



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 19957.001627/2022-21

Reg. Col. 2776/22

**Acusados:** BDO RCS Auditores Independentes SS; Paulo Sergio Barbosa

**Assunto:** Apurar supostas irregularidades no contexto de auditoria independente das demonstrações financeiras do Vinci Infra Transmissão Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura relativas à data-base de 28/02/2020

**Relatora:** Diretora Marina Copola

### RELATÓRIO

#### I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria – SNC (“Acusação”) em face de BDO RCS Auditores Independentes SS (“BDO”) e de Paulo Sergio Barbosa (“Paulo Barbosa”), na qualidade de seu sócio e responsável técnico, pelo suposto descumprimento do art. 20 da Instrução CVM nº 308/1999<sup>1</sup>.

2. O presente PAS tem por origem o Processo CVM nº 19957.001461/2021-61, iniciado pela SNC para, no âmbito do Plano de Supervisão Baseada em Risco – SBR, analisar o trabalho de auditoria das demonstrações financeiras do Vinci Infra Transmissão Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (“FIP Vinci Infra”) relativas à data-base de 28/02/2020<sup>2</sup> (“Auditoria” e “Demonstrações Financeiras”, respectivamente), cujo relatório de auditoria foi assinado por Paulo Barbosa em 27/08/2020, com opinião sem modificação.

---

<sup>1</sup> Art. 20. O Auditor Independente - Pessoa Física e o Auditor Independente - Pessoa Jurídica, todos os seus sócios e integrantes do quadro técnico deverão observar, ainda, as normas emanadas do Conselho Federal de Contabilidade - CFC e os pronunciamentos técnicos do Instituto Brasileiro de Contadores - IBRACON, no que se refere à conduta profissional, ao exercício da atividade e à emissão de pareceres e relatórios de auditoria.

<sup>2</sup> Doc. nº 1452946, p. 1.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

3. Conforme consubstanciado no Parecer Técnico nº 22/2021-CVM/SNC/GNA<sup>3</sup>, com base em esclarecimentos e evidências de auditoria obtidas junto à BDO e a Paulo Barbosa<sup>4</sup>, a área técnica analisou a correta especificação e a existência de ativos do fundo e a estrutura do relatório de auditoria e sua adequação às normas profissionais aplicáveis. Ato contínuo, por meio do Ofício nº 196/2021/CVM/SNC/GNA<sup>5</sup>, a SNC solicitou manifestação prévia sobre os fatos, nos termos do art. 5º da então vigente Instrução CVM nº 607/2019.

4. Com base no que foi apurado, a SNC elaborou o Parecer Técnico nº 95/2021-CVM/SNC/GNA<sup>6</sup> e formulou termo de acusação (“Termo de Acusação”)<sup>7</sup>, em que imputou a ambos os acusados o descumprimento do art. 20 da então vigente Instrução CVM nº 308/1999, pela inobservância, no contexto da Auditoria:

- i) dos itens 6<sup>8</sup>, 13<sup>9</sup> e 15<sup>10</sup> da NBC TA 540 (R1), em razão da alegada inadequação dos procedimentos de validação do valor justo dos ativos do FIP Vinci Infra; e

---

<sup>3</sup> Doc. nº 1452946, p. 49.

<sup>4</sup> Por meio do Ofício nº 86/2021/CVM/SNC/GNA (doc. nº 1452946, p. 38).

<sup>5</sup> Doc. nº 1452946, p. 56.

<sup>6</sup> Doc. nº 1452946, p. 66.

<sup>7</sup> Doc. nº 1480890.

<sup>8</sup> 6. O objetivo do auditor é obter evidência de auditoria apropriada e suficiente sobre: (a) se as estimativas contábeis, incluindo as de valor justo, registradas ou divulgadas nas demonstrações contábeis, são razoáveis; e (b) se as respectivas divulgações nas demonstrações contábeis são adequadas, no contexto da estrutura de relatório financeiro aplicável.

<sup>9</sup> 13. Ao responder aos riscos identificados de distorção relevante, conforme exigido pela NBC TA 330, item 5, o auditor deve seguir um ou mais dos passos abaixo, levando em consideração a natureza da estimativa contábil (ver itens A59 a A61): (a) determinar se os eventos ocorridos até a data do relatório do auditor independente fornecem evidências de auditoria com relação à estimativa contábil (ver itens A62 a A67); (b) testar como a administração fez a estimativa contábil e os dados em que ela está baseada. Ao fazer tal teste, o auditor deve avaliar se (ver itens A68 a A70): (i) o método de mensuração usado é apropriado nas circunstâncias (ver itens A71 a A76); e (ii) as premissas usadas pela administração são razoáveis à luz dos objetivos de mensuração da estrutura de relatório financeiro aplicável (ver itens A77 a A83); (c) testar a efetividade operacional dos controles sobre os quais a administração elaborou a estimativa contábil, juntamente com os procedimentos substantivos apropriados (ver itens A84 a A86); (d) desenvolver uma estimativa pontual ou um intervalo para avaliar a estimativa pontual da administração. Para essa finalidade (ver itens A87 a A91): (i) se o auditor usa premissas ou métodos diferentes da administração, o auditor deve obter o entendimento suficiente das premissas ou métodos da administração para estabelecer que a estimativa pontual ou o intervalo por ele utilizado leva em consideração variáveis relevantes para avaliar quaisquer diferenças significativas com a estimativa pontual da administração (ver item A92); (ii) se o auditor conclui que é apropriado usar um intervalo, o auditor deve reduzi-lo, com base em evidências de auditoria disponíveis, até que todos os desfechos dentro do intervalo sejam considerados razoáveis (ver itens A93 a A95).

<sup>10</sup> 15. Para estimativas contábeis que geram riscos significativos, além de outros procedimentos substantivos executados para satisfazer os requisitos da NBC TA 330, item 18, o auditor deve avaliar o seguinte (ver item



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- ii) dos itens 11<sup>11</sup> e A15<sup>12</sup> da NBC TA 230 (R1), devido à suposta ausência de documentação das divergências identificadas na ocasião da validação do valor justo dos ativos do fundo.
5. Apresento, a seguir, as considerações apresentadas pela SNC em relação a cada um desses grupos de supostas infrações.

## II. ACUSAÇÃO

### *Procedimentos de validação do valor justo dos ativos do FIP Vinci Infra*

6. A Acusação sustenta que, embora o relatório de auditoria descreva procedimentos para a análise do item “Investimento em ações de Companhias Fechadas” das Demonstrações Financeiras, os acusados não teriam adotado medidas adequadas para revisar a metodologia e o modelo de mensuração do valor justo das ações da LEST - Linhas de Energia do Sertão Transmissora S.A. (“LEST”) e da Água Vermelha Transmissora de Energia S.A. (“AVT”).
7. Para a SNC, como as ações da LEST e da AVT eram conjuntamente representativas de 117,51% do patrimônio líquido do FIP Vinci Infra, os auditores deveriam ter verificado a razoabilidade das premissas utilizadas no laudo de avaliação independente de tais ativos contratado pela administradora do fundo e emitido em 28/05/2020 (“Laudo de Avaliação”)<sup>13</sup>. E, na prática, os auditores teriam se baseado excessivamente nas conclusões do Laudo de Avaliação, sem realizar testes adequados sobre a validade das premissas fornecidas por fontes não independentes, bem como sobre aquelas relacionadas à projeção de receitas.

---

A102): (a) como a administração considerou premissas ou desfechos alternativos e por que os rejeitou ou como a administração tratou de outra forma a incerteza de estimativa ao elaborar a estimativa contábil (ver itens A103 a A106); (b) se as premissas significativas usadas pela administração são razoáveis (ver itens A107 a A109); (c) quando relevante para a razoabilidade das premissas significativas usadas pela administração ou para a apropriada aplicação da estrutura de relatório financeiro aplicável, intenção e a capacidade da administração de realizar cursos de ação específicos (ver item A110).

<sup>11</sup> 11. Se o auditor identificou informações referentes a um assunto significativo que são inconsistentes com a sua conclusão final, ele deve documentar como tratou essa inconsistência (ver item A15).

<sup>12</sup> A15. A exigência de documentar como o auditor tratou inconsistência nas informações não implica que o auditor necessite reter documentação que esteja incorreta ou superada.

<sup>13</sup> Doc. nº 1452958, arquivo “ANEXO I - Papeis de trabalho” > “Títulos e valores mobiliários” > “Thoreos - Laudo FIP IE 28.05.2020.pdf”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

8. Para embasar seu argumento, a SNC aponta que, em determinado momento da Auditoria, o departamento de *Financial Advisory Services* – FAS da BDO encaminhou à equipe de auditores um parecer avaliando a razoabilidade da metodologia adotada no Laudo de Avaliação, recomendando a adoção de procedimentos adicionais, cuja inobservância configuraria uma deficiência relevante de auditoria (“Parecer do FAS”)<sup>14</sup>.

9. A Acusação sustenta que algumas dessas recomendações não teriam sido devidamente atendidas pelos auditores com base em memorando elaborado pela própria equipe de auditoria para demonstrar o tratamento das recomendações (“Memorando de Validação”)<sup>15</sup>. Segundo a SNC, três das recomendações formuladas não foram sequer mencionadas nesse memorando ou, quando registradas, o procedimento indicado em resposta não correspondia ao que havia sido recomendado pelo FAS.

10. A primeira delas, registrada no Parecer do FAS sob o título “**Documentação**”, foi a de que os auditores validassem os *inputs* do Laudo de Avaliação e registrassem devidamente essa documentação. Conforme registrado no Parecer do FAS, os especialistas internos de *valuation* da BDO não teriam recebido, à época, qualquer documentação que atestasse essa análise.

11. Na segunda, intitulada “**Incertezas de premissas e inputs de fontes não-independentes**”, o FAS recomendou que os auditores redobrassem o ceticismo profissional e testassem os *inputs* não apenas a partir de contraposições históricas, mas também de critérios de razoabilidade. E isso porque algumas das premissas do Laudo de Avaliação teriam sido fornecidas pela própria administração da companhia investida, ensejando o risco de *management override*.

12. A Acusação chamou atenção para a ausência de menção a essas duas recomendações do Parecer do FAS no Memorando de Validação.

13. Em sede de manifestação prévia, os acusados indicaram que, para fins de validação das premissas do Laudo de Avaliação, o teste substantivo executado foi a comparação dos dados do Laudo com aqueles constantes das demonstrações financeiras auditadas das

---

<sup>14</sup> Doc. nº 1452958, arquivo “ANEXO I - Papéis de trabalho” > “Títulos e valores mobiliários” > “Laudo\_FIP\_Coinvestimento\_Transmissão\_vfinal.pdf”.

<sup>15</sup> Doc. nº 1452958, arquivo “ANEXO I - Papéis de trabalho” > “Títulos e valores mobiliários” > “Memorando Advisory.docx”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

companhias investidas (“Planilha Comparativa de Premissas”)<sup>16</sup>. Destacaram, ainda, que os papéis de trabalho das investidas teriam sido revisados na forma da NBC TA 600, o que restaria demonstrado no Memorando de Validação.

14. No entanto, a Acusação sustenta que essa comparação não seria suficiente para atender às recomendações do Parecer do FAS, pois:

- i) a documentação enviada não atenderia à recomendação de testar os *inputs* não apenas em face de informações históricas, mas também a partir de critérios de razoabilidade;
- ii) não estaria documentado qualquer procedimento adicional a respeito da verificação dos valores fornecidos por fontes não independentes; e
- iii) a coluna “divergências” da referida planilha, que registrava as discrepâncias entre as fontes analisadas, continha símbolos de conferência sem qualquer legenda explicativa e, além disso, não haveria qualquer informação sobre o tratamento das divergências identificadas.

15. Por último, em “**Análise de premissas de projeção das receitas**”, uma vez que o Laudo de Avaliação utilizou como base para a projeção de receitas os valores estabelecidos nos contratos de concessão que autorizariam que as companhias investidas prestassem o serviço de transmissão de energia por 30 anos (“Contratos de Concessão”)<sup>17</sup>, o FAS recomendou que os auditores buscassem evidências de que as obras das instalações de transmissão de energia elétrica previstas nos respectivos contratos estavam sendo executadas dentro do cronograma, considerando que eventuais atrasos poderiam gerar distorções relevantes no valor das investidas.

16. A esse respeito, a SNC ressaltou que, embora os auditores tenham indicado no Memorando de Validação que analisaram os Contratos de Concessão, essa análise não teria atendido integralmente à recomendação do FAS, pois não abrangeu a verificação do cronograma de execução das obras.

---

<sup>16</sup> Doc. nº 1452961, p. 5.

<sup>17</sup> Doc. nº 1452961, p. 12 e 53.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

17. Em sede de manifestação prévia, os acusados encaminharam documentos que supostamente registrariam a revisão dos papéis de trabalho da auditoria das demonstrações financeiras da LEST e da AVT (“Papéis de Revisão de Auditoria”)<sup>18</sup>, os quais, alegadamente, incluiriam a avaliação do cálculo de margem de conclusão e do percentual de evolução das obras. Além disso, destacaram que as demonstrações contábeis da LEST mencionavam a antecipação das obras e, consequentemente, da geração de caixa, enquanto as da AVT indicavam que o andamento da execução estava dentro do planejado.

18. Entretanto, a Acusação alega que os Papéis de Revisão de Auditoria não contemplavam uma análise específica do cronograma das obras, tampouco registravam formalmente a avaliação de seu andamento com base nas demonstrações financeiras da LEST e da AVT.

19. Diante do exposto, a Acusação imputou aos acusados o descumprimento dos itens 6, 13 e 15 da NBC TA 540 (R1), em razão da alegada não execução de procedimentos de auditoria adequados para validação do valor justo dos ativos que compunham a carteira do FIP Vinci Infra.

### *Documentação das divergências identificadas na Planilha Comparativa de Premissas*

20. Ainda, em razão da suposta ausência de documentação sobre o tratamento dado às divergências identificadas na Planilha Comparativa de Premissas, a SNC alega que os acusados descumpriram os itens 11 e A15 da NBC TA 230 (R1), por entender que, como já relatado, a coluna de divergências continha símbolos sem legenda explicativa e que não havia qualquer informação sobre o tratamento dispensado às divergências identificadas.

---

<sup>18</sup> Doc. nº 1452961, p. 146 e 151.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### III. MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM

21. Nos termos do art. 7º da Resolução CVM nº 45/2021<sup>19</sup>, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE-CVM se manifestou no sentido de que o Termo de Acusação se adequa ao disposto nos arts. 5º<sup>20</sup>, 6º<sup>21</sup> da referida Resolução<sup>22</sup>.

### IV. RAZÕES DE DEFESA

22. Os acusados foram regularmente citados<sup>23</sup> e apresentaram defesa conjunta em 25/11/2022<sup>24</sup>, dois dias após o término do prazo regulamentar, que havia se encerrado em 23/11/2022. Ainda que não tenha sido formulado qualquer pedido de prorrogação desse prazo, acolho todas as alegações apresentadas, em observância ao princípio da ampla defesa.

23. Em sede preliminar, a defesa requereu:

i) o arquivamento deste PAS, sem julgamento de mérito, quanto aos itens 11 e A15 da NBC TA 230 (R1), alegando ausência de justa causa para a ação, uma vez que a própria SNC teria reconhecido, no Termo de Acusação, a insignificância de tais infrações em relação ao bem jurídico tutelado; e

---

<sup>19</sup> Art. 7º Antes da citação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE deve emitir parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data de recebimento do termo de acusação, com o seguinte escopo: I – exame do cumprimento do art. 5º; II – análise objetiva da observância dos requisitos do art. 6º; e III – exame da adequação do rito adotado para o processo administrativo sancionador.

<sup>20</sup> Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados. Parágrafo único. Considera-se atendido o disposto no caput sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos que podem ser a ele imputados; ou II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, ainda que não o faça.

<sup>21</sup> Art. 6º Nas hipóteses em que a superintendência considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da irregularidade constatada, deve lavrar termo de acusação contendo: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; IV – descrição dos esclarecimentos prestados nos termos do art. 5º; V – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; VI – rito a ser observado no processo administrativo sancionador; e VII – proposta de comunicação a que se refere o art. 13, se for o caso.

<sup>22</sup> Parecer nº 00080/2022/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e Despachos nº 00174/2022/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00247/2022/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (doc. nº 1598043).

<sup>23</sup> Docs. nº 1623414 e nº 1623419.

<sup>24</sup> Doc. nº 1655648.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- ii) a ilegitimidade passiva do responsável técnico, argumentando que **(a)** a Acusação não individualizou sua conduta, atribuindo-lhe responsabilidade automática e objetiva, sem comprovar qualquer ato específico ou verificar sua atuação individual; e **(b)** sua responsabilização deveria se restringir às normas aplicáveis à sua função, que exigem apenas a garantia da qualidade do serviço e a supervisão das questões mais relevantes, sem a necessidade de validar integralmente todo o trabalho realizado.

24. No mérito, os acusados sustentam, primeiramente, que não compete à área técnica da CVM determinar como os trabalhos de auditoria deveriam ter sido conduzidos, uma vez que esse trabalho envolveria juízo profissional e certo grau de subjetividade. Defendem que o controle exercido pela autarquia deveria se restringir à verificação da conformidade da metodologia e dos critérios adotados com a finalidade da norma e com os objetivos do trabalho de auditoria, sem impor sua própria interpretação sobre a execução dos procedimentos.

### *Os procedimentos executados para verificar a correta precificação dos ativos*

25. Dito isso, os acusados argumentam que a própria SNC reconheceu que, caso os procedimentos indicados pela BDO no relatório de auditoria tivessem sido executados nos termos em que foram descritos, eles teriam cumprido com sua finalidade de verificar a correta existência e precificação dos ativos. Com base nesse entendimento, a defesa reiterou as considerações já apresentadas à área técnica e encaminhou mais papéis de trabalho, visando a comprovar que tais procedimentos foram efetivamente realizados, conforme sintetizo a seguir.

26. Quanto aos procedimentos adotados para validar o valor justo das companhias investidas, a defesa argumenta que:

- i) a “Agenda ETD”<sup>25</sup>, que registrava as discussões sobre os principais temas analisados na Auditoria, e a “Matriz de Planejamento”<sup>26</sup>, que mapeava os principais riscos do projeto – ambos alegadamente elaborados no início dos trabalhos e apresentados por ocasião da defesa – demonstrariam que o item “Investimento em Ações de Companhias Fechadas” foi tratado como o principal ponto da Auditoria;

---

<sup>25</sup> Doc. nº 1655648, doc. 1, p. 115.

<sup>26</sup> Doc. nº 1655649, doc. 2, “Doc. 2 - Matriz de Planejamento.xlsx”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- ii) os auditores teriam procedido à mensuração do valor justo por meio da validação da metodologia e das premissas utilizadas no Laudo de Avaliação, o que estaria registrado na Planilha Comparativa de Premissas, que demonstraria a verificação da “razoabilidade do laudo contábil e dos valores e *inputs* apresentados nas demonstrações contábeis das investidas, conforme indicação dos *tickmarks* que acompanham os *inputs* em cada aba”;
- iii) o cronograma das obras das companhias investidas teria sido avaliado pelos auditores independentes de suas respectivas demonstrações financeiras, ao passo que a BDO teria analisado as demonstrações do FIP Vinci Infra, contexto em que teria feito “a verificação do prazo e cálculo de margem de conclusão da obra, e consequentemente a emissão das receitas das Companhias”, conforme registrado nos Papéis de Revisão de Auditoria; e
- iv) “[a] revisão das demonstrações contábeis das investidas [teria se dado] com base na NBC TA 600, e os respectivos relatórios de auditoria [teriam sido] emitidos sem qualificação ou ênfase sobre qualquer assunto”.

27. Além disso, a defesa buscou demonstrar a adequada execução dos procedimentos descritos no relatório de auditoria como um todo, e apresentou o papel de trabalho “Checklist de Conclusão dos Controles”<sup>27</sup>, que registra a realização dos procedimentos descritos, assim como evidências do processo de revisão e aprovação a que as Demonstrações Financeiras teriam sido submetidas<sup>28</sup>.

### *Documentação das divergências identificadas na Planilha Comparativa de Premissas*

28. Quanto à acusação de deficiências na documentação das divergências identificadas na Planilha Comparativa de Premissas, a defesa alega que, durante a sua conversão para o formato .pdf, por ocasião do envio à SNC em sede de manifestação prévia, parte do conteúdo da planilha parece ter sido cortado. E, por isso, a área técnica teria entendido que haveria

---

<sup>27</sup> Doc. nº 1655648, doc. 6, p. 194.

<sup>28</sup> Razões de Defesa (doc. nº 1655648), Docs. 4 e 5, p. 129 e 133; Anexo às Razões de Defesa (doc. nº 1655649), Doc. 5, “Doc. 5.1 - Revisão [L.D.] - Diretor.xlsx” e “Doc. 5.2 - Revisão Paulo Barbosa - Sócio.xlsx”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

símbolos sem legenda na coluna de divergências e que não seria possível identificar o tratamento dado às divergências.

29. Os acusados contestam essa percepção sob o argumento de que a versão original do documento, alegadamente anexada às razões de defesa<sup>29</sup>, traz legendas detalhando o significado de todos os símbolos da coluna de divergências, bem como notas explicativas que descreviam o tratamento adotado para as divergências apontadas.

### *Procedimentos de validação do valor justo dos ativos do FIP Vinci Infra*

30. No que diz respeito aos procedimentos de validação do valor justo dos ativos do FIP Vinci Infra, os acusados argumentam que a Acusação lhes atribuiu o descumprimento de obrigações que competiam primariamente ao auditado, e não ao auditor. Seria esse o caso da alegação da Acusação de que, ao tratar dos *inputs* de fontes não independentes, os acusados teriam descumprido o CPC 01 (R1), relativo ao *impairment* de ativos, ainda que uma imputação a esse respeito não tenha sido apresentada.

31. A defesa também alega que tal norma sequer seria aplicável ao FIP Vinci Infra, pois, conforme o art. 3º da Instrução CVM nº 579/2016, os investimentos de fundos de investimento em participação qualificados como entidades de investimento deveriam ser avaliados a valor justo, não sendo exigida a realização de *impairment* nesses casos.

32. Para corroborar a alegação de que a realização de *impairment* não seria aplicável ao FIP Vinci Infra, a defesa:

- i) apresentou um estudo conduzido pela administradora do FIP Vinci Infra em 11/05/2020 referente à classificação do fundo como entidade de investimento<sup>30</sup>;
- ii) destacou que a nota explica nº 1 às Demonstrações Financeiras, assim como o relatório do auditor, aponta para a classificação do fundo no mesmo sentido;
- iii) destacou que a nota explicativa nº 5 do relatório de auditoria registra as premissas utilizadas para a determinação do valor justo; e

---

<sup>29</sup> Doc. nº 1655649, doc. 3, “Doc. 3 - Comparativo - Laudo x Demonstração Contábil.xlsx”.

<sup>30</sup> Razões de Defesa (doc. nº 1655648), Doc. 7, p. 200.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- iv) apontou que tanto a Agenda ETD quanto a Matriz de Planejamento, elaboradas no início dos trabalhos, já tratavam da necessidade de contabilizar os investimentos a valor justo.

### Verificação das premissas fornecidas por fontes não independentes

33. A defesa também buscou refutar a acusação de que a BDO não teria realizado testes independentes adequados para verificar os *inputs* do Laudo de Avaliação, alegando que:

- i) “todo e qualquer laudo de avaliação parte de informações fornecidas pela administração”;
- ii) o próprio Laudo de Avaliação conteria uma declaração, em seu §12, dos avaliadores afirmando que não teria havido qualquer interferência dos gestores ou administradores do FIP Vinci Infra, afastando a hipótese de *management override*;
- iii) a BDO teria analisado as premissas relacionadas à projeção de receitas com base nos Contratos de Concessão, conforme consignado no Memorando de Validação;
- iv) o Laudo de Avaliação não teria se baseado exclusivamente nas informações fornecidas pela administração das companhias investidas, mas em diversas fontes, incluídas as demonstrações financeiras auditadas da LEST e da AVT;
- v) a BDO teria validado as premissas relacionadas a fontes não independentes por meio de comparações com as demonstrações contábeis auditadas das companhias investidas, conforme registrado na Planilha Comparativa de Premissas, que, por sua vez, também teria sido objeto de revisão e documentação nos Papéis de Revisão de Auditoria.

### Verificação das premissas relacionadas à projeção de receitas

34. Ademais, em contraposição à alegação de que os acusados não teriam examinado o cronograma de obras das companhias investidas, a defesa sustenta que essa análise foi devidamente conduzida com base nas demonstrações contábeis da LEST e da AVT e por meio da revisão dos papéis do trabalho da auditoria dessas demonstrações, em conformidade com a NBC TA 600, assim como do Laudo de Avaliação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

35. Após essa verificação, os auditores da BDO teriam concluído que as evidências indicavam um estágio avançado das obras, não tendo sido identificadas inconsistências que justificassem uma investigação mais aprofundada. Diante disso, entenderam que o tema não demandava maior ênfase e que sua inclusão entre os principais assuntos de auditoria não se fazia necessária.

36. Especificamente quanto à revisão dos papéis de trabalho da auditoria das companhias investidas, detalharam que:

- i) as demonstrações contábeis da LEST e da AVT faziam referência à avaliação do cronograma de obras nos seguintes termos, respectivamente:

A Companhia tem até 11 de fevereiro de 2022 para finalizar a construção do empreendimento conforme previsto no Contrato de Concessão, e o investimento total previsto é de aproximadamente R\$324 Milhões. A Receita Anual Permitida - RAP foi determinada em R\$44,5 milhões (valor original) na data do leilão, com recebimento em cotas mensais. A RAP é corrigida anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPC-A e será válida por todo o prazo de operação comercial da LEST. A Companhia considerava o início de recebimento da RAP a partir de abril de 2020, entretanto, a antecipação na entrega do Bloco 1, (trecho Paulo Afonso – Luiz Gonzaga), em 23 de fevereiro de 2020, permitiu o início da operação comercial antecipada.

A Companhia tem até 09 de fevereiro de 2022 para finalizar a construção do empreendimento conforme previsto no Contrato de Concessão, e o investimento total previsto é de aproximadamente R\$ 93 Milhões. A Receita Anual Permitida - RAP foi determinada em R\$ 17,6 milhões (valor original) na data do leilão, com recebimento em cotas mensais. A RAP é corrigida anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPC-A e será válida por todo o prazo de operação comercial da LEST. A Companhia considera o início de recebimento da RAP a partir de fevereiro de 2022.

- ii) durante a revisão, a BDO teria discutido a continuidade operacional da LEST e da AVT com o auditor das investidas, tendo sido informada de que não havia risco que comprometesse sua manutenção. Essa conclusão restaria evidenciada por dois elementos: **(i)** a ausência de notas explicativas nas demonstrações contábeis das investidas que indicassem qualquer incerteza relevante sobre a continuidade operacional; e **(ii)** a posição expressa pelo auditor nos relatórios, segundo a qual eventuais dúvidas quanto à capacidade operacional das companhias deveriam ser devidamente destacadas no relatório de auditoria.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

37. No mais, a defesa também alega que a própria BDO confirmou que o andamento das obras estava em linha com o cronograma previsto nos Contratos de Concessão, da seguinte forma:

- i) verificação de que o *website* da ANEEL indicava que as obras “estavam em dia, sem levantar qualquer ponto de atenção”;
- ii) consignação no Memorando de Validação que “a linha estava autorizada e em operação”, conforme trecho abaixo reproduzido:

**Auditória:**

Indagamos a Administração e o avalidor independente das empresas, os quais nos informaram que não foi considerado o SFP dado que a primeira linha (representa 70% da RAP) já entrou em operação em fev/20 e a segunda linha tem previsão para out/2020. Foi adicionado prêmio greenfield para a LEST porém bem menor do que utilizado para a AVT, dado que apenas 30% da RAP ainda não entrou em operação esse premio de risco foi de 0,5%.

- iii) quanto às obras da LEST, verificação do *website* da própria investida, que indicava que os projetos de duas linhas de transmissão contavam com uma antecipação;
- iv) quanto às obras da AVT, verificação das demonstrações financeiras da investida relativas ao exercício social findo em 31/12/2021 e emitidas em 31/03/2022<sup>31</sup>, que teriam indicado que “os auditores confirmaram o aguardo da liberação de energização e início das operações das transmissoras”, conforme reproduzido abaixo:

**20. Evento subsequente**

A concessão do Lote 5 do Leilão de Transmissão 013/2015 – 2ª Etapa originalmente concedida a SPE ECB ME Energia S.A (ECB), teve a anuência da ANEEL para transferência da operação à Água Vermelha Transmissora de Energia S.A. “AVT” através do Despacho ANEEL nº 1.935, de 24/08/2018. Imediatamente após a decisão da anuência pela Agência, a AVT promoveu as diligências necessárias ao prosseguimento das ações envolvendo o Projeto Básico e demais atividades referentes a construção o SVC, tendo encaminhado ao ONS a 2ª. revisão de documentação do projeto básico em janeiro de 2019. Desde então o processo de fornecimento, construção, montagem e comissionamento foram iniciadas e houve uma sequência de análises do Projeto Básico pelo ONS e revisões pela AVT. A dinâmica do processo envolve longos prazos para análise do material pelo Operador bem como para revisão pelo fabricante (GE Grid Solutions) dos documentos do projeto básico provocando a alteração da data de energização prevista para 09/02/2022. Atualmente o empreendimento encontra-se concluído aguardando a aprovação do projeto básico e posterior emissão dos termos de liberação de teste e termo de liberação definitiva que estão previstos para 30/07/2022.

<sup>31</sup> Doc. nº 1655648, doc. 10, p. 207.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- v) nos Papéis de Revisão de Auditoria, os acusados teriam avaliado o andamento das obras junto ao cronograma esperado para o reconhecimento da receita, tanto para a LEST, quanto para a AVT, conforme reproduzido abaixo, respectivamente:

<b>5</b>	<b>Contas a receber (ativo de concessão)</b>	<b>Metodologia de precificação</b>	O ativo origina-se na operação principal da entidade, que visa operacionalização de Transmissão de energia ligada a processo de licitação vencido, o contrato de licitação engloba vínculo de 30 anos (de ago/2017 a ago/2047) com DOC (Início da operação) estimada para fev/2022, desta forma num primeiro momento a composição da posição do ativo é a somatória da receita de construção (custos de construção acrescidos de impostos) e receita de remuneração (taxa de retorno de 18% a.a. adequada a fluxo de caixa para mensuração anual do reconhecimento da receita do projeto em consonância ao o RAP (receita anual permitida) de 44.470 (reais mil) atualizado pelo IGPM a partir do inicio da operacionalização.
	<b>Receita com construção</b>		No encerramento do exercício (12/2019) o principal componente do ativo é derivado da "receita com construção" (276.184 reais mil), que engloba a movimentação dos custos incorridos na construção junto ao acréscimo do imposto incidente e cálculo de margem de conclusão. Para validação dos valores de construção houve seleção de 37 lançamentos (critério para seleção implicou na análise dos lançamentos acima da PM e que superassem a média de lançamento (550 mil) que totalizaram a magnitude de 146.401 reais mil (representatividade de 71% do custo total do período (206.550 reais mil)) documentação suporte foi recebido e as análises concluídas satisfatoriamente.
	<b>Receita de remuneração</b>		A receita de remuneração (8% do ativo de concessão (22.450 reais mil)) implica na taxa de retorno mensal de (1,38888%) aplicada sobre o fluxo de caixa realizada para o RAP total do contrato.
	<b>Posição do ativo de concessão</b>		A posição do patrimonial fica assim formada pela adição do da movimentação supracitada (298.634 reais mil) Junto ao saldo inicial (35.124 reais mil) totalizando assim o montante de 333.758 reais mil.
<b>5</b>	<b>Contas a receber (ativo de concessão)</b>	<b>Metodologia de precificação</b>	O ativo origina-se na operação principal da entidade, que visa operacionalização de Transmissão de energia ligada a processo de licitação vencido, o contrato de licitação engloba vínculo de 30 anos (de ago/2017 a ago/2047) com DOC (Início da operação) estimada para fev/2022, desta forma num primeiro momento a composição da posição do ativo é a somatória da receita de construção (custos de construção acrescidos de impostos) e receita de remuneração (taxa de retorno de 13,67% a.a. adequada a fluxo de caixa para mensuração anual do reconhecimento da receita do projeto em consonância ao o RAP (receita anual permitida) de 17.666 (reais mil) atualizado pelo IGPM a partir do inicio da operacionalização.
	<b>Receita com construção</b>		No encerramento do exercício (12/2019) o principal componente do ativo é derivado da "receita com construção" (5.837 reais mil), que engloba a movimentação dos custos incorridos na construção junto ao acréscimo do imposto incidente e cálculo de margem de conclusão. Para validação dos valores ligados aos custos houve seleção de 4 lançamentos (critério para seleção implicou na análise dos lançamentos acima da PM) que totalizaram a magnitude de 4.969 reais mil (representatividade de 88% do custo total do período (5.624 reais mil)) documentação suporte foi recebido e as análises concluídas satisfatoriamente.
	<b>Receita de remuneração</b>		A receita de remuneração (12% do ativo de concessão (705 reais mil)) implica na taxa de retorno mensal de (1,0735%) aplicada sobre o fluxo de caixa realizada para o RAP total do contrato.
	<b>Posição do ativo de concessão</b>		A posição do patrimonial fica assim formada pela adição do da movimentação supracitada (6.542 reais mil) junto ao saldo inicial (4.745 reais mil) totalizando assim o montante de 11.287 reais mil.

38. Por fim, a defesa destaca que os ativos do FIP Vinci Infra teriam sido vendidos em 2022 com valor superior ao montante registrado, sendo que “[o] valor justo apurado foi um valor muito próximo do valor negociado, o que demonstra[ria] que as práticas, metodologias e premissas adotadas foram utilizadas de forma adequada”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### V. MANIFESTAÇÕES COMPLEMENTARES

39. Nos termos do art. 38 da Resolução CVM nº 45/2021<sup>32</sup>, a SNC apresentou manifestação técnica complementar a respeito das razões de defesa dos acusados<sup>33</sup>, em que tratou dos procedimentos de validação do valor justo dos ativos do FIP Vinci Infra, em torno dos três tópicos do Parecer do FAS que não teriam sido observados.

40. Sobre o tópico “Documentação”, a SNC sustenta que a análise realizada pela BDO teria se baseado em informações não conciliadas, o que poderia ter impactado a precificação final do ativo. Isso porque a versão da Planilha Comparativa de Premissas apresentada em sede de defesa indicava divergências nos saldos de passivo circulante, passivo não circulante da LEST e no patrimônio líquido, além de concluir que tais diferenças refletiriam dividendos distribuídos não considerados no Laudo de Avaliação, ainda que ativo e passivo estivessem “em consonância”. Segundo a SNC, o real impacto dessas discrepâncias só poderia ser avaliado por meio de um novo recálculo do valor justo.

41. Quanto a “Incertezas de premissas e *inputs* de fontes não-independentes”, a Acusação apontou que esse tópico não foi abordado nas razões de defesa.

42. Ao cabo, a respeito de “Análise de premissas de projeção das receitas”, a área técnica apontou que os Papéis de Revisão de Auditoria não continham qualquer menção à verificação do prazo de conclusão das obras, o que teria sido expressamente recomendado pelo Parecer do FAS.

43. Em seguida, os acusados foram intimados para que pudessem se manifestar a respeito das alegações da área técnica<sup>34</sup>, o que fizeram conjunta e tempestivamente<sup>35</sup>.

44. Seguindo a mesma estrutura adotada pela Acusação, a defesa iniciou sua manifestação pelo tópico “Documentação”. Em primeiro lugar, argumentou que, em sede de manifestação

---

<sup>32</sup> Art. 38. Após a designação do Relator, a superintendência pode, a seu critério, oferecer manifestação técnica complementar acerca das razões da defesa, no prazo de 30 (trinta) dias contados da reunião do Colegiado em que houver sido realizado o sorteio ou a distribuição por conexão. Parágrafo único. Na hipótese de a superintendência adotar a providência de que trata o caput, o Relator deve abrir igual prazo para nova manifestação da defesa.

<sup>33</sup> Doc. nº 1683719.

<sup>34</sup> Doc. nº 1700586.

<sup>35</sup> Doc. nº 1735061.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

complementar, a SNC teria alterado o enfoque da tese acusatória, que inicialmente se baseava na suposta falta de legendas e explicações sobre o tratamento das divergências, passando a alegar que os especialistas da BDO deveriam ter refeito o recálculo do valor justo do ativo da LEST considerando as divergências identificadas. Além de questionar essa mudança, a defesa sustenta que os auditores verificaram não haver necessidade de recálculo.

45. Quanto à divergência apontada pela SNC, esclarece que ela decorria de uma mera reclassificação contábil, na qual os tributos foram alocados no passivo não circulante, enquanto fornecedores, juros sobre empréstimos e dividendos foram classificados no passivo circulante. Segundo a defesa, tais reclassificações não impactaram o nível de endividamento da empresa. Os auditores ainda destacaram que o próprio Laudo de Avaliação continha a ressalva de que haviam sido utilizados balancetes fornecidos pela administração e que eventuais reclassificações necessárias para fins de *valuation* foram devidamente realizadas.

46. A defesa também enfatizou que a única divergência relevante para o cálculo do valor justo dizia respeito aos dividendos. Explicaram que, no momento da avaliação do ativo, a companhia ainda não teria distribuído dividendos. Assim, após realizar os cálculos, a BDO teria subtraído do valor do ativo os dividendos posteriormente distribuídos, conforme indicado nas demonstrações financeiras, no montante de R\$14,287 milhões. Como a participação do FIP no capital da LEST era de 30%, teria sido subtraído do valor da investida o montante proporcional de R\$4,300 milhões. Os dividendos distribuídos teriam sido excluídos do valor da empresa, resultando em um valor final de R\$62,088 milhões. Esse ajuste, sustentam os acusados, teria refletido na movimentação da rubrica “Patrimônio Líquido” para “Contas a pagar”.

47. Já em relação ao tópico “Incertezas de premissas e *inputs* de fontes não-independentes”, os acusados contestam a alegação da SNC de que esse aspecto não teria sido abordado nas razões de defesa. Ressaltaram que o tema foi tratado no capítulo VII da defesa e que foram apresentadas diversas evidências demonstrando que os testes necessários para a verificação dos *inputs* foram devidamente realizados, incluindo a validação das informações fornecidas pela administração das investidas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

48. Por último, no que diz respeito ao tópico “Análise de premissas de projeção das receitas”, a defesa afirma que os Papéis de Revisão de Auditoria comprovariam que o prazo de conclusão das obras foi verificado pelos auditores. Para tanto, reiteram que:

- i) a avaliação do cronograma constava nas demonstrações contábeis de ambas as companhias investidas e que não havia qualquer indício de atraso; e
- ii) durante a revisão realizada pela BDO dos papéis de trabalho, os auditores questionaram sobre eventuais eventos que pudessem comprometer a realização da receita ou a continuidade dos negócios, tendo recebido como resposta a inexistência de qualquer fato relevante nesse sentido.

## VI. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

49. O PAS foi distribuído para minha relatoria na reunião do Colegiado de 09/01/2024<sup>36</sup>.

50. Em 24 e 26/02/2025, foram publicadas pautas de julgamento no diário eletrônico da CVM<sup>37</sup>, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021<sup>38</sup>.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2025.

**Marina Copola**

Diretora Relatora

---

<sup>36</sup> Doc. nº 1955947.

<sup>37</sup> Docs. nº 2266215 e nº 2271167.

<sup>38</sup> Art. 49. Compete ao Colegiado julgar o processo, em sessão pública, convocada com pelo menos 15 (quinze) dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público.