada de decisão por parte dos membros do Comitê.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Esta proposta de investimento, elaborada pela Gestora, era consolidada em um documento robusto chamado de Memorando de Investimentos (“Memo”), devendo conter, conforme art. 30 do regulamento do Fundo:

“Artigo 30 – Para o bom desempenho do Comitê de Investimentos, o Gestor enviará as seguintes informações e documentos para a deliberação, em português, conforme aplicável:

(i) Sempre que se tratar de avaliação para realização de novos investimentos:

(a) análises (i) econômico-financeiras, projeções de fluxo de caixa, retorno esperado e demonstrativos financeiros de Companhias Alvo ou de Companhias Investidas; (ii) mercadológicas, gestão, vantagens competitivas e estratégia empresarial;

(b) avaliação dos investimentos e adequação aos requisitos previstos no Regulamento; estratégias para investimentos e desinvestimentos, inclusive com a recomendação do tipo e espécie de Valor Mobiliário a ser utilizado em cada caso;

(c) proposta com as datas em que deverão ser realizadas as integralizações das Quotas que tenham sido subscritas pelos Quotistas, no todo ou em parte;

(d) propostas acerca da forma pela qual deve se dar a participação e influência do FUNDO na definição das políticas estratégicas e na gestão da Companhia Alvo;

(e) análise de aspectos jurídicos do investimento, abordando principalmente aspectos societários, fiscais, trabalhistas, ambientais, bem como quaisquer outros riscos decorrentes do investimento e respectivas estratégias ou medidas que possam mitigá-los.”

Para facilitar a compreensão, a título de exemplo, um Memorando elaborado pela Gestora, embora não limitado a tal, continha tipicamente os seguintes itens:

#### Resumo Executivo

- 1 A Empresa na Estratégia do Fundo
- 2 Visão sobre o Setor
- 3 Visão Geral da Empresa
- 4 Diferenciais Competitivos



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

- 5 Equipe de Gestão
- 6 Estratégia do Investimento
- 7 Análise SWOT, Riscos e Mitigadores
- 8 Indicadores Operacionais e Financeiros
- 9 Cenários e Precificação
- 10 Estrutura de M&A
- 11 Análise de Retorno
- 12 Estratégias de Saída
- 13 Estruturas de Governança
- 14 Recomendação do Investimento

Estas informações eram essenciais para embasar os membros do Comitê na tomada de decisão a respeito do investimento ou não na empresa alvo.

Durante o prazo regulamentar conferido ao Comitê para análise das propostas submetidas pela Gestora, ao menos uma Reunião de Trabalho (“RT”) era realizada, contando com a participação dos membros do Comitê, momento em que a Gestora promovia a apresentação e a leitura, ponto a ponto, de todos os itens do Memorando de Investimentos.

Estas reuniões de trabalho costumavam ser extensas e incluíam diversos questionamentos dos membros do Comitê. Parte destes questionamentos eram esclarecidos durante a reunião, outros eram respondidos em RTs adicionais, podendo sê-lo também por escrito, posteriormente, em documentos à parte, contendo perguntas e respostas, o quais se denominam Q&A.

Mesmo com a realização de RTs, era comum que os membros do Comitê e suas equipes internas de análise ainda possuíssem dúvidas ou solicitassem informações adicionais. Todos os materiais adicionais eram solicitados à Gestora e compartilhados entre todos os demais membros do Comitê. Este processo se repetia quantas vezes fossem necessárias, até que os Membros do Comitê e seus times internos de análise se dessem por satisfeitos com a informação necessária para a tomada de decisão de cada um.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

No caso do Fundo, o Comitê era composto por 7 membros a saber: PETROS, BNDESPar, FUNCEF, POSTALLIS, PREVI, INFRAPREV, além da Gestora. Havia ainda dois membros observadores FIPECQ e BANESPREV. Importante ressaltar que, em caso de empate, o voto da Gestora não poderia ser usado como voto decisivo.

Fundamental esclarecer ainda que a decisão acerca do investimento ou não na empresa alvo, fruto da proposta de investimento apresentada pelo Gestor, era definida individualmente por cada membro do Comitê e de acordo com a orientação de voto interna de cada cotista. Uma proposta de investimento nunca era uma garantia de que o investimento aconteceria.

### C.5) Auditorias

Uma vez tendo o investimento sido aprovado pelo Comitê, a Gestora então iniciava o seu processo de auditorias e diligências. Estas auditorias são específicas e realizadas por especialistas. No caso do Fundo, sempre eram realizadas diligências de ordem contábil e tributária, assim como jurídica. Dependendo do setor educacional, eram requeridas também diligências operacionais específicas e regulatórias. Os relatórios finais deste processo eram fundamentais e tinha essencialmente três propósitos:

- (i) Validação dos números fornecidos pela empresa alvo na fase preliminar de negociação, e usados como base para elaboração de uma proposta de aquisição;
- (ii) levantamento e validação de passivos existentes; e
- (iii) levantamento de possíveis contingências.

Dependendo do resultado destas auditorias, poderia ou não ser dado sequência ao investimento. Caso as condições mínimas aprovadas no Comitê fossem mantidas, o processo seguia em frente, caso contrário, era convocado um novo Comitê para deliberação de uma nova proposta de investimentos ou, simplesmente, o investimento não seguia em frente.





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

## C.6) Fechamento

Caso o resultado da auditoria implicasse no atendimento das condições mínimas definidas em ata pelo Comitê, a operação, então, seguia para ser fechada, caso contrário, um novo Comitê deveria ser convocado ou simplesmente a transação não era consumada.

Neste momento, o Administrador recebe toda a documentação da operação para verificar se está enquadrada com os órgãos reguladores, com a deliberação do Comitê e com o Regulamento do Fundo. Caso tudo esteja de acordo, o Administrador então permite o fechamento da transação.

## C.7) Monitoramento

O monitoramento da Gestora nas companhias investidas do Fundo era feito sob duas dimensões: Estratégica e Operacional.

Do ponto de vista estratégico, o Fundo sempre possuía assento no Conselho de Administração das companhias investidas. Adicionalmente, por acordo de acionistas, possuía também vetos importantes nas tomadas de decisão em matérias deliberativas relevantes.

Já do lado operacional, via de regra, o Fundo negociava nos seus termos de investimentos a indicação de executivos advindos do mercado, para assumirem determinados postos da diretoria em seu nome (usualmente a Diretoria Financeira).

Como costume, a Gestora elaborava junto aos executivos da empresa um planejamento para os primeiros 90 dias. Durante este período era comum fazer um *retreat* estratégico para serem definidas as metas de curto, médio e longo prazos aderentes à tese de investimentos.

Durante todo o período em que o Fundo era acionista das empresas, a criação de valor era feita através de três principais alavancas: (i) Governança, com a implantação do Conselho de Administração e demais instituições de governança; (ii) Estratégica, com a criação de comitês assessoriais dependendo da necessidade das companhias, os quais serviam para



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

assessorar o Conselho de Administração e eram liderados por membros da Gestora; e (iii) Operacional, com a implementação de processo e sistemas de monitoramento, tanto dos resultados financeiros quanto operacionais das companhias.

### C.8) Desinvestimento

Por fim, o objetivo desta fase era originar e executar os eventos de liquidez para as companhias investidas do Fundo. O Gestor buscava o evento de desinvestimento que criasse o maior retorno para o Fundo.

Do ponto de vista do processo é bastante semelhante ao processo de investimento descrito anteriormente. Isto é, prospecta-se um comprador e elabora-se uma proposta de desinvestimento, que, por sua vez, é enviada ao Comitê de Investimentos do Fundo para deliberação.

Nem sempre é possível fazer a transação completa apenas com a equipe da Gestora, então muitas vezes utiliza-se a assessoria de Boutiques ou Bancos de Investimentos de forma a produzir um processo competitivo que maximize o preço de saída para o Fundo.

Em regra, as opções principais de desinvestimentos são:

- Venda de ações em Bolsa (IPO) - opção prioritária para o Gestor
- Venda para um Estratégico – outra empresa do mercado educacional
- Venda para um Financeiro - outro Fundo de Private Equity
- Operação de “*Buy Back*” – revenda para executivos e/ou sócios originais da companhia

### C.9) Considerações adicionais

Por último, é importante refutar, desde já, a impropriedade em se apurar qualquer eventual – e irreal – prejuízo aos cotistas a partir da quantificação de resultado líquido quando se trata de Fundo fechado, nos quais não é permitido resgate antecipado dos recursos investidos.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Diferentemente dos Fundos abertos, em que se permite ao quotista resgatar o seu investimento a qualquer tempo (de acordo com condições de carência pré-estabelecidas), os Fundos de investimento em participação (FIP) são necessariamente fechados, não sendo autorizado o resgate antecipado a pedido do quotista.

Em geral, os Fundos fechados são aqueles cujos ativos investidos apresentam menor liquidez e cujo retorno depende de um investimento comprometido por um período estabelecido (FIP e Fundos imobiliários, por exemplo), casos em que a vedação ao resgate antecipado pelos quotistas se faz necessária para que não se imponha ao Fundo a obrigação de uma alienação antecipada e repentina (portanto, sem planejamento) de parte dos ativos investidos, que poderia prejudicar os investimentos em curso e causar uma perda de valor aos quotistas remanescentes.

Exatamente por essa característica dos Fundos fechados, a efetiva verificação do retorno ao quotista somente se mostra fiel e coerente no encerramento dos respectivos investimentos, uma vez que, por natureza, tais investimentos somente serão capazes de gerar retorno aos quotistas após um determinado período.

O mesmo se aplica à própria Gestora, cuja remuneração, com base no sucesso (taxa de performance), somente seria calculada (e paga) após o respectivo pagamento das amortizações aos investidores e verificação do atingimento das metas previamente estabelecidas.

Portanto, tratando-se de Fundo sem liquidez, cujos valores não ficam à disposição dos cotistas, mas tão somente lhes retornarão quando do desinvestimento, não há que se apurar prejuízo em cada operação realizada pelo Fundo.

Apenas tal ponto já seria suficiente para se concluir pela ausência de qualquer irregularidade no curso do FIP BR EDUCACIONAL. Mas, não é só.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

### **III – DO INVESTIMENTO NA HSM DO BRASIL**

Demonstrou-se, portanto, toda a cadeia de produção pela qual uma determinada empresa integra a carteira do Fundo, desde a prospecção do investimento, as informações que são levantadas, a decisão do Comitê e depois o desinvestimento.

Como visto, o FIP BR EDUCACIONAL investiu em 4 (quatro) empresas ao longo do seu período de vigência. Enquanto a Abril Educação, a Ânima Educação e a Afferro produziram ganho de capital elevadíssimo ao patrimônio do Fundo, o investimento na HSM do Brasil, em verdade, embora não tenha proporcionado tal rentabilidade, retornou ao FIP 99,21% do valor investido, não se podendo dizer, materialmente, que tenha havido prejuízo.

Em poucas palavras, em um Fundo que retornou 2,17x o capital investido **dos 4 (quatro) investimentos do Fundo, 3 (três) retornaram valores muito acima do investido, e 1 (um) retornou 99,21% do que foi despendido pelo Fundo.** São estes os fatos!

E é sobre este último que versa a presente investigação, já que, como visto, os demais investimentos não são objeto do presente PIC – e sequer poderiam ser.

As perguntas dirigidas se resumem a indagar fatos próprios apenas do investimento na HSM do Brasil, porquanto, ao que parece, o escopo de apuração deste procedimento fora seccionado para apurar especificamente a operação de aquisição das referidas ações e seus desdobramentos, entre os anos de 2009 e 2013.

Assim, em vista de o procedimento versar sobre esta fração dos investimentos do FIP e das perguntas de Vossa Excelência serem adstritas às circunstâncias que envolveram a HSM do Brasil, passa-se a esclarecer as nuances deste específico investimento, demonstrando-se todo o percurso dos valores envolvidos.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

## A) A Originação da HSM

O processo de originação é uma etapa decisiva do Processo de Investimento. Uma vez desenhada a tese de investimentos, parte fundamental da estratégia de investimentos do Fundo, inicia-se a definição de potenciais ativos. A tese em que se encaixava a HSM do Brasil era chamada de Educação Temática, educação voltada para um determinado segmento, neste caso, Gestão.

A Gestora viu na HSM do Brasil um ativo alvo bastante aderente à tese. Tratava-se de empresa tradicional, com mais de 15 (quinze) anos de existência, com conteúdo de altíssima qualidade no segmento de gestão e com uma marca forte e reconhecida, de modo que poderia ser estendida do modelo atual de educação não regulada - cursos de até 3 (três) dias - para uma oferta de cursos mais longos, regulados pelo Ministério da Educação (graduação, pós-graduação entre outros).

A Gestora, então, entrou em contato direto, sem a participação de terceiros, com os executivos da HSM do Brasil para entender se haveria oportunidade de investimento.

Devido à crise econômica que começava a se instalar em 2009, foi observada a possibilidade de aquisição somente a operação da HSM Global Inc. no Brasil. À época, a HSM Global Inc. possuía operações em outros países como Argentina, EUA, Itália e Espanha. A possibilidade de montar uma operação de cisão da parte brasileira do restante do grupo seria mais complexa, porém factível.

A partir daí seguiram-se várias reuniões e telefonemas que duraram até a definição de uma operação que se refletiu no *Term Sheet*, procedimento aqui já esclarecido.

De acordo com o processo de investimento, já descrito, a próxima etapa seria a Gestora preparar uma proposta de investimentos a ser submetida ao Comitê para apreciação e deliberação pelos Cotistas.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

## B) Comitê de Investimentos da HSM

Seguindo então o processo de investimentos já delineado, era chegado o momento de a Gestora apresentar uma proposta de investimentos em relação à HSM do Brasil ao Comitê de Investimentos do Fundo.

No dia 12 de Março de 2009, foi então convocada a 1ª Reunião de Comitê de Investimentos (“RCI”) do Fundo a ser realizada em 11 de maio de 2009, cujo objetivo era deliberar acerca do possível investimento em três companhias alvo: HSM do Brasil, Faculdade Boa Viagem e Associação Educacional Araras, conforme replicamos na figura abaixo.

Rio de Janeiro, 12 de março de 2009.

**Aos Membros e Observadores no Comitê de Investimentos do fundo BR Educacional  
Fundo de Investimento em Participações**

BR Educacional Gestora de Recursos S.A., na qualidade de gestora do BR Educacional Fundo de Investimento em Participações (“FUNDO”), inscrito no CNPJ/MF sob o nº 08.961.139/0001-03, vem convidar V.Sa. para comparecer a reunião do Comitê de Investimentos do FUNDO, em 11 de maio de 2009, às 09h, na Cidade e Estado do Rio Janeiro; na sede da gestora localizada na Av. Borges de Medeiros 633 sala 602 ; a fim de deliberar sobre a seguinte ordem do dia:

- i. Examinar e decidir sobre investimentos do FUNDO nos termos do Regulamento, das seguintes companhias:
  - a. HSM do Brasil Ltda.
  - b. Faculdade Boa Viagem – FBV
  - c. Associação Educacional de Araras – UNAR

Atenciosamente,

**BR Educacional Gestora de Recursos**





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Ainda conforme o Regulamento do Fundo no seu Artigo 30, foi enviado a todos os membros do Comitê de Investimentos, em documento datado de 20 de abril de 2009, o Memorando de Investimentos (“Memo”) e demais documentos de apoio que incluíam as análises necessárias para a tomada de decisão por parte dos membros do Comitê (Anexo 01).

Ainda seguindo o Processo de Investimentos e de forma a esclarecer todos os pontos da proposta de investimentos na HSM do Brasil, agendou-se uma RT, que, de fato, ocorreu em 27 de abril de 2009. Esta reunião de trabalho serviria para que a Gestora passasse junto aos membros do Comitê cada um dos itens que constavam do Memo. Tratava-se de reunião extensa, com a presença dos membros do Comitê, momento em que foi apresentado o conteúdo do Memo.

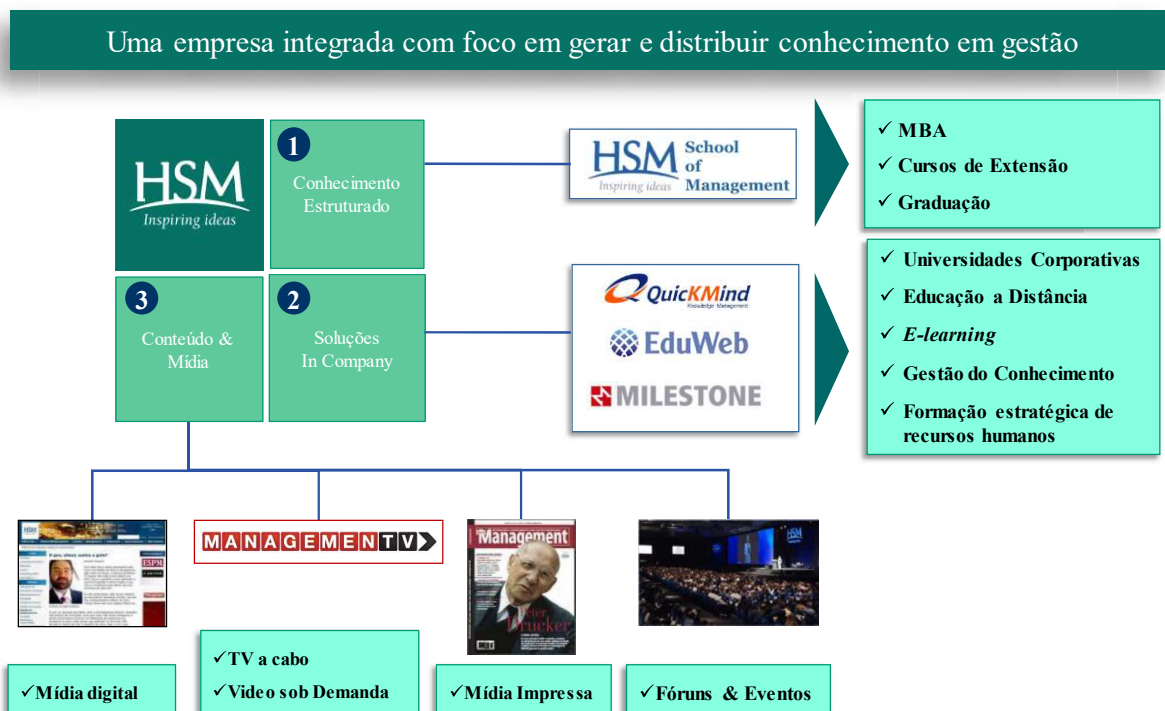
Demonstrar-se-á abaixo os principais itens que constavam tanto do Memo quanto da apresentação (Anexo 01).

A primeira parte da apresentação versava sobre o enquadramento da empresa alvo ao regulamento e à estratégia do Fundo, além de expor informações diversas sobre a companhia alvo. Uma extensa seção onde eram mostrada uma visão geral da empresa alvo, detalhando, entre outros seus segmentos de atuação, perfil de clientes e diferenciais competitivos. Havia uma seção com breve descrição das pessoas chave na companhia.

Na segunda parte da apresentação, era descritos mais detalhes sobre a estratégia de investimentos delineada, na qual os negócios já existentes na companhia (eventos de gestão) seriam expandidos em uma oferta maior, baseada em três vetores de crescimento principais: (i) Conhecimento Estruturado (HSM Educação), (ii) Soluções de Treinamento em Gestão para Empresas (HSM *In Company*) e (iii) a Expansão da oferta atual através de novos canais de distribuição (TV a Cabo, TV sob demanda e Canais Digitais), conforme ilustrado na figura abaixo.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS



Na próxima seção, apresentava-se o detalhamento das demonstrações financeiras da empresa alvo. Importante frisar que, neste momento, tratavam-se de números providos pela própria empresa, portanto, não auditados ainda.

Mostravam-se, então, os cenários de precificação da empresa alvo, de modo que a Gestora fazia sensibilidades entre dois cenários: um com premissas mais conservadoras e outro com premissas mais otimistas.

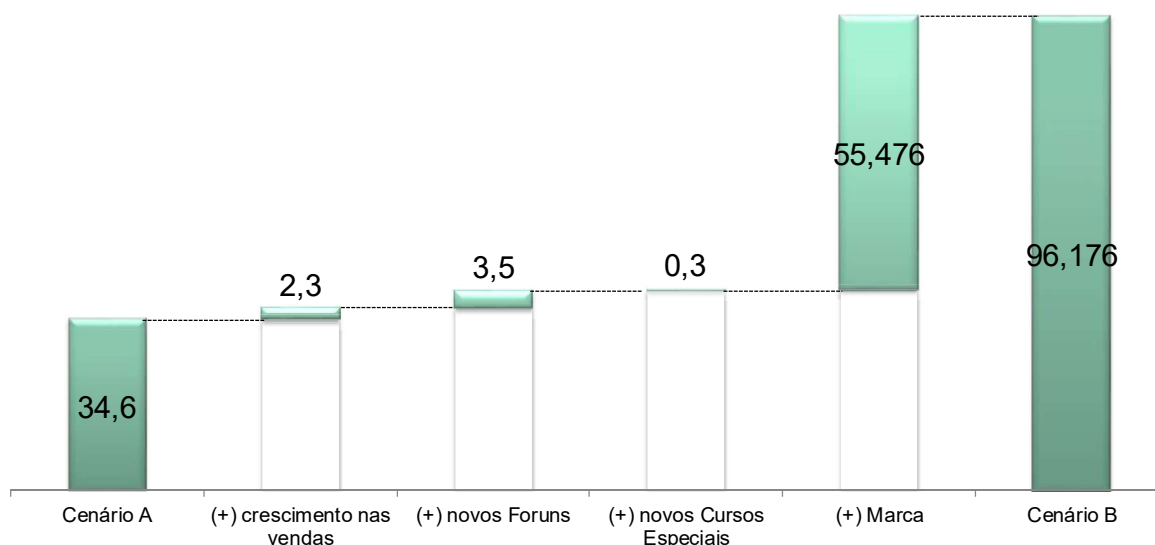
Bom não perder de vista que a avaliação dos ativos era feita através do fluxo de caixa descontado. Nesse contexto, era importante explicar toda a lógica da formação da taxa de desconto do investimento, o que, de fato, ocorria.

Como o investimento partia de um plano importante de extensão da marca das áreas de atuação, foi apresentada, ainda, a precificação do potencial que a marca tinha no segmento de educação estruturada. Conforme a figura abaixo, o valor da HSM do Brasil foi estimado entre R\$ 34,6 milhões e R\$ 96,2 milhões de reais.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

### O Intervalo Esperado de Acordo (em R\$ milhões)\*



\* Referentes ao Enterprise Value

A Gestora, então, apresentou a precificação preliminar acordada entre Fundo e Vendedores de um investimento total de R\$ 62,5 milhões.

A próxima seção já dava mais detalhes preliminares da estrutura da operação de aquisição. Lembrando que se fazia necessário cindir a operação da HSM do Brasil de sua controladora HSM Global Inc., não sendo esta uma transação simples, uma vez que a HSM do Brasil era uma empresa geradora de caixa e que possuía diversos mútuos com as demais empresas do grupo. Tais mútuos teriam que ser desfeitos como condição precedente ao fechamento da transação.

Finalmente, na última seção, mostravam-se os possíveis cenários de retorno do investimento. Três eram apresentados, sendo que o cenário dois era a base utilizada pela Gestora.

Seguindo o fluxo normal do processo de investimento até a data de deliberação efetiva do Comitê, seguiram-se diversas interações entre os membros do Comitê e a Gestora acerca de informações adicionais e esclarecimentos sobre o possível investimento. Entre estas comunicações, chama-se a atenção para o segundo documento de perguntas e respostas sobre



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

HSM (Anexo 01), no qual os cotistas solicitam esclarecimentos adicionais. Tal documento trata de vários questionamentos, entre as quais se pode destacar:

7. Quem irá realizar o serviço de due diligence e por quanto?

Estamos em conversações contínuas com vários escritórios de advocacia de primeira linha, em princípio o escolhido deve ser objeto de cotações com os seguintes escritórios: Motta Fernandes e Rocha, Levy Salomão, Machado Meyer e Mattos Filho.

Com relação as auditorias contábeis para esta operação vamos contratar uma das 5 grandes empresas: PwC, Deloitte, KPMG, Ernst & Young ou Terco Grand Thorton. Para esta transação não podemos usar a PwC pois esta está conflitada por ser auditora do grupo HSM.

Ainda não decidimos pela escolha da empresa para a due diligence operacional, sendo certo que a equipe da Gestora participará ativamente dessa due diligence.

No entanto cabe ressaltar que ainda não realizamos cotação específica para esta transação ainda, pois entendemos que devemos primeiramente aprovar o potencial investimento no Comitê de Investimentos.

Com isso, demonstra-se que os prestadores de serviço, ainda a serem contratados para as diligências, seriam empresas de alta reputação. A sua contratação dependia da aprovação ou não do Comitê.

13. Na “planilha Balanço Patrimonial” a conta capital apresenta-se com valor negativo. Existe alguma explicação? Na mesma planilha, por que o prazo de recebíveis será tão maior (saindo de 24,8 para 60) e o que são esses recebíveis? Os

“Outros passivos operacionais” continuarão com prazos tão altos ao longo de todos os anos (87,8)?

A HSM Brasil é a grande provedora de caixa para o Grupo HSM. Existem inúmeros mútuos gerados para prover recursos para o grupo que precisam ser clarificados e a última informação contábil disponível não é a de final de 2008.

Hoje a companhia tem necessidade negativa de capital de giro pela disposição dos eventos no calendário somadas às formas de pagamento associadas. Alteramos isto para o que a companhia necessita, apesar de em pequeno valor, de capital de giro.



**FIGUEIREDO & VELLOSO**  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Já na resposta acima, é demonstrada que a possibilidade do patrimônio líquido da HSM do Brasil estar negativo no momento da transação era real, uma vez que vários mútuos teriam que ser desfeitos como condição precedente ao fechamento da transação. Este fato era apresentado também na planilha de simulação anexa ao Memo, conforme figura abaixo.

BALANCE SHEET	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
<b>Ativo Circulante</b>													
Caixa operacional	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Excesso de caixa	2,00	2,11	2,92	4,29	5,60	6,72	7,57	8,83	10,14	11,53	13,01	14,59	16,27
Recebíveis	3,91	10,47	11,01	10,50	10,02	9,56	9,12	9,66	10,24	10,86	11,51	12,20	12,93
Estoque	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros ativos operacional (CP)	1,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros ativos não-operacional (CP)	0,69	0,76	0,80	0,76	0,73	0,69	0,66	0,70	0,74	0,79	0,83	0,88	0,94
<b>Ativo Circulante Total</b>	<b>7,85</b>	<b>13,34</b>	<b>14,72</b>	<b>15,55</b>	<b>16,34</b>	<b>16,97</b>	<b>17,35</b>	<b>19,19</b>	<b>21,13</b>	<b>23,17</b>	<b>25,35</b>	<b>27,67</b>	<b>30,14</b>
Imobilizado líquido	0,25	0,20	0,15	0,10	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ativo Diferido	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
<b>Ativo Não-Circulante Total</b>	<b>0,43</b>	<b>0,38</b>	<b>0,33</b>	<b>0,28</b>	<b>0,23</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>8,29</b>	<b>13,72</b>	<b>15,05</b>	<b>15,83</b>	<b>16,57</b>	<b>17,15</b>	<b>17,53</b>	<b>19,37</b>	<b>21,31</b>	<b>23,35</b>	<b>25,53</b>	<b>27,85</b>	<b>30,31</b>
Contas a Pagar	3,87	5,00	4,74	4,41	4,15	3,96	3,78	4,01	4,25	4,50	4,77	5,06	5,36
Dívidas a pagar	0,18	2,66	2,93	3,39	3,57	3,47	3,22	3,38	3,54	3,72	3,93	4,16	4,41
Outros passivos operacional (CP)	5,64	6,56	6,90	6,42	6,05	5,77	5,50	5,83	6,18	6,55	6,95	7,36	7,81
<b>Passivo Circulante Total</b>	<b>9,68</b>	<b>14,22</b>	<b>14,58</b>	<b>14,22</b>	<b>13,77</b>	<b>13,20</b>	<b>12,50</b>	<b>13,22</b>	<b>13,97</b>	<b>14,77</b>	<b>15,65</b>	<b>16,58</b>	<b>17,57</b>
Dívida Bancária Existente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rotativo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros não-operacional (LP)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Passivo Não-Circulante Total</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Capital	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39
Lucros Retidos	0,00	0,89	1,86	3,00	4,19	5,34	6,42	7,54	8,72	9,96	11,27	12,66	14,13
<b>Patrimônio &amp; Passivo Total</b>	<b>-1,39</b>	<b>-0,50</b>	<b>0,47</b>	<b>1,61</b>	<b>2,80</b>	<b>3,95</b>	<b>5,03</b>	<b>6,15</b>	<b>7,33</b>	<b>8,57</b>	<b>9,88</b>	<b>11,27</b>	<b>12,74</b>

Por fim, a necessidade de quitação dos mútuos encontrava-se mencionada também em uma seção específica do próprio *Term Sheet* sobre os mútuos e seu desfazimento como condição precedente ao fechamento da operação, conforme figura abaixo. Uma minuta do *Term Sheet* também foi enviada aos Cotistas.

<b>Operações de Mútuo</b>	<p>Como condição precedente à operação de Aquisição, as operações de mútuo envolvendo a HSM Brasil, incluindo sem limitação os Contratos de Mútuo, existentes à Data de Fechamento da Aquisição, e apontadas pela Due Diligence, deverão ser quitados e terminados ou cedidos a quem as PARTES acordem antes da concretização da Aquisição.</p> <p>Quaisquer custos, tributos ou contingências advindas dessas operações de mútuo ocorrerão por conta dos Sócios Originais.</p>
---------------------------	---





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Uma vez satisfeitas todas as demandas dos membros do Comitê, a proposta de investimentos na HSM do Brasil foi aprovada por unanimidade, conforme demonstra a Ata do Comitê assinada por todos os cotistas (Anexo 02), iniciando-se, portanto, as diligências.

### **C) Auditorias Efetuadas na HSM do Brasil**

Conforme já descrito anteriormente, cada um dos ativos que fizeram parte da carteira do Fundo passou por um processo de diligência e auditorias em diversas dimensões. O intuito sempre foi de se levantar informações bem detalhadas sobre cada uma das empresas alvo. A Gestora sempre foi bastante zelosa na aplicação do Processos de Investimento, cujas diligências aconteciam no âmbito contábil, trabalhista, tributário, jurídico, operacional e, dependendo do caso, regulatório.

Alguns destes serviços eram bastante especializados e o Fundo contratava empresas terceiras para realizar as diligências. De um modo geral, eram escritórios de advocacia renomados, de primeira linha, além de empresas de auditoria reconhecidas com muitos anos de experiência no mercado.

Adicionalmente, com o fim de ser sempre muito cautelosa em seu trabalho, a equipe da própria Gestora fazia uma série de análises a respeito das operações e estratégias das empresas alvo do Fundo. De fato, como resultado desse trabalho e mostrando o cuidado que a Gestora tinha com a aplicação dos recursos dos cotistas, alguns ativos alvo, mesmo aprovados pelo Comitê, não passaram no crivo da Gestora e foram descartados por apresentarem problemas ou riscos que a Gestora considerasse altos demais.

Seguindo o Processo de Investimento e com a aprovação da proposta de investimento na HSM do Brasil, a Gestora seguiu com as devidas diligências que serviam fundamentalmente para três propósitos:

- (i) Validação dos números fornecidos pela HSM do Brasil na fase preliminar de negociação, e usados como base para elaboração de uma proposta de aquisição;
- (ii) levantamento e validação de passivos existentes; e





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

(iii) levantamento de possíveis contingências.

Dependendo do resultado destas auditorias, poderia ser dado ou não sequência ao investimento, de acordo com a ata do Comitê.

No caso da HSM do Brasil foram realizadas, durante o período de abril até setembro de 2009, as seguintes diligências:

- (i) Contábil, Financeira e Fiscal efetuada pela KPMG Transaction and Forensic Services;
- (ii) Jurídica, incluindo aspectos de propriedade intelectual (marca, dentre outros) efetuado pelo Machado Meyer Sendacz e Opice Advogados;
- (iii) Operacional efetuada pela InterGovernance.

Conforme previsão na ata da 1ª Reunião do Comitê do Fundo, “*Caso haja mudanças substanciais do cenário de negociação advindas do processo de due diligence, o investimento na HSM Brasil voltará ao Comitê de Investimentos para uma nova aprovação.*”

Dado que não houve mudanças substanciais do cenário de negociação advindos do processo de *due diligence*, não houve necessidade de nova aprovação junto ao Comitê. O Processo de Investimentos da transação seguiu seu rumo normal.

## **D) O Investimento na HSM**

Após a aprovação do investimento do Fundo na HSM do Brasil por parte do Comitê, a realização de tais diligências e a cobertura das condições mínimas, todos os contratos da transação foram enviados para o Administrador do Fundo, a quem cabia validar todos os aspectos da transação, à luz do regulamento do Fundo, das instruções vigentes da CVM e das demais regulações, cumprindo com seu papel fiduciário.

Finalmente transpostas todas as etapas, o Fundo desembolsou o total de R\$ 62.499.999,00 em 28 de setembro de 2009, sendo



**FIGUEIREDO & VELLOSO**  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

aportado na BRF SPE Empreendimentos e Participações S.A (“BRF SPE”)<sup>2</sup>, conforme se verifica no extrato de caixa do Fundo abaixo.

	Resgate de Titulo RF [LFT-O TESOIRO] Op: 9090905 Mv: 873840	77.174.052,14	
	<b>Saldo</b>		<b>1.000,00</b>
25/09/2009	Compra de Titulo RF [NTN-O TESOIRO] Op: 9132271 Mv: 2392932		(77.199.334,76)
	Despesa de CUSTO SELIC		(100,00)
	Resgate de Titulo RF [NTN-O TESOIRO] Op: 9102047 Mv: 874876	77.199.434,76	
	<b>Saldo</b>		<b>1.000,00</b>
28/09/2009	Compra de Titulo RF [NTN-O TESOIRO] Op: 9165817 Mv: 2395084		(14.724.726,71)
	Resgate de Titulo RF [NTN-O TESOIRO] Op: 9132271 Mv: 875912	77.224.725,71	
	Valor ref. a Integralização de ações da Emp. BRF Spe(Aumento de Capital)		(62.499.500,00)
	Valor referente a Compra de ações da Emp. BRF Spe(Sueli/Cleber)		(50,00)
	Valor referente a Integralização de ações da Emp. BRF Spe		(449,00)
	<b>Saldo</b>		<b>1.000,00</b>
29/09/2009	Compra de Titulo RF [NTN-O TESOIRO] Op: 9179358 Mv: 2397332		(14.729.569,69)

Este pagamento está subdividido da seguinte forma:

Um pagamento de R\$ 50,00 referente à compra das cotas dos dois proprietários originais da BRF SPE, no valor de R\$ 25,00 cada um e um outro pagamento de R\$449,00, para fins de integralização do capital social da BRF SPE. Além dos pequenos valores acima, o montante principal de R\$ 62.499.500,00 foi aportado no caixa da BRF SPE.

De acordo com o Contrato de Compra e Venda entre BRF SPE e os Vendedores, a transação teve os seguintes beneficiários:

**(b) HSM Group Inc.**, companhia devidamente constituída e validamente existente de acordo com as leis do Estado de Delaware, nos Estados Unidos da América, com sede em Corporation Trust Center, 1209, Orange Street, Cidade de Wilmington, no Estado de Delaware, Estados Unidos da América (“HSM Holding”);

**(c) HSM Argentina S.A.**, companhia devidamente constituída e validamente existente de acordo com as leis da Argentina, com sede na Rua Echeverría, 840, Cidade de Buenos Aires, República Argentina (“HSM Argentina” e em conjunto com HSM Holding, os “Vendedores”); e

<sup>2</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BRF SPE posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

A BRF SPE, cumprindo com seu propósito, efetuou o pagamento referente a aquisição das ações da HSM do Brasil, no valor de R\$ 50.266.275,00 conforme descrito na cláusula 3.2 abaixo:

**3.2. Pagamento.** O Preço das Ações será pago, pelo Comprador aos Vendedores, mediante a transferência de fundos imediatamente disponíveis (TED) de acordo com o seguinte:

- (i) R\$41.766.275,00 (quarenta e um milhões, setecentos e sessenta e seis mil, duzentos e setenta e cinco), a serem pagos, em dinheiro, na Data do Fechamento; e
- (ii) R\$8.500.000,00 (oito milhões e quinhentos mil reais), a serem depositados, em dinheiro, na Data do Fechamento, na Conta *Escrow*.

O montante acima foi transferido pela BRF SPE em cinco pagamentos distintos para cada um dos beneficiários conforme a tabela abaixo:

Beneficiário	Valor em R\$	Propósito
HSM Group Inc	36.067.619,99	Aquisição de ações da HSM do Brasil
HSM Group Inc.	5.695.236,91	Recolhimento de DARF por conta e ordem dos Vendedores
HSM Argentina S/A	3.030,80	Aquisição de ações da HSM do Brasil
HSM Argentina S/A	387,30	Recolhimento de DARF por conta e ordem dos Vendedores
HSM Group Inc	8.500.000,00	Depósito na Conta Caução de titularidade da HSM Group Inc
<b>Total</b>	<b>50.266.275,00</b>	

Na mesma data, dia 30 setembro de 2009, a BRF SPE efetuou um aumento de capital na HSM do Brasil no valor de R\$4.733.725,00 (quatro milhões e setecentos e trinta e três reais e setecentos e vinte e cinco reais), de acordo com a ata de AGE da HSM do Brasil (Anexo 03).

Um aumento de capital adicional foi aprovado no dia 15 de outubro de 2009, no valor de R\$ 2.800.000,00 (dois milhões e oitocentos mil reais), conforme a ata de AGE da HSM do Brasil (Anexo 04).



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

O saldo em conta da BRF SPE de aproximadamente R\$ 4,550 milhões permaneceu aplicado no caixa da BRF SPE para fazer frente aos planos futuros de expansão ainda a serem apresentados ao Comitê.

Cerca de 140mil foi gasto com tarifas e custos bancários da operação, predominantemente com IOF sobre operações de câmbio.

### **E) Da Apropriação do ágio na Contabilidade**

Primeiramente é importante conceituar que não há entre o Fundo e os Vendedores uma negociação de ágio, e sim uma negociação do valor de mercado da empresa alvo. O ágio é apenas a representação contábil da diferença entre o valor patrimonial registrado nas demonstrações contábeis e o valor de mercado negociado.

O Regulamento de Imposto de Renda – RIR – vigente à época conceituava ágio como a diferença entre o custo de aquisição do investimento e o valor de patrimônio líquido na época da aquisição (artigo 385 do RIR/99), transcrito abaixo:

Art. 385. O contribuinte que avaliar investimento em sociedade coligada ou controlada pelo valor de patrimônio líquido deverá, por ocasião da aquisição da participação, desdobrar o custo de aquisição em (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 20):

I - valor de patrimônio líquido na época da aquisição, determinado de acordo com o disposto no artigo seguinte; e  
II - ágio ou deságio na aquisição, que será a diferença entre o custo de aquisição do investimento e o valor de que trata o inciso anterior.

§ 1º O valor de patrimônio líquido e o ágio ou deságio serão registrados em subcontas distintas do custo de aquisição do investimento (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 20, § 1º).

§ 2º O lançamento do ágio ou deságio deverá indicar, dentre os seguintes, seu fundamento econômico (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 20, § 2º):

I - valor de mercado de bens do ativo da coligada ou controlada superior ou inferior ao custo registrado na sua contabilidade;  
II - valor de rentabilidade da coligada ou controlada, com base em previsão dos resultados nos exercícios futuros;  
III - Fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas.

§ 3º O lançamento com os fundamentos de que tratam os incisos I e II do parágrafo anterior deverá ser baseado em demonstração



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

que o contribuinte arquivará como comprovante da escrituração (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 20, § 3º).

Em empresas prestadoras de serviço, o ágio é ainda mais visível, porquanto o custo ou o valor patrimonial é usualmente muito baixo em relação ao seu valor de mercado.

Fazendo-se uma analogia para facilitar a cognição, quando se adquire um terreno e se constrói um hotel, o valor patrimonial é apenas o custo do terreno e o custo dos materiais usados para construção do hotel (“custo total”). No entanto, o valor de mercado deste hotel é algo substancialmente diferente destes valores, pois será precificado pela sua capacidade de geração de receita (“valor de mercado”). O ágio é a resultante da diferença entre estes dois valores (entre o valor de mercado e o custo total).

Conforme descrito no Memorando de Investimentos enviado pela Gestora ao Comitê, a avaliação do valor da companhia alvo foi feita através da utilização do fluxo de caixa descontado (DCF – *discounted cash flow*), usando o modelo de fluxo de caixa livre para os acionistas (*FCFE - Free cash flow to Equity*). Esta metodologia de avaliação é amplamente utilizada no Brasil e no mundo, definindo o que é chamado de valor das ações, representação do que deveria ser o limite do valor justo de aquisição pelo Fundo. Já o valor de patrimônio líquido é encontrado como uma das contas do Balanço Patrimonial da Companhia.

A HSM Global Inc., por se tratar de um grupo empresarial, era constituída de uma série de empresas coligadas e controladas, uma delas a própria HSM do Brasil S/A. Como é comum em grupos econômicos, havia mútuos e transações relacionadas entre muitas destas empresas que precisavam ser resilidos. Ao proceder desta forma, o patrimônio líquido da HSM do Brasil naturalmente ficou negativo.

Em razão disso, coube à HSM Educacional S/A<sup>3</sup>, investida do Fundo, a inscrição do valor total do ágio, no valor de R\$ 50.266.275, na contabilidade, conforme consta do RIR/99 supracitado.

<sup>3</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. AHSM Educacional S/A era chamada de BRF SPE quando do investimento do Fundo; posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

A Nexia Villas Rodil Auditores Independentes (“Nexia”) foi o auditor independente da HSM Educacional na época. A demonstração financeira auditada da Companhia, referente ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2009, foi emitida pela Nexia em 12 de fevereiro de 2010 (Anexo 05), cujo parecer sem ressalvas encontra-se abaixo:

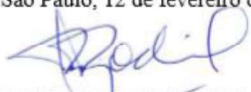
**NEXIA VILLAS RODIL**  
Auditores e Consultores

**PARECER DOS AUDITORES INDEPENDENTES**

Aos Conselheiros e Administradores  
**HSM Educacional S.A.**

- Examinamos o balanço patrimonial individual e consolidado da **HSM Educacional S.A.** em 31 de dezembro de 2009, e as respectivas demonstrações do resultado, das mutações do patrimônio líquido e dos fluxos de caixa correspondentes ao exercício findo naquela data, elaborados sob a responsabilidade da sua administração. Nossa responsabilidade é de emitir uma opinião sobre essas demonstrações financeiras.
- Nossos exames foram conduzidos de acordo com as normas de auditoria aplicáveis no Brasil e compreenderam: a) o planejamento dos trabalhos, considerando a relevância dos saldos, o volume de transações e os sistemas contábeis e de controles internos da entidade; b) a constatação, com base em testes, das evidências e dos registros que suportam os valores e informações contábeis divulgados; e c) a avaliação das práticas e das estimativas contábeis mais representativas adotadas pela administração da entidade, bem como da apresentação das demonstrações contábeis tomadas em conjunto.
- Em nossa opinião, as demonstrações financeiras referidas no parágrafo 1, representam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira individual e consolidada da **HSM do Brasil S.A.** e sua controlada em 31 de dezembro de 2009, o resultado de suas operações, as mutações de seu patrimônio líquido e os seus fluxos de caixa referentes ao exercício findo nessa data, de acordo com práticas contábeis adotadas no Brasil.

São Paulo, 12 de fevereiro de 2010.



**RICARDO JULIO RODIL**  
CRC 1SP 111444/O-1  
**NEXIA VILLAS RODIL AUDITORES INDEPENDENTES**  
CRC 2SP 019098/O-1  
Firma independente, membro de Nexia International



Além da Nexia declarar em seu parecer que as demonstrações financeiras da HSM Educacional S/A estavam adequadas, na nota explicativa nº 11, a Nexia especificamente também concordou com o ágio escriturado no montante de R\$ 50.266.275, fundamentado na marca HSM, conforme abaixo transcrito:





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

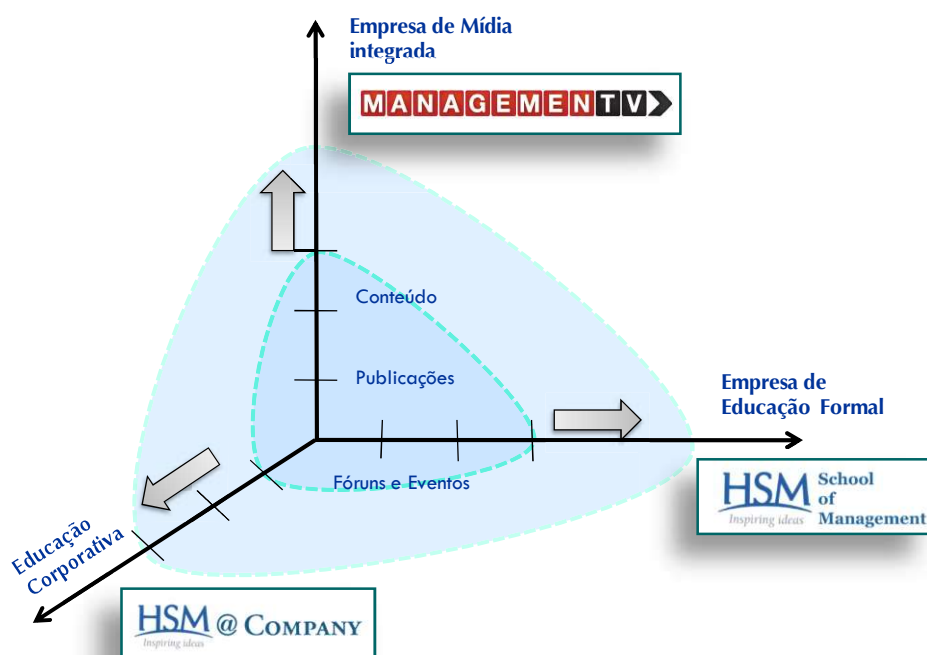
“No consolidado, R\$ 50.266.275 corresponde ao ágio (“goodwill”) apurado na aquisição de participação na sociedade controlada HSM do Brasil S.A, fundamentado na marca HSM”

Mais uma vez, cabe ressaltar que o ágio é uma medida meramente contábil, não implicando que o preço de aquisição fosse maior que o valor justo e sim maior do que o valor patrimonial. Como se verá na seção a seguir, não só o valor era justo, como, após a transação, seguiu-se a entrada de novos sócios na HSM do Brasil e na recém formada (pré-operacional) HSM Educação S/A, o que valida o preço da Companhia.

### F) Reafirmação do Preço por Terceiros (GEO + RBS)

Conforme descrito no Memorando de Investimento datado de 20 de abril de 2.009 (Anexo 06) da 1ª Reunião do Comitê de Investimentos (“1ª RCI”), ocorrida em 11 de maio de 2.009 do Fundo, parte da estratégia de criação de valor da Gestora para o investimento na HSM do Brasil era baseada em três vetores de crescimento:

- ✓ Empresa de mídia integrada;
- ✓ Educação corporativa;
- ✓ Empresa de educação regulada na área de gestão de empresas.





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

De forma a ser mais efetivo na extensão da marca HSM de eventos para educação, a Gestora se propôs a achar um parceiro que pudesse alavancar o projeto. Em 01 de setembro de 2010, foi convocada a 9ª RCI, que trataria da proposta de entrada de novos sócios na HSM do Brasil e de aporte de capital na recém formada (pré-operacional) HSM Educação S/A.

De acordo com a proposta de investimento, a Geo Eventos S/A (“Geo”), empresa fruto da parceria entre a Rede Globo e a RBS Comunicações S/A (“RBS”), iria adquirir uma participação de até 70% na HSM do Brasil nas seguintes condições.

- Uma primeira tranche de alienação de 51,00% da HSM do Brasil onde a precificação de 100% foi acordada em R\$ 42.500.000,00 (quarenta e dois milhões e quinhentos mil reais). Esse é o Valor da Firma (“Valor da Firma”) e, portanto, inclui dívidas líquidas, necessitando subtraí-las para cálculo do valor das ações da HSM do Brasil S/A.
- Uma segunda tranche composta de duas opções de compra de 19,00% do capital social da HSM do Brasil. Nesta, a precificação de 100% da HSM do Brasil seria baseado em uma avaliação por múltiplo de 7,5 vezes o EBITDA<sup>4</sup>, apurado no exercício social em que a opção de compra fosse exercida, sujeito a um piso de R\$18.750.000,00 (dezoito milhões, setecentos e cinquenta mil reais) e um teto de R\$56.250.000,00 (cinquenta e seis milhões, duzentos e cinquenta mil reais). Esses valores representam o Valor da Firma e, portanto, incluem dívidas líquidas, necessitando subtraí-las para cálculo do valor das ações da HSM do Brasil.
- A alienação de 50,00% da HSM Marcas S/A (“HSM Marcas”), empresa que deteria a marca HSM, para a Geo e 50,00% para a RBS. A HSM Marcas foi precificada em R\$15.000.000,00 (quinze milhões de reais).

<sup>4</sup> EBITDA ou LAJIDA : lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Já com relação à HSM Educação S/A (“HSM Educação”), a operação implicava as seguintes condições:

- A RBS subscreveria novas ações de emissão da HSM Educação na precificação de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais).
- Adicionalmente a RBS iria reembolsar 50,00% das despesas pré-operacionais incorridas pela HSM Educação até a data de fechamento da operação.

**Ou seja, aproximadamente um ano após o investimento do Fundo, e com a performance da HSM do Brasil pior devido à crise de 2009, um terceiro comprou ações da Companhia ao valor de R\$ 67.500.000,00** (sessenta e sete milhões e quinhentos mil reais) que líquidos de dívida e dos aportes representava o montante de R\$66.191.010,58 (sessenta e seis milhões e cento e noventa e um mil e dez reais e cinquenta e oito centavos), um pouco acima do valor investido originalmente pelo Fundo.

Este fato foi ressaltado no Anexo C do Memorando de Investimentos submetido aos cotistas por ocasião da 9ª RCI, e mostrado abaixo, que reforça a ideia de que a precificação da HSM do Brasil quando da transação original estava em linha com práticas de mercado. A proposta de investimentos foi aprovada pela maioria do Comitê conforme a Ata datada de 22 de outubro de 2010 (Anexo 07):



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

DOCUMENTO CONFIDENCIAL



ANEXO C

Custo HSM

O BR Educacional FIP adquiriu 100% da HoldCo por R\$ 62.500.000,00 ("Custo HSM") em 22 de setembro de 2009.

Em 25 de Agosto de 2010, a HoldCo possuía R\$ 4.047.108,44<sup>4</sup> (quatro milhões e quarenta e sete mil e cento e oito reais e quarenta e quatro centavos) em caixa que será utilizado para financiar parte do BP da HSM Escola ("Caixa HoldCo").

Para tornar comparável a precificação agregada implícita da Operação Eventos & Mídia e a Operação HSM Escola ("Equity Value Total"), é necessário reduzir do Custo HSM o Caixa HoldCo que resulta em R\$ 58.452.891,56 (cinquenta e oito milhões e quatrocentos e cinquenta e dois mil e oitocentos e noventa e hum reais e cinquenta e seis centavos) ("Custo HSM Ajustado").

A tabela abaixo demonstra a composição do Equity Value Total:

HSM do Brasil S/A	40.638.658,16
HSM Escola	10.000.000,00
Marcas HSM	15.000.000,00
Desp. Pre-Operacionais	552.352,42
<b>Equity Value Total</b>	<b>66.191.010,58</b>

O Equity Value Total resulta em uma valorização de 13,24% em cima do Custo HSM Ajustado, estando em linha com a variação acumulada do *benchmark* do Fundo de 11,95% desde a chamada de capital referente ao investimento na HoldCo.

## G) O Monitoramento da HSM do Brasil

Conforme detalhado acima, o monitoramento da Gestora na HSM do Brasil e nas demais companhias investidas do Fundo era feito sob duas dimensões principais: Estratégica e Operacional.

Do ponto de vista estratégico, desde a data de investimento até o desinvestimento da BR Educação Executiva S/A<sup>5</sup>, veículo que consolidava as participações do Fundo nas suas subsidiárias HSM do Brasil e

<sup>5</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BR Educação Executiva S/A tinha inicialmente o nome de BRF SPE. Posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

HSM Educação, o Fundo sempre manteve representantes da Gestora no Conselho de Administração das empresas do grupo.

A escolha dos representantes para o Conselho de Administração era baseada principalmente na senioridade e na capacidade de criação de valor para determinada companhia investida. As reuniões de Conselho de Administração ocorriam com frequência mensal ou bimensal para tratar dos assuntos estratégicos da Companhia, assim como para deliberação de matérias de alçada do Conselho de Administração, conforme apontado no Acordo de Acionistas da HSM do Brasil e da HSM Educação.

Além das reuniões do Conselho de Administração, a Gestora possuía reuniões semanais de acompanhamento da HSM do Brasil e demais empresas investidas com a equipe do Fundo para discussão de variados temas, incluindo, mas não se limitando, a: (i) evolução dos resultados financeiros e operacionais, (ii) acompanhamento do caixa, (iii) alavancagem, (iv) investimentos e (v) acompanhamento do orçamento.

Como parte da estratégia de monitoramento, a Gestora também mantinha contatos frequentes com a diretoria executiva das investidas, de modo a acompanhar a evolução dos negócios de ambas.

Por último, a Gestora também participava das Assembleias Gerais das Companhias, sempre que exigido, para deliberação de determinadas matérias, incluindo, mas não se restringindo, a aprovação das contas das companhias que eram sempre elaboradas por auditores independentes autorizados pela CVM. As demonstrações financeiras eram revisadas pela Gestora em antecipação à Assembleia Geral.

Apesar de contar com uma estratégia de monitoramento bem definida, a HSM do Brasil e HSM Educação não operaram conforme o plano. Problemas operacionais e de disputa entre sócios (Globo e RBS – sócios da GEO) foram pouco a pouco diminuindo a capacidade das empresas de operarem no patamar desejado pela Gestora. Finalmente em 21 de dezembro de 2012 a Gestora resolveu convocar um Comitê de Desinvestimento para deliberar sobre uma proposta de alienação da BR Educação Executiva S/A<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BR Educação Executiva S/A tinha inicialmente o nome de BRF SPE. Posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

## Venda da HSM para Anima

A BR Educação Executiva apresentava resultados insatisfatórios, fato ressaltado no Memorando de Investimento enviado ao Comitê, para fins da 18ª RCI, que transcrevemos abaixo:

“(...) a HSM vem passando por um momento difícil marcado por troca de sócios, desalinhamento de visão entre sócios, e troca de executivos, o que tem levado a problemas operacionais e, consequentemente, a resultados financeiros consistentemente abaixo da expectativa da Gestora.”

A Anima Educação S/A (“Anima”) possuía como parte de sua estratégia de expansão a formação de redes regionais de ensino e verticais nacionais de ensino temático, enquanto a BR Educação Executiva S/A<sup>7</sup> já se constituía à época em uma vertical temática de alcance nacional na área de gestão.

Por alinhamento estratégico, a Anima resolveu fazer uma proposta para a aquisição da BR Educação Executiva S/A., fato comunicado aos cotistas do Fundo através da convocação da 18ª reunião do Comitê, a ser realizada em 23 de janeiro de 2013.

Novamente o processo de investimentos foi observado. Um Memorando de Desinvestimento elaborado com a proposta de desinvestimento foi enviado aos cotistas em 21 de dezembro 2012. Como de costume, foi realizada uma Reunião de Trabalho, no dia 14 de janeiro de 2013, e, mais uma vez, durante o período entre a convocação e a efetiva deliberação, várias indagações foram feitas pelos membros do Comitê. Todas as questões foram respondidas pela Gestora.

Até que, em 23 de janeiro de 2013, através da deliberação do Comitê, a proposta de desinvestimento foi aprovada por maioria do Comitê conforme a ata (Anexo 08).

<sup>7</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BR Educação Executiva S/A tinha inicialmente o nome de BRF SPE. Posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Conforme deliberado pelo Comitê do Fundo na 18ª RCI, a BR Educação Executiva S/A<sup>8</sup> foi alienada para a Anima por:

- (i) um montante em dinheiro de R\$ 18,0 milhões. Sendo que o pagamento seria de R\$ 8,0 milhões mais o caixa líquido da BR Educação Executiva no fechamento e o restante em duas parcelas anuais de R\$ 5,0 milhões cada corrigidas pelo CDI.
- (ii) Adicionalmente, o Fundo receberia a quantidade de 1.675.470 de ações representativas do capital social da Anima Educação. Este montante de ações da Anima representava aproximadamente 2,80% do capital social da Anima. Importante frisar que estas ações representativas de 2,80% do capital social da Anima não foram alienadas de imediato.

A razão para o recebimento em ações da Anima e sua não alienação imediata foi a expectativa de valorização das ações da Anima com a perspectiva de abertura de capital e o seu crescimento.

No mesmo Memorando enviado ao Comitê, a Gestora simulou um cenário de preço de venda das ações da Anima, que implica uma expectativa de retorno para a venda da BR Educação Executiva. De fato, foi isso que ocorreu, a Anima passou a ser uma empresa listada em Bolsa e seu valor de mercado aumentou substancialmente.

Do ponto de vista da Gestora, a operação com a Anima era ideal pois permitia: (i) receber parte do pagamento em dinheiro, reduzindo risco para os Cotistas; (ii) receber parte do pagamento em ações da Anima, que tinha expectativa de valorização com a abertura de capital e (iii) a Anima era um grupo de ensino de alto sucesso e que tinha sinergias a serem exploradas com a BR Educação Executiva, aumentando a probabilidade de êxito das atividades da Companhia e, por consequência, um aumento esperado no valor de mercado da Anima.

<sup>8</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BR Educação Executiva S/A tinha inicialmente o nome de BRF SPE. Posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

## H) Resultado do Investimento na HSM

Finalmente, seguindo o Processo de Investimento, procedeu-se ao desinvestimento da BR Educação Executiva<sup>9</sup>. Em consonância com a ata de aprovação da 18ª RCI e com a venda oportuna da participação resultante da troca de ações com a Anima, foi possível retornar quase a totalidade dos recursos investidos.

Como a presente investigação, bem como o objeto das indagações, se reduz a apurar o *quantum* investido na HSM do Brasil, demonstrou-se já, aqui, o destino destes valores, isto é, para onde foram estes recursos.

Nos próximos parágrafos, passa-se a detalhar, na verdade, o caminho pelo qual tais valores retornaram ao Fundo com a efetivação do desinvestimento do ativo, evidenciando-se que praticamente todo o capital investido na HSM do Brasil, ao final das operações, retornou para FIP.

Pode-se dividir os valores recebidos pelo Fundo referentes à venda da HSM do Brasil em 3 fontes:

- (i) Pagamentos efetuados pelos Compradores (Anima), no fechamento e em duas parcelas adicionais, através de transferências bancárias feitas diretamente ao Fundo;
- (ii) Dividendos recebidos oriundos das ações representativas de 2,80% do capital social da Anima enquanto o Fundo as deteve; e
- (iii) As vendas das ações representativas de 2,80% do capital social da Anima ao longo de vários meses.

Observando o balanço de caixa do Fundo apenas referente à fração de investimento e desinvestimento na HSM do Brasil, isto é, o quanto foi aplicado e o que retornou, pode-se resumir da seguinte forma:

<sup>9</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BR Educação Executiva S/A tinha inicialmente o nome de BRF SPE. Posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Total desembolsado pelo Fundo	R\$62.499.500,00 + R\$50,00 + R\$449,00	<b>R\$ 62.499.999,00</b>
Total retornado ao Fundo	item (i) - R\$ 21.917.961,54 + item (ii) - R\$ 300.837,34 + item (iii) - R\$ 39.790.375,59	<b>R\$ 62.009.174,17</b>

Logo, o montante desembolsado pelo Fundo para investimento na HSM do Brasil foi praticamente todo retornado após sua venda, mesmo com desempenho financeiro ruim da companhia.

Em relação ao ***item (i)*** O total recebido pelo Fundo, em dinheiro, pago pelos compradores da BR Educação Executiva<sup>10</sup> foi de **R\$ 21.917.961,54** (vinte e um milhões e novecentos e dezessete mil novecentos e sessenta e um reais e cinquenta e quatro centavos) dividido nos três pagamentos abaixo assinalados no extrato do Fundo:

<sup>10</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BR Educação Executiva S/A tinha inicialmente o nome de BRF SPE. Posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS



### Demonstrativo de Caixa

Data de Emissão : 02/05/2013  
Data de Posição : 01/04/2013 a 30/04/2013  
Cliente : BR EDUCACIONAL FIP

Data	Histórico	Entradas	Saídas	Saldo
	Crédito 27-03-13 (ref a venda da BR Educa 1º parcela)	0,00	(10.486.591,74)	
	EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL - HSM EDUCAÇÃO - BR EDUCAÇÃO	0,00	(11.775.005,00)	
	EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL BR EDUCAÇÃO (Estorno devido a Venda da Investida)	11.775.005,00	0,00	
	Estorno de Agio BR EDUCAÇÃO (Devido a Venda da Investida)	0,00	(9.590.000,00)	
	Intergalização na GAEC c 36.142.457 ações da BR EDUCAÇÃO	30.596.758,89	0,00	
	Resgate de Título RF [LTN-O TESOIRO] Op: 56455083 Mv: 7879161	12.062.005,45	0,00	
	Resultado na Integraliza da ações da BR EDU na GAEC	0,00	(2.505.039,59)	
	Transferência de 1 ação da BR Gestora	0,00	(0,85)	
	Transferência de 1 ação da BR Gestora	0,85	0,00	
	Venda de 2.837.377 UNITS da Abril Educação	122.743.830,05	0,00	
	Venda de ações -da Br Educação Venda de 26.357.543 ações	10.486.591,74	0,00	
	<b>Saldo</b>			<b>1.000,00</b>
04/02/2014	Compra de Título RF [NTN-O TESOIRO] Op: B733751 Mv: 9568592	0,00	(20.449,85)	
	Resgate de Título RF [LTN-O TESOIRO] Op: B727832 Mv: 9569336	20.449,85	0,00	
	<b>Saldo</b>			<b>1.000,00</b>
05/02/2014	Ajuste de Valor da Venda (Operação HSN- ANIMA)	47.629,70	0,00	
	Compra de Título RF [NTN-O TESOIRO] Op: B739238 Mv: 9575512	0,00	(5.483.720,39)	
	CRÉDITOS A RECONHECER	43.669,72	0,00	
	Resgate de Título RF [NTN-O TESOIRO] Op: B733751 Mv: 9576211	20.457,87	0,00	
	Resgate de Título RF [VLREC BRFSPE] Op: 56546717 Mv: 9576210	5.371.963,10	0,00	
	<b>Saldo</b>			<b>1.000,00</b>
	<b>Saldo</b>			<b>1.000,00</b>
03/02/2015	Compra de Título RF [LTN-O TESOIRO] Op: D411076 Mv:11692572	0,00	(7.629.735,06)	
	Resg. Tit. RF [NTN-O TESOIRO] Op:D408146 Mv:11693142 (Orig=Disp)	7.629.735,06	0,00	
	<b>Saldo</b>			<b>1.000,00</b>
04/02/2015	Ajuste ref a recebimento da venda do lastro 56546743 em 04.02.2015 (ANIMA)	6.072,40	0,00	
	Compra de Título RF [NTN-O TESOIRO] Op: D415275 Mv:11705189	0,00	(13.644.981,88)	
	Resg. Tit. RF [LTN-O TESOIRO] Op:D411076 Mv:11705561 (Orig=Disp)	7.633.204,88	0,00	
	Venda de Título RF [VLREC BRFSPE] Op:56546743 Mv:11698448	6.005.704,60	0,00	
	<b>Saldo</b>			<b>1.000,00</b>



**FIGUEIREDO & VELLOSO**  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Em relação ao **item (ii)**, o Fundo recebeu dividendos referente às ações que detinha na Anima Educação durante o período em que dela foi sócio. Sendo assim, as 1.675.470 ações que o Fundo recebeu como parte do pagamento pela venda da BR Educação Executiva também foram remuneradas com o dividendo proporcional. Abaixo os extratos de caixa do Fundo com a comprovação de recebimento destes valores:

	Saldo		1.000,00
26/06/2013	Aquisição de Cotas PJ	700.000,00	0,00
	Compra de Título RF [LTN-O TESOIRO] Op: 60137854 Mv: 8237856	0,00	(700.000,00)
	Compra de Título RF [NTN-O TESOIRO] Op: 60092285 Mv: 8232890	0,00	(378.085,19)
	Resgate de Título RF [NTN-O TESOIRO] Op: 60029478 Mv: 8238869	378.085,19	0,00
	Saldo		1.000,00
27/06/2013	Compra de Título RF [NTN-O TESOIRO] Op: 60144463 Mv: 8241474	0,00	(1.814.358,29)
	Recebimento de Dividendos - GAEC EDUCAÇÃO S.A.	735.948,19	0,00
	Resgate de Título RF [LTN-O TESOIRO] Op: 60137854 Mv: 8243874	700.210,97	0,00
	Resgate de Título RF [NTN-O TESOIRO] Op: 60092285 Mv: 8243873	378.199,13	0,00
	Saldo		1.000,00
<hr/>			
	Saldo		1.000,00
15/05/2014	Compra de Título RF [NTN-O TESOIRO] Op: C217749 Mv:10132224	0,00	(129.755.497,30)
	Receb. Divid. de ANIM3 s/ 14,057,431	1.546.598,55	0,00
	Resg. Tit. RF [NTN-O TESOIRO] Op:C210657 Mv:10132985	128.208.898,75	0,00
	Saldo		1.000,00
<hr/>			
	Saldo		1.000,00
15/04/2015	Compra de Título RF [LTN-O TESOIRO] Op: D561808 Mv:12116373	0,00	(29.528.242,30)
	Receb. Divid. de ANIM3 s/ 2,112,759	998.912,45	0,00
	Resg. Tit. RF [LTN-O TESOIRO] Op:D558793 Mv:12117143 (Orig=Disp)	28.529.329,85	0,00
	Saldo		1.000,00

A tabela abaixo resume o valor proporcional de **R\$ 300.837,34** (trezentos mil oitocentos e trinta e sete reais e trinta e quatro centavos) recebido pelo Fundo, referente somente às 1.675.470 ações que foram parte do pagamento da BR Educação Executiva:





**FIGUEIREDO & VELLOSO**  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Data	Valor total de dividendos recebido pelo Fundo	Natureza do recebimento	Dividendo das 1.675.470 ações da Anima Educação, detidas pelo Fundo, recebidas como parte do pagamento pela venda da HSM Educação Executiva
27/jun/13	R\$ 735.948,19	Pagamento de dividendos Anima Educação	R\$ 67.470,20
15/mai/14	R\$ 1.546.598,55	Pagamento de dividendos Anima Educação	R\$ 141.788,93
15/abr/15	R\$ 998.912,45	Pagamento de dividendos Anima Educação	R\$ 91.578,21
<b>Total</b>			<b>R\$ 300.837,34</b>

Em relação ao item (iii), as vendas das 1.675.470 ações representativas de 2,80% do capital social da Anima foram feitas em diversas datas. Para facilitar a visualização, resumimos na tabela todas as vendas de ações da Anima:

Ações vendidas a mercado (IPO, Block Trade, Venda privada, venda no mercado)					% referente à HSM	
Data	Preço médio da ação	Nº total de ações vendidas	Volume (R\$)	Valor líquido recebido em R\$	Nº de ações vendidas	Valor em R\$
31/10/2013	18,50	4.218.181	78.036.349	74.550.287,33	386.714	6.834.615
14/05/2014	26,12	4.900.000	127.988.000	126.404.663,01	449.222	11.588.516
05/06/2014	29,78	93.000	2.769.740	2.763.498,01	8.526	253.352
06/06/2014	29,51	219.200	6.468.382	6.453.828,48	20.096	591.674
09/06/2014	29,58	39.300	1.162.457	1.159.841,47	3.603	106.332
10/06/2014	29,66	48.500	1.438.487	1.435.250,41	4.446	131.581
11/06/2014	29,30	322.972	9.463.080	9.441.787,68	29.609	865.603
23/09/2014	28,20	5.000.000	141.000.000	141.928.437,86	458.390	13.011.703
26/12/2014	37,48	63.500	2.379.731	2.367.832,35	5.822	217.078
29/12/2014	36,69	260.300	9.550.012	9.502.261,94	23.864	871.148
30/12/2014	36,05	76.200	2.746.703	2.732.969,49	6.986	250.553
14/01/2015	25,61	210.800	5.399.280	5.397.930,19	19.326	494.871
26/01/2015	24,70	60.900	1.504.230	1.503.853,95	5.582	137.870
04/03/2015	18,53	228.200	4.228.620	4.228.620,00	20.921	387.671
05/03/2015	16,70	421.800	7.044.349	7.035.538,54	38.670	645.004
07/04/2015	16,70	270.600	4.519.025	4.502.061,01	24.808	412.740
08/04/2015	16,71	457.000	7.636.470	7.607.784,72	41.897	697.466
09/04/2015	16,75	887.960	14.872.085	14.816.297,05	81.406	1.358.327
28/05/2015	20,57	497.199	10.229.201	10.190.823,39	45.582	934.273
	23,99	18.275.612	438.436.201	434.023.567	1.675.470	39.790.375,59

Pode-se, então, verificar que o montante recebido pelo Fundo, proporcional à venda das 1.675.470 ações detidas na Anima Educação, foi de **R\$39.790.375,59** (trinta e nove milhões e setecentos e noventa mil e trezentos e setenta e cinco reais).





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Resumidamente, quatro investimentos foram efetuados pelo Fundo, três deram retornos expressivos, e um, o investimento na HSM do Brasil apresentou resultado abaixo do previsto pela Gestora, porquanto foram investidos **R\$62.499.999,00** e foi retornado **R\$62.009.174,17**, ligeiramente abaixo do principal investido, uma diferença a menor de **R\$490.824,83**.

O investimento objeto desta investigação, portanto, **retornou para o Fundo 99,21% do capital aplicado!**

Em suma, foram integralizados no Fundo um total de **R\$324.729.878,10** (trezentos e vinte e quatro milhões e setecentos e vinte e nove mil oitocentos e setenta e oito reais e dez centavos) e retornado aos seus cotistas um valor total de **R\$704.613.644,61** (setecentos e quatro milhões seiscentos e treze mil e seiscentos e quarenta e quatro reais e sessenta e um centavos), montante já líquido de taxa de performance, um resultado extremamente satisfatório para os Cotistas.

Portanto, em um Fundo no qual os cotistas obtiveram retorno de **mais de 2,17 vezes** do capital investido, o presente procedimento apura um déficit de **0,79%** de apenas uma das operações ocorridas do Fundo, sendo esta observada de forma isolada. Enquanto os investidores receberam **R\$704.613.644,61**, a corrente de investigação apura uma diferença a menor de **R\$490,824.83**, em um único investimento, cujos valores sequer eram líquidos para retirada dos cotistas.

#### **IV – RESPOSTAS ÀS INDAGAÇÕES**

- 1. Foram apresentados laudos, pareceres ou análises técnicas que dessem embasamento ao voto favorável ao investimento na HSM Brasil? Se sim, quem os elaborou?**

Conforme previsto no art. 30 do Regulamento do BR Educacional FIP (“Fundo”), cabia à Gestora, entre outras atribuições, a seleção e submissão de projetos e propostas de investimento e desinvestimento ao Comitê de Investimentos do Fundo (“Comitê”), que fossem aderentes a estratégia e a política de investimentos do Fundo.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

A proposta de investimento, elaborada pela Gestora, era consolidada em um documento robusto chamado de Memorando de Investimentos e que continha entre outros itens; estudos detalhados acerca da empresa alvo, análises econômico-financeiras, mercadológicas, jurídicas, entre outros.

O material enviado (Anexo 01) servia como base para a avaliação da empresa alvo por parte do Comitê, os pontos positivos e negativos de tal investimento além de outros aspectos relevantes e que serviam de suporte à tomada de decisão do Comitê. Caso os membros do Comitê achassem que as informações ou análises eram insuficientes para a tomada de decisão, materiais adicionais eram solicitados à Gestora. Cabia então aos membros do Comitê e suas respectivas equipes de análise a decisão final acerca da aprovação ou não do investimento.

2. **Conforme dados registrados na Jucesp, houve, às vésperas da concretização da aquisição das ações da HSM do Brasil, a remissão das dívidas que a HSM Global tinha com a empresa investida. A exclusão dessas dívidas resultaria em significativas alterações das demonstrações contábeis, tendo em vista estas representarem valores superiores ao patrimônio líquido da empresa no exercício anterior. Ou seja, excluída a dívida, o patrimônio líquido seria negativo. Esta remissão estava prevista no momento em que houve a aprovação do investimento pelo Comitê? A informação sobre a remissão e suas consequências no patrimônio líquido foram detalhadas ao comitê?**

Sim, esta possibilidade estava prevista nas informações apresentadas ao Comitê de Investimento.

Em qualquer transação do Fundo foi seguido sempre o Processo de Investimento. O passo inicial é que o Fundo e a empresa alvo definissem, no melhor conhecimento possível, uma série de condições acerca da transação. Itens como valor da operação, quantidade de ações a serem adquiridas, o tratamento do caixa líquido disponível entre outras eram minimamente estabelecidas. Estas condições constam inicialmente do *term-sheet*, documento não vinculante que o Fundo assina com a companhia alvo e seus vendedores.



**FIGUEIREDO & VELLOSO**  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Na sequência o Processo de Investimento continua com a convocação pelo Gestor do Comitê de Investimentos para deliberar acerca da proposta de investimento na empresa alvo. Para que a análise dos membros do Comitê seja efetiva, é criado um documento que contém uma série de informações e análises chamado de Memorando de Investimentos.

Um dos anexos ao Memorando de Investimentos é composto de planilhas com simulações de cenários futuros para a empresa alvo. Conforme demonstrado abaixo, foi explicitado que o capital social da empresa alvo poderia estar virado no momento da transação:

BALANCE SHEET	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
<b>Ativo Circulante</b>													
Caixa operacional	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Excesso de caixa	2,00	2,11	2,92	4,29	5,60	6,72	7,57	8,83	10,14	11,53	13,01	14,59	16,27
Receíveis	3,91	10,47	11,01	10,50	10,02	9,56	9,12	9,66	10,24	10,86	11,51	12,20	12,93
Estoque	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros ativos operacional (CP)	1,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros ativos não-operacional (CP)	0,69	0,76	0,80	0,76	0,73	0,69	0,66	0,70	0,74	0,79	0,83	0,88	0,94
<b>Ativo Circulante Total</b>	<b>7,85</b>	<b>13,34</b>	<b>14,72</b>	<b>15,55</b>	<b>16,34</b>	<b>16,97</b>	<b>17,35</b>	<b>19,19</b>	<b>21,13</b>	<b>23,17</b>	<b>25,35</b>	<b>27,67</b>	<b>30,14</b>
Imobilizado líquido	0,25	0,20	0,15	0,10	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ativo Diferido	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
<b>Ativo Não-Circulante Total</b>	<b>0,43</b>	<b>0,38</b>	<b>0,33</b>	<b>0,28</b>	<b>0,23</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>8,29</b>	<b>13,72</b>	<b>15,05</b>	<b>15,83</b>	<b>16,57</b>	<b>17,15</b>	<b>17,53</b>	<b>19,37</b>	<b>21,31</b>	<b>23,35</b>	<b>25,53</b>	<b>27,85</b>	<b>30,31</b>
Contas a Pagar	3,87	5,00	4,74	4,41	4,15	3,96	3,78	4,01	4,25	4,50	4,77	5,06	5,36
Dividendos a pagar	0,18	2,66	2,93	3,39	3,57	3,47	3,22	3,38	3,54	3,72	3,93	4,16	4,41
Outros passivos operacional (CP)	5,64	6,56	6,90	6,42	6,05	5,77	5,50	5,83	6,18	6,55	6,95	7,36	7,81
<b>Passivo Circulante Total</b>	<b>9,68</b>	<b>14,22</b>	<b>14,58</b>	<b>14,22</b>	<b>13,77</b>	<b>13,20</b>	<b>12,50</b>	<b>13,22</b>	<b>13,97</b>	<b>14,77</b>	<b>15,65</b>	<b>16,58</b>	<b>17,57</b>
Dívida Bancária Existente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rotativo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Outros não-operacional (LP)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Passivo Não-Circulante Total</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Capital	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39	-1,39
Lucros Retidos	0,00	0,89	1,86	3,00	4,19	5,34	6,42	7,54	8,72	9,96	11,27	12,66	14,13
<b>Patrimônio &amp; Passivo Total</b>	<b>-1,39</b>	<b>-0,50</b>	<b>0,47</b>	<b>1,61</b>	<b>2,80</b>	<b>3,95</b>	<b>5,03</b>	<b>6,15</b>	<b>7,33</b>	<b>8,57</b>	<b>9,88</b>	<b>11,27</b>	<b>12,74</b>

O patrimônio líquido da HSM do Brasil estaria negativo, pois, como parte da segregação do ativo HSM do Brasil de sua empresa mãe, a HSM Global Inc., uma série de ajustes eram necessários, especialmente a remissão de diversos mútuos *intercompanies*.

Esta possível quitação dos mútuos encontrava-se mencionada também em uma seção específica do próprio *Term Sheet*, figura abaixo, sobre os mútuos e seu desfazimento como condição precedente ao fechamento da operação. Uma minuta do *Term Sheet* fez parte do material apresentado ao Comitê, cujo trecho pode-se destacar:



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Operações de Mútuo	<p>Como condição precedente à operação de Aquisição, as operações de mútuo envolvendo a HSM Brasil, incluindo sem limitação os Contratos de Mútuo, existentes à Data de Fechamento da Aquisição, e apontadas pela Due Diligence, deverão ser quitados e terminados ou cedidos a quem as PARTES acordem antes da concretização da Aquisição.</p> <p>Quaisquer custos, tributos ou contingências advindas dessas operações de mútuo ocorrerão por conta dos Sócios Originais.</p>
--------------------	---

Adicionalmente à apresentação do Memorando de Investimento, uma série de Reuniões de Trabalho ("RTs") ocorrem, e Perguntas e Respostas ("Q&A") são feitas entre Gestora e Cotistas. Uma destas perguntas efetuadas pelos Cotistas constava do Documento de Perguntas e Respostas HSM II enviado aos Cotistas e versa sobre o possível patrimônio negativo, figura abaixo.

13. Na "planilha Balanço Patrimonial" a conta capital apresenta-se com valor negativo. Existe alguma explicação? Na mesma planilha, por que o prazo de recebíveis será tão maior (saindo de 24,8 para 60) e o que são esses recebíveis? Os

"Outros passivos operacionais" continuarão com prazos tão altos ao longo de todos os anos (87,8)?

A HSM Brasil é a grande provedora de caixa para o Grupo HSM. Existem inúmeros mútuos gerados para prover recursos para o grupo que precisam ser clarificados e a última informação contábil disponível não é a de final de 2008.

Hoje a companhia tem necessidade negativa de capital de giro pela disposição dos eventos no calendário somadas às formas de pagamento associadas. Alteramos isto para o que a companhia necessita, apesar de em pequeno valor, de capital de giro.

Mais uma evidência de que o Comitê estava ciente que a possibilidade do patrimônio líquido da HSM do Brasil estar negativo no momento da transação era real.

### 3. Em que se baseou o voto favorável ao investimento na HSM do Brasil?

Conforme já mencionado acima, o papel da Gestora no Fundo não era a tomada de decisões de investimento, mas sim a seleção e submissão de



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

projetos e propostas de investimento e desinvestimento ao Comitê, a quem cabia a efetiva análise e tomada de decisão.

Para isso, a Gestora preparou um Memorando de Investimentos com os estudos detalhados da companhia alvo, acompanhado de análises econômico-financeiras, mercadológicas, jurídicas, além de outros aspectos relevantes à tomada de decisão, conforme previsto no art. 30 do Regulamento do Fundo.

Este processo se repetia quantas vezes fossem necessárias até que os Membros do Comitê e seus times internos de análise se dessem por satisfeitos com a informação interna necessária para a tomada de decisão independente acerca da proposta de investimento.

Após análises e aprovações internas, cada membro do Comitê apresentou seu parecer de acordo com sua orientação de voto e a proposta foi aprovada por unanimidade no Comitê.

**4. Havia, antes da realização do investimento, algum tipo de relação, pessoal ou profissional, entre sócios ou funcionários da gestora e os acionistas, cotistas ou funcionários da HSM Global Inc?**

Não. Não havia qualquer relacionamento pessoal ou profissional entre nenhuma das partes.

**5. Como foi calculado o ágio na compra das ações da HSM do Brasil? Se foi por meio de laudo de avaliação, quem foi o responsável? Quem contratou a empresa executora do laudo?**

Primeiramente é importante conceituar que não há entre o Fundo e os Vendedores uma negociação de ágio, e sim uma negociação do valor de mercado da empresa alvo. O ágio é apenas a representação contábil da diferença entre o valor patrimonial registrado nas demonstrações contábeis e o valor de mercado negociado.

O Regulamento de Imposto de Renda – RIR – vigente à época conceituava ágio como a diferença entre o custo de aquisição do



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

investimento e o valor de patrimônio líquido na época da aquisição (artigo 385 do RIR/99), transcrito abaixo:

Art. 385. O contribuinte que avaliar investimento em sociedade coligada ou controlada pelo valor de patrimônio líquido deverá, por ocasião da aquisição da participação, desdobrar o custo de aquisição em (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 20):

- I - valor de patrimônio líquido na época da aquisição, determinado de acordo com o disposto no artigo seguinte; e
- II - ágio ou deságio na aquisição, que será a diferença entre o custo de aquisição do investimento e o valor de que trata o inciso anterior.

§ 1º O valor de patrimônio líquido e o ágio ou deságio serão registrados em subcontas distintas do custo de aquisição do investimento (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 20, § 1º).

§ 2º O lançamento do ágio ou deságio deverá indicar, dentre os seguintes, seu fundamento econômico (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 20, § 2º):

- I - valor de mercado de bens do ativo da coligada ou controlada superior ou inferior ao custo registrado na sua contabilidade;
- II - valor de rentabilidade da coligada ou controlada, com base em previsão dos resultados nos exercícios futuros;
- III - Fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas.

§ 3º O lançamento com os fundamentos de que tratam os incisos I e II do parágrafo anterior deverá ser baseado em demonstração que o contribuinte arquivará como comprovante da escrituração (Decreto-Lei nº 1.598, de 1977, art. 20, § 3º).

Em empresas prestadoras de serviço, tal diferença é ainda mais visível pois o custo ou o valor patrimonial é usualmente muito baixo em relação ao seu valor de mercado. Fazendo uma analogia, quando se adquire um terreno e constrói-se um hotel, o valor patrimonial é apenas o custo do terreno e o custo dos materiais usados para construção do hotel. No entanto, o valor de mercado deste hotel é algo substancialmente diferente destes valores, que são representações meramente contábeis, calculadas pela sua capacidade de geração de receita. O ágio é a resultante da diferença entre estes dois valores.

Conforme descrito no Memorando de Investimentos enviado pela Gestora ao Comitê, a avaliação do valor da companhia alvo foi feita através da utilização do fluxo de caixa descontado (DCF – *discounted cash flow*), usando o modelo de fluxo de caixa livre para os acionistas (FCFE - *Free cash flow to Equity*). Esta metodologia de avaliação é





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

amplamente utilizada no Brasil e no mundo e define o que chamamos de valor das ações que deveria representar o limite do valor justo de aquisição pelo Fundo. Já o valor de patrimônio líquido é encontrado como uma das contas do Balanço Patrimonial da Companhia.

A HSM Global Inc. por se tratar de um grupo empresarial, era constituída de uma série de empresas coligadas e controladas, uma delas a própria HSM do Brasil S/A. Como é comum em grupos econômicos, havia mútuos e transações relacionadas entre muitas destas empresas que precisavam ser resilidos.

Ao proceder desta forma, o patrimônio líquido da HSM do Brasil ficou negativo. Em razão disso, o que coube à HSM Educacional S/A<sup>11</sup>, investida do Fundo, foi a inscrição do valor total do ágio, no valor de R\$ 50.266.275 na contabilidade, conforme consta do RIR/99 supracitado.

A Nexia Villas Rodil Auditores Independentes (“Nexia”) foi o auditor independente da HSM Educacional na época. A demonstração financeira auditada da Companhia referente ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2009 foi emitida pela Nexia em 12 de fevereiro de 2010 (Anexo 05) e seu parecer sem ressalvas encontra-se abaixo:

**6. É possível apresentar planilha com as hipóteses e avaliações apresentadas que embasaram no laudo?**

Conforme já explicado anteriormente, o racional de precificação da empresa alvo está descrito no Memorando de Investimentos. As planilhas com as simulações para a determinação do valor da transação foram enviadas aos membros do Comitê e encontram-se anexadas a este documento (Anexo 01).

**7. A negociação do ágio com a HSM Global Inc. foi uma transação comercial do Gestor ou do Administrador? Ou houve outro interlocutor?**

<sup>11</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BRF SPE posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Mais uma vez, é importante clarificar que gestores de Fundos de investimentos em participações não fazem negociação de ágio. O que é feito é a negociação de preço de compra de ativos com vendedores, com base em fluxo de caixa descontado. O ágio é mera representação contábil da diferença entre o valor pago e o valor que consta em balanços patrimoniais.

Tendo esclarecido isso, o Fundo contava com um Comitê, instância máxima responsável pela tomada de decisão acerca de investimentos e desinvestimentos. Dessa forma, cabia à Gestora indicar as propostas de investimentos ao Comitê, que então deliberava e aprovava ou não a recomendação de investimento da Gestora. Ao administrador fiduciário (“Administrador”), cabia analisar o investimento aprovado pelo Comitê sob o ponto de vista regulatório e de *compliance*/enquadramento com o que determinava o regulamento e as regras aplicáveis de CVM e da Anbima.

Portanto, a transação comercial de compra da Companhia foi efetivada pela Gestora, após aprovação do Comitê e verificação e anuência do Administrador, não tendo contado com nenhum outro interlocutor.

**8. Para haver pagamento de ágio na aquisição de ações de uma empresa de Capital fechado, presume-se que tenha aido uma avaliação da HSM do Brasil, ou seja, do valor da ação. Esse procedimento foi realizado? Quem fez a avaliação?**

Sim, conforme já respondido acima na pergunta 5, a avaliação da HSM do Brasil foi feita pela Gestora, tendo sido apresentada ao Comitê e por ele referendada. Através de informações e análises próprias de suas respectivas áreas internas cada membro do Comitê, por sua vez, deliberou e aprovou um valor máximo de precificação das ações da HSM do Brasil.

**9. Como ocorreu a abordagem entre a gestora do FIP e a HSM Global? Ou seja, foi a empresa que procurou o Gestor ou o Administrador do FIP, ou ao contrário? Existiu algum tipo de indicação de terceiros?**



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Parte do trabalho de Gestora é a prospecção e originação de ativos. Sendo assim, uma função essencial da Gestora é buscar ativos que se enquadrassem na estratégia e política de investimentos do Fundo.

O ativo HSM do Brasil encaixava-se em ambos, portanto o contato foi da Gestora diretamente com executivos da HSM do Brasil. Não houve indicação de terceiros.

**10. Algum representante dos Administradores ou das Gestora fez algum contato ou procurou a HSM Global oferecendo os recursos dos FIP? Quem foi a pessoa procurada? Quando?**

Importante clarificar que não há oferta de recursos do Fundo, e sim uma negociação de uma possível aquisição de uma empresa alvo que se enquadrava na estratégia do Fundo.

Uma vez identificada que a HSM do Brasil seria um potencial ativo para o Fundo, a Gestora entrou em contato com os executivos da HSM do Brasil, a fim de entender mais sobre a companhia.

Isso se deu ao longo do segundo semestre de 2008. Considerando que já se passaram mais de 10 anos, não me recordo quem efetivamente foi procurado ou com quem foi feito o primeiro contato na HSM do Brasil, mas foi com a Diretoria da empresa.

Foi então apresentada aos executivos e sócios da empresa alvo o plano de negócios da Gestora, e daí seguiram várias conversas que culminaram na transação.

**11. A partir da realização do investimento via FIP, como se dava a participação na gestão da empresa HSM do Brasil?**

O monitoramento da Gestora na HSM do Brasil e demais companhias investidas do Fundo era feito sob duas dimensões: Estratégica e Operacional.

Do ponto de vista estratégico, o Fundo sempre possuía assento no Conselho de Administração das companhias investidas. Adicionalmente,



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

por acordo de acionistas, comandava vetos importantes nas tomadas de decisão em matérias deliberativas relevantes.

Já do lado operacional, via de regra, o Fundo negociava nos seus termos de investimentos a indicação de executivos para assumirem determinados postos da diretoria em seu nome (usualmente a Diretoria Financeira).

Como de costume, a Gestora elaborava junto aos executivos da empresa um planejamento para os primeiros 90 dias. Durante este período era comum fazermos um *retreat* estratégico para definirmos as metas de curto, médio e longo prazos aderentes a tese de investimentos.

Durante todo o período em que o Fundo era acionista das empresas, a criação de valor era feito através de três principais alavancas: (i) Governança, com a implantação do Conselho de Administração e demais instituições de governança; (ii) Estratégico, com a criação de comitês assessórios dependendo da necessidade das companhias, os quais serviam para assessorar o Conselho de Administração e eram liderados por membros da Gestora; (iii) Operacional, implantando processo e sistemas de monitoramento tanto dos resultados financeiros quanto operacionais das companhias.

**12. Eventual representante da gestora indicado pelo FIP como gestor na HSM do Brasil era remunerado? Qual o valor da remuneração? Houve alguma outra prestação de serviço remunerado na HSM do Brasil ou suas controladas, de qualquer espécie, envolvendo membros da gestora?**

Não. Não houve nenhum tipo de remuneração, ou prestação de serviços remunerado, envolvendo integrantes da Gestora por parte da HSM do Brasil ou suas controladas.

Para que fique claro, a Gestora era remunerada, pelos seus Cotistas, pelo seu trabalho somente através de taxa de administração e performance conforme descrito no Regulamento do Fundo, regra esta verificada e paga pelo administrador do Fundo.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Importante ressaltar novamente que o Conselho de Administração era composto por membros da Gestora, mas os mesmos não eram remunerados por isso.

**13. Houve alguma interferência externa ou intermediação de terceiros na ocasião da oferta dos recursos por meio do FIP?**

Não. Não houve interferência externa na transação, e mais uma vez esclarecendo que não há oferta de recursos por meio do Fundo. O que há são negociações de potenciais aquisições de empresas alvo pelo Fundo.

**14. Foi realizada due diligence para aquisição das ações da HSM do Brasil? Quando ocorreu? Quanto tempo durou? Se houve, seus resultados foram apresentados aos conselheiros do FIP?**

Sim, foram realizadas diligências em todos os ativos adquiridos pelo Fundo, incluindo a da HSM do Brasil.

No caso da HSM do Brasil foram realizadas, entre o período de abril até setembro de 2009, as seguintes auditorias:

- (i) Contábil, Financeira e Fiscal efetuada pela KPMG *Transaction and Forensic Services*;
- (ii) Jurídica, incluindo aspectos de propriedade intelectual (marca, dentre outros) efetuada pelo Machado Meyer Sendacz e Opice Advogados
- (iii) Operacional efetuada pela InterGovernance.

O Fundo não possui conselheiros, e sim um Comitê de Investimentos. A ata da 1ª Reunião do Comitê do Fundo (Anexo 02), que aprovou por unanimidade a aquisição da HSM do Brasil, previa que:

*“Caso haja mudanças substanciais do cenário de negociação advindas do processo de due diligence, o investimento na HSM Brasil voltará ao Comitê de Investimentos para uma nova aprovação.”*



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Dado que não houve mudanças substanciais do cenário de negociação advindos do processo de *due diligence*, não houve necessidade de nova aprovação junto ao Comitê.

**15. Havia alguma relação, pessoal ou profissional, dos dirigentes ou funcionários da HSM com gestores de algum dos Fundos de pensão investidores?**

Não que fosse do conhecimento do Gestor.

**16. Quem recebeu o pagamento referente à aquisição das ações da HSM do Brasil? Quando? Como?**

De acordo com o Contrato de Compra e Venda datado de 18 de agosto de 2.009, os Vendedores e beneficiários da transação eram:

(b) **HSM Group Inc.**, companhia devidamente constituída e validamente existente de acordo com as leis do Estado de Delaware, nos Estados Unidos da América, com sede em Corporation Trust Center, 1209, Orange Street, Cidade de Wilmington, no Estado de Delaware, Estados Unidos da América ("**HSM Holding**");

(c) **HSM Argentina S.A.**, companhia devidamente constituída e validamente existente de acordo com as leis da Argentina, com sede na Rua Echeverría, 840, Cidade de Buenos Aires, República Argentina ("**HSM Argentina**" e em conjunto com HSM Holding, os "**Vendedores**"); e

O comprador, BRF SPE<sup>12</sup>, efetuou o pagamento referente a aquisição das ações da HSM do Brasil no valor de R\$ 50.266.275,00 conforme descrito na cláusula 3.2 do Contrato de Compra e Venda abaixo:

<sup>12</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BRF SPE posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.





**FIGUEIREDO & VELLOSO**  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

**3.2. Pagamento.** O Preço das Ações será pago, pelo Comprador aos Vendedores, mediante a transferência de fundos imediatamente disponíveis (TED) de acordo com o seguinte:

- (i) R\$41.766.275,00 (quarenta e um milhões, setecentos e sessenta e seis mil, duzentos e setenta e cinco), a serem pagos, em dinheiro, na Data do Fechamento; e
- (ii) R\$8.500.000,00 (oito milhões e quinhentos mil reais), a serem depositados, em dinheiro, na Data do Fechamento, na Conta *Escrow*.

O montante acima foi transferido por TED para cada um dos beneficiários, conforme a tabela abaixo:

<b>Beneficiário</b>	<b>Valor em R\$</b>	<b>Data da Transferência</b>	<b>Propósito</b>
HSM Group Inc	36.067.619,99	01/10/2009	Câmbio para aquisição de ações da HSM do Brasil
HSM Group Inc.	5.695.236,91	01/10/2009	Recolhimento de DARF por conta e ordem dos Vendedores
HSM Argentina S/A	3.030,80	01/10/2009	Câmbio para aquisição de ações da HSM do Brasil
HSM Argentina S/A	387,30	01/10/2009	Recolhimento de DARF por conta e ordem dos Vendedores
HSM Group Inc	8.500.000,00	19/11/2009	TED para depósito na Conta Caução de titularidade da HSM Group Inc.
<b>Total</b>	<b>50.266.275,00</b>		

Vale ressaltar que o saldo de R\$ 8.500.000,00 foi transferido para a conta caução de titularidade da HSM Group Inc, no Banco Bradesco, conta essa usada para servir de garantia para o Fundo, caso houvesse



**FIGUEIREDO & VELLOSO**  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

necessidade de se cobrir eventuais contingências que pudessem se materializar.

**17. Como foi realizado o repasse dos R\$ 62.500.000,00, do FIP para a HSM Global? Por meio de TED, transferência de valores, ou outro meio? Quem repassou? O Gestor, o Administrador ou o Banco custodiante, ou outro remetente?**

O aporte de R\$ 62.499.999,00 foi efetuado no dia 28 em setembro de 2009, pelo Administrador do Fundo, na conta corrente da BRF SPE<sup>13</sup> conforme podemos verificar na figura do extrato de caixa do Fundo abaixo.

	Resgate de Título RF [LFT-O TESOUREO] Op: 9090905 Mv: 873840	77.174.052,14	
	Saldo		1.000,00
25/09/2009	Compra de Título RF [NTN-O TESOUREO] Op: 9132271 Mv: 2392932		(77.199.334,76)
	Despesa de CUSTO SELIC		(100,00)
	Resgate de Título RF [NTN-O TESOUREO] Op: 9102047 Mv: 874876	77.199.434,76	
	Saldo		1.000,00
28/09/2009	Compra de Título RF [NTN-O TESOUREO] Op: 9165817 Mv: 2395084		(14.724.726,71)
	Resgate de Título RF [NTN-O TESOUREO] Op: 9132271 Mv: 875912	77.224.725,71	
	Valor ref. a Integralização de ações da Emp. BRF Spe(Aumento de Capital)		(62.499.500,00)
	Valor referente a Compra de ações da Emp. BRF Spe(Sueli/Cleber)		(50,00)
	Valor referente a Integralização de ações da Emp. BRF Spe		(449,00)
	Saldo		1.000,00
29/09/2009	Compra de Título RF [NTN-O TESOUREO] Op: 9179358 Mv: 2397332		(14.729.569,69)

Em conformidade com o Contrato de Compra e Venda, celebrado em 18 de agosto de 2009 (Anexo 09), e o Termo de Fechamento, celebrado em 01 de outubro de 2009 (Anexo 10), a aquisição de 100% da HSM do Brasil envolveu um montante de R\$ 50.266.275,00, dos quais:

- R\$ 36.067.619,99 transferidos em 01 de outubro de 2009 para a conta corrente da HSM Group Inc, conforme contrato de câmbio e dados do SWIFT (Anexo 11)
- R\$ 3.030,80 transferidos em 01 de outubro de 2009 para a conta corrente da HSM Argentina S.A., conforme contrato de câmbio e dados do SWIFT (Anexo 12)

<sup>13</sup> Empresa não operacional, pertencente ao Fundo, detentora das ações da HSM do Brasil. A BRF SPE posteriormente teria seu nome alterado para HSM Educacional S/A e finalmente alterado para BR Educação Executiva S/A.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

- R\$ 5.695.236,91 destinados para pagamento dos tributos incidentes sobre a venda das ações e devidos pela HSM Group Inc, conforme instrução bancária encaminhada ao Banco Bradesco para pagamento de DARF em 01 de outubro de 2009 (Anexo 13)
- R\$ 387,30 destinado para pagamento dos tributos incidentes sobre a venda das ações e devidos pela HSM Argentina S.A., conforme instrução bancária encaminhada ao Banco Bradesco para pagamento de DARF em 01 de outubro de 2009 (Anexo 13)
- R\$ 8.500.000,00 transferido no dia 19 de novembro de 2009 para a conta vinculada de titularidade da HSM Group Inc, na qual o Banco Bradesco atuaria como depositário conforme Contrato de Prestação de Serviços de Depositário e Extrato da Conta Vinculada (Anexo 14)

Na mesma data, dia 30 setembro de 2009, a BRF SPE efetuou um aumento de capital na HSM do Brasil no valor de R\$4.733.725,00 (quatro milhões e setecentos e trinta e três reais e setecentos e vinte e cinco reais), de acordo com a ata de AGE da HSM do Brasil (Anexo 03).

Um aumento de capital adicional foi aprovado no dia 15 de outubro de 2009, no valor de R\$ 2.800.000,00 (dois milhões e oitocentos mil reais), conforme a ata de AGE da HSM do Brasil (Anexo 04).

O saldo remanescente de cerca de R\$ 4,550 milhões permaneceu aplicado na conta da BRF SPE para fazer frente aos planos de expansão apresentados ao Comitê. As transações da BRF SPE foram efetuadas pelo Gestor.

Cerca de 140mil foi gasto com tarifas e custos bancários da operação, predominantemente com IOF sobre operações de câmbio.

## **18.Há como comprovar os valores repassados para a conta da HSM Global Inc.?**



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Sim, em conformidade com o Contrato de Compra e Venda celebrado em 18 de agosto de 2009 (Anexo 09) e o Termo de Fechamento celebrado em 01 de outubro de 2009 (Anexo 10), a aquisição de 100% da HSM do Brasil envolveu um montante de R\$ 50.266.275,00 deste valor:

- R\$ 36.067.619,99 transferidos em 01 de outubro de 2009 para a conta corrente da HSM Group Inc, conforme contrato de câmbio e dados do SWIFT (Anexo 11)
- R\$ 3.030,80 transferidos em 01 de outubro de 2009 para a conta corrente da HSM Argentina S.A., conforme contrato de câmbio e dados do SWIFT (Anexo 12)
- R\$ 5.695.236,91 destinado para pagamento dos tributos incidentes sobre a venda das ações e devidos pela HSM Group Inc, conforme instrução bancária encaminhada ao Banco Bradesco para pagamento de DARF em 01 de outubro de 2009 (Anexo 13)
- R\$ 387,30 destinado para pagamento dos tributos incidentes sobre a venda das ações e devidos pela HSM Argentina S.A., conforme instrução bancária encaminhada ao Banco Bradesco para pagamento de DARF em 01 de outubro de 2009 (Anexo 13)
- R\$ 8.500.000,00 transferido no dia 19 de novembro de 2009 para a conta vinculada de titularidade da HSM Group Inc, na qual o Banco Bradesco atua como depositário conforme Contrato de Prestação de Serviços de Depositário e Extrato da Conta Vinculada (Anexo 14).

**19. Qual a relação da HSM do Brasil com os gestores e administradores dos FIP?**

Não havia qualquer relação entre a HSM do Brasil e os Gestores do Fundo. Não havia qualquer relacionamento entre o Administrador e a HSM do Brasil que o Gestor tenha conhecimento.



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

**20. As Demonstrações Financeiras do FIP BGC, passaram a registrar um ágio superior a 50 milhões de reais relativo à compra das ações da HSM. Confirma o pagamento desse ágio? A quem foi pago o ágio?**

O FIP BGC jamais foi sócio da HSM do Brasil, portanto desconheço qualquer ágio relativo à compra das ações da HSM do Brasil por este FIP.

**V - CONCLUSÃO**

Em suma, acredita-se que, com o presente petítório, todas as indagações de Vossa Excelência tenham sido esclarecidas, podendo-se os pontos aqui tratados serem resumidos da seguinte forma.

De modo didático e mais amplo, quanto ao FIP BR EDUCACIONAL:

- (i) Explicou-se, detalhadamente, a dinâmica pela qual um ativo passa a integrar a carteira do Fundo de Investimento, desde a prospecção, passando pela originação, negociação, submissão ao Comitê de Investimento, Auditorias, Fechamento, Monitoramento, até o processo de desinvestimento;
- (ii) De todo este processo, destaca-se o funcionamento do processo decisório de investimento. Ficou explicado que a tomada de decisão cabe ao Comitê de Investimento, sendo a função da Gestora apresentar o Memorando de Investimento com os elementos previstos no art. 30 do Regulamento do FIP e realizar reuniões de trabalho para explanação, além de prestar informações ao cotistas quantas vezes fossem necessárias;
- (iii) Mostrou-se, também, que o FIP foi verdadeiramente um sucesso, tendo retornado para seus investidores 2,17 vezes o patrimônio investido. Isto porque os cotistas integralizaram R\$ 324.729.878,10 e resgataram, ao final, R\$ 704.613.644,61;
- (iv) Neste sentido, demonstrou-se que o FIP investiu em 4 (quatro) empresas ao longo do seu período de vigência. Enquanto a Abril



FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

Educação, a Anima Educação e a Afferro produziram ganho de capital elevadíssimo ao patrimônio do Fundo, o único investimento que não proporcionou retorno superavitário foi o na HSM do Brasil, mas, mesmo assim, foram resgatados 99,21% do valor investido, não se podendo dizer, materialmente, que tenha havido prejuízo.

Como se sabe, o único investimento que vem sendo objeto da presente investigação no curso do FIP BR EDUCACIONAL é a aquisição das ações da HSM do Brasil, motivo pelo qual as indagações de Vossa Excelência estão circunscritas a esta operação.

Assim, especificamente quanto ao investimento na HSM do Brasil, restou aqui elucidado o seguinte:

- (i) A aquisição das ações da HSM do Brasil seguiu todo o processo de investimento elucidado no início deste depoimento, de modo que foi elaborado o Memorando de Investimento e apresentado aos membros do Comitê. Mas não só! Foram realizadas reuniões de trabalho para tratar da proposta de investimento, tendo ainda sido respondidas perguntas complementares feitas pelos cotistas;
- (ii) Para o objeto de análise deste PIC, merece destaque que, nesse Memorando, além de todas as informações previstas no art. 30 do Regimento do Fundo, apresentou-se a metodologia de precificação da empresa, observando o potencial da marca;
- (iii) Diante da lisura das informações e entender ser um bom investimento, o Comitê aprovou a aquisição das ações da HSM do Brasil por unanimidade;
- (iv) Auditorias contábil, financeira e fiscal foram realizadas pelo KPMG. As de caráter jurídico, pelo escritório Machado Meyer Sendacz e Opice Advogados. As de cunho operacional, pela InterGovernance;
- (v) Foram, então, investidos um total de R\$ 62.499.999,00 na HSM do Brasil, com base na avaliação feita pela própria Gestora. Importante se esclarecer que não há negociação de ágio. Há, na verdade,





FIGUEIREDO & VELLOSO  
ADVOGADOS ASSOCIADOS

negociação do preço da companhia, com base em seu valor de mercado, que leva em consideração, não apenas o patrimônio líquido, mas toda sua perspectiva de produção. O cálculo do ágio, portanto, será realizado em um momento posterior à compra das ações, meramente para fins contábeis.

- (vi) Importante lembrar que, aproximadamente um ano depois, houve a reafirmação do preço pago pelo FIP quando da mesma operação realizada por outros investidores (GEO e RBS);
- (vii) O monitoramento da HSM do Brasil era exercido pelo FIP, inclusive integrando Conselho de Administração da empresa. O avanço do plano de desenvolvimento e os resultados da companhia eram sempre informados ao cotistas do FIP. Verificando-se que os resultados não eram satisfatórios, a Gestora informou o Comitê que *“a HSM vem passando por um momento difícil marcado por troca de sócios, desalinhamento de visão entre sócios, e troca de executivos, o que tem levado a problemas operacionais e, conseqüentemente, a resultados financeiros consistentemente abaixo da expectativa da Gestora”*;
- (viii) Assim, em razão do fiel desempenho da atividade de diligência, a Gestora apresentou propostas de desinvestimento, rapidamente achando a solução para as adversidades que se mostraram presentes no ambiente corporativo da HSM do Brasil, o que também passou pelo devido procedimento até ser aprovado pelo Comitê;
- (ix) Para tal desinvestimentos, o FIP vendeu as ações da HSM do Brasil para a empresa Anima, dela recebendo parte em depósito, parte em ações, na proporção aproximada de 2,80%.
- (x) Grosso modo, o FIP aplicou R\$ 62.499.999,00 milhões de reais na aquisição da HSM do Brasil. Depois, trocou ações da HSM em ações da empresa Anima. Quando da venda das ações da Anima, todo o produto desta operação (incluindo dividendos e o que havia



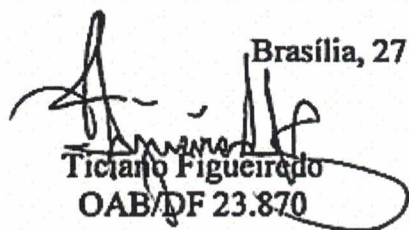
**FIGUEIREDO & VELLOSO**  
ADVOCADOS ASSOCIADOS

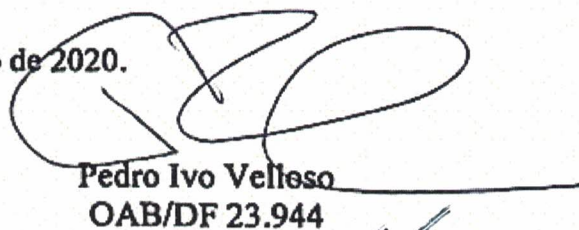
recebido na venda da HSM em depósito), recebeu R\$ 62.009.174,17 milhões de reais.

- (xi) Portanto, o investimento objeto desta investigação, portanto, retornou para o Fundo 99,21% do capital aplicado! Em um investimento que os cotistas obtiveram retorno de mais de 217% do capital investido, o presente procedimento apura um déficit de 0,79% de uma das operações ocorridas do Fundo. Enquanto os investidores receberam R\$704.613.644,61, a corrente investigação apura uma diferença a menor de R\$490.824,83, em um único investimento, cujos valores sequer eram líquidos para retirada dos cotistas.

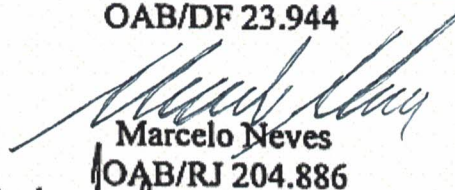
Sem prejuízo de ulteriores esclarecimentos que se mostrem necessários, o Requerente permanece à disposição do Ministério Público Federal.

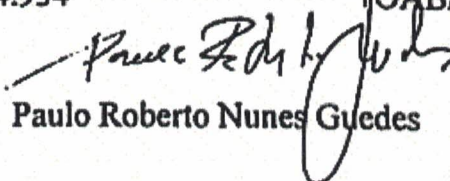
Brasília, 27 de julho de 2020.

  
Ticiano Figueiredo  
OAB/DF 23.870

  
Pedro Ivo Velloso  
OAB/DF 23.944

Célio Rabelo  
OAB/DF 54.934

  
Marcelo Neves  
OAB/RJ 204.886

  
Paulo Roberto Nunes Guedes