PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.000724/2025-49

Reg. Col. 3408/25

Acusados: Áureo Administração de Recursos Ltda.; Gustavo Almeida Magalhães; Ricardo Ferreira Junqueira Ribeiro

Assunto: Apurar eventual prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea "c", da Instrução CVM nº 08/1979, e quebra dos deveres de lealdade e diligência, em infração ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, e ao art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 558/2015

Relatora: Diretora Marina Copola

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais – SIN ("Acusação") em face de Áureo Administração de Recursos Ltda. ("Áureo" ou "Gestora"), anteriormente denominada Ático Administração de Recursos Ltda. ("Ático"), Gustavo Almeida Magalhães ("Gustavo Magalhães") e Ricardo Ferreira Junqueira Ribeiro ("Ricardo Ribeiro" e, em conjunto, "Acusados"), por supostas irregularidades na gestão do Geração de Energia Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia ("GE FIP" ou "Fundo"), relacionadas (i) ao descumprimento dos deveres de lealdade e diligência, em infração ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014 e ao art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 558/2015; e (ii) à realização de operação fraudulenta, em infração ao item I c/c item II, "c", da Instrução CVM nº 8/1979[1].

[1] Doc. nº 2311171.

2. A Áureo foi responsável pela gestão do GE FIP desde sua constituição, em 22/01/2010, até 26/02/2018, quando foi substituída pela BRPP Gestão de Produtos Estruturados Ltda. ("BRPP"). Durante esse período, a administração fiduciária do Fundo coube à BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. ("BNY Mellon"), que exerceu a função até 15/06/2021. Posteriormente, a administração passou à RJI Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. ("RJI")[2].

3. O processo teve origem em reclamação apresentada em agosto de 2021 por representantes dos cotistas do GE FIP ("Reclamação")[3], na qual foram questionados atos praticados pela Gestora entre 01/07/2014 e 26/02/2018. A reclamação foi inicialmente examinada pela Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados – GIFI, que, por meio do Parecer Técnico nº 24/2023-CVM/SIN/GIFI, propôs o aprofundamento das investigações pela área de fiscalização[4].

4. A fiscalização concentrou-se em três conjuntos de fatos: (i) a ausência de comunicação tempestiva aos cotistas sobre os obstáculos à obtenção de financiamento para o principal empreendimento do Fundo e as circunstâncias de seu insucesso; (ii) a celebração de mútuo entre sociedades investidas por fundos submetidos à gestão comum da Áureo; e (iii) a suposta manutenção de valores superavaliados na carteira do GE FIP, mediante ocultação de informações relevantes sobre a situação das investidas[5].

5. As diligências, que compreenderam solicitações de informações à Gestora e à administradora fiduciária[6], exame de demonstrações financeiras, laudos de avaliação, atas de reuniões e documentos contratuais, foram consolidadas no Relatório de Fiscalização nº 2/2024-CVM/SIN/SEFIS ("Relatório de Fiscalização")[7]. A partir de suas conclusões, a SIN elaborou o Termo de Acusação, posteriormente aditado para adequação da qualificação dos acusados, sem alteração das imputações formuladas[8].

---

[2] Docs. nº 2245692 e 2246028.
[3] Doc. nº 2246034.
[4] Doc. nº 2246035.
[5] Doc. nº 2246028.
[6] Docs. nº 2246514, 2246516, 2246518 e 2246526.
[7] Doc. nº 2246028.
[8] Doc. nº 2311171.

II. ACUSAÇÃO

O projeto da UTE Campo Grande e o financiamento do BNDES

6. O principal investimento do GE FIP consistia no desenvolvimento da Usina Termoelétrica Campo Grande ("UTE Campo Grande"), empreendimento de geração de energia com capacidade prevista de 150 MW, localizado no município de São Desidério, na Bahia. O Fundo investia no projeto por intermédio da Bolt Energias S.A. ("Bolt"), sua investida, que detinha participação na Campo Grande Bioeletricidade S.A. ("Campo Grande"), sociedade responsável por sua implantação. A estrutura de financiamento pressupunha aportes de capital próprio e, sobretudo, a obtenção de crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES[9].

7. Segundo a Acusação, a viabilidade do empreendimento foi comprometida pela negativa de financiamento do BNDES, precedida de solicitações de informações acerca da estrutura do Fundo e de questões reputacionais relacionadas à Áureo, especialmente notícias sobre seu suposto envolvimento nas investigações da denominada "Operação Miqueias", deflagrada pela Polícia Federal em 2013[10]. A investigação envolvia suspeitas de irregularidades na captação e gestão de recursos de entidades previdenciárias, segmento ao qual pertencia parcela expressiva dos cotistas do GE FIP, composto, entre outros investidores, por 28 regimes próprios de previdência social e cinco entidades fechadas de previdência complementar[11].

8. A Acusação destacou, nesse contexto, a Carta CEC nº 549/2015, de 17/12/2015, por meio da qual o BNDES solicitou esclarecimentos e documentos necessários à análise de enquadramento do projeto[12]. A instituição comunicou posteriormente, em 02/02/2016, que o pedido não teria prosseguimento, diante do não atendimento às solicitações formuladas[13]. Para

[9] Docs. nº 2246035 e 2246028.
[10] Docs. nº 2246328 e 2246034.
[11] Docs. nº 2246034 e 2246028.
[12] Doc. nº 2246328.
[13] Doc. nº 2246333.

a SIN, a omissão da Gestora em prestar os esclarecimentos exigidos teria sido determinante para a inviabilização do financiamento[14].

9. A área técnica entendeu que a Áureo tinha conhecimento das correspondências e da relevância das exigências do BNDES. Nesse sentido, apontou (i) comunicação encaminhada pela própria Gestora ao banco, em 13/11/2015, acerca das notícias relacionadas à Operação Miqueias[15]; (ii) correspondência enviada pela Bolt em 18/12/2015, subscrita por Gustavo Magalhães, que confirmou o recebimento da Carta CEC nº 549/2015[16]; e (iii) a existência de administradores comuns à Gestora e às sociedades envolvidas no projeto[17].

10. Não obstante, a SIN sustentou que os cotistas não foram tempestivamente informados sobre a natureza dos obstáculos ao financiamento e seus possíveis efeitos sobre a continuidade do empreendimento. Para tanto, examinou as atas das reuniões do Comitê de Investimentos realizadas entre abril de 2015 e junho de 2017, nas quais foram abordadas as negociações com o BNDES e alternativas de estruturação do crédito, inclusive mediante intermediação pela Caixa Econômica Federal – CEF[18].

11. Em particular, a Acusação observou que, na reunião de 29/02/2016, posterior à comunicação do BNDES de 02/02/2016, os representantes da Gestora continuaram a atribuir as dificuldades de financiamento a hipóteses diversas, como restrições à administradora fiduciária, à natureza jurídica do Fundo ou ao perfil de seus investidores[19]. Na reunião de 06/07/2016, Ricardo Ribeiro teria informado que ainda existia indefinição quanto ao apoio do BNDES e que mudanças na instituição poderiam favorecer a retomada das tratativas[20]. Já em 10/10/2016, embora tenha sido mencionada a negativa do banco, a ata não registraria esclarecimentos sobre seus motivos efetivos[21].

[14] Doc. nº 2245692.
[15] Doc. nº 2246340.
[16] Doc. nº 2246351.
[17] Doc. nº 2246424; Doc. nº 2246706.
[18] Doc. nº 2246578; Doc. nº 2246600; Doc. nº 2246603; Doc. nº 2246605; Doc. nº 2246612; Doc. nº 2246618; Doc. nº 2246624.
[19] Doc. nº 2246605.
[20] Doc. nº 2246612.
[21] Doc. nº 2246618.

12. Para a SIN, a falta de transparência impediu que os cotistas avaliassem tempestivamente alternativas para preservar o investimento, inclusive a substituição da Gestora ou de administradores das sociedades investidas, de modo a superar os obstáculos identificados pelo financiador. A Acusação ressalvou que não seria possível assegurar o êxito dessas providências, mas considerou que os investidores foram privados da oportunidade de deliberar sobre elas antes da inviabilização do empreendimento[22].

A arbitragem instaurada contra a Areva

13. A Acusação também questionou a instauração de arbitragem pela Campo Grande contra a Areva Renewables Brasil S.A. ("Areva"), contratada para a construção da UTE Campo Grande. O contrato de engenharia, fornecimento e construção, celebrado em 26/09/2014, tinha valor aproximado de R$ 560 milhões e previa, entre outras obrigações, a prestação de garantias pela contratada[23]. Após dificuldades na execução dos pagamentos, a Areva suspendeu o contrato em 27/10/2015 e comunicou sua rescisão em 19/02/2016[24].

14. No procedimento arbitral, iniciado em 2017, a Campo Grande atribuiu à Areva o inadimplemento de obrigações relativas à prestação de seguros e garantias, sustentando que essa circunstância teria comprometido a obtenção do financiamento e provocado o fracasso do empreendimento. Com base nisso, pleiteou, entre outras medidas, a restituição dos valores pagos à contratada e indenização pelos prejuízos decorrentes da rescisão contratual[25].

15. A SIN considerou que a iniciativa não encontrava respaldo suficiente nos fatos conhecidos pela administração da Campo Grande. Para a área técnica, a sociedade tinha ciência de que a ausência de financiamento comprometera sua capacidade de cumprir as obrigações de pagamento, mas teria procurado atribuir à construtora a responsabilidade pela descontinuidade do projeto[26].

[22] Doc. nº 2245692.
[23] Doc. nº 2246370; Doc. nº 2246391.
[24] Doc. nº 2246391; Doc. nº 2246400.
[25] Doc. nº 2246361; Doc. nº 2246370.
[26] Doc. nº 2245692; Doc. nº 2246400.

16. A Acusação apoiou essa conclusão em trechos disponibilizados da sentença arbitral parcial, nos quais o Tribunal Arbitral teria afastado a responsabilidade da Areva pelas dificuldades de financiamento e reconhecido que a rescisão contratual decorreu de inadimplementos atribuíveis à Campo Grande. Ressaltou, ainda, que, em reunião do Comitê de Investimentos de 12/06/2017, Gustavo Magalhães havia apresentado perspectiva favorável quanto à arbitragem, sem que fossem disponibilizados elementos suficientes para respaldá-la.

17. Assim, a SIN entendeu que a arbitragem teria representado tentativa de deslocar a responsabilidade pelo insucesso do empreendimento, induzindo os cotistas à percepção de que a inviabilização do projeto decorrera de inadimplemento da construtora. A iniciativa também teria exposto a investida a custos e riscos adicionais, em desacordo com os interesses do Fundo.

O mútuo entre a Bolt e a Tree

18. O segundo núcleo da Acusação refere-se ao contrato de mútuo celebrado em 01/07/2014, por meio do qual a Bolt emprestou aproximadamente R$ 18,54 milhões à Tree Florestal Empreendimentos e Participações S.A. ("Tree"), sociedade investida do então denominado Ático Florestal Fundo de Investimento em Participações ("Ático Florestal FIP"), igualmente gerido pela Áureo[27].

19. Segundo a SIN, a operação envolvia sociedades vinculadas a fundos distintos, mas submetidas à gestão comum, com administradores e outros profissionais em comum[28]. Apesar desse contexto, não teria sido demonstrada a existência de aprovação prévia pelos cotistas do GE FIP, de análise adequada da capacidade de pagamento da Tree ou de avaliação formal dos conflitos de interesses envolvidos[29].

20. A Acusação observou que a Áureo justificou o mútuo como parte de uma estratégia de expansão dos negócios de geração de energia a partir de biomassa florestal. Segundo essa explicação, os recursos seriam utilizados pela Tree para realizar aportes na Remasa Reflorestadora Ltda. ("Remasa"), sociedade detentora de ativos florestais destinados ao

[27] Doc. nº 2246038; Doc. nº 2246035.
[28] Doc. nº 2246424; Doc. nº 2246702.
[29] Doc. nº 2245692; Doc. nº 2247827.

fornecimento de cavaco de madeira para projeto de geração de energia desenvolvido no âmbito da Boltpar ("Projeto Boltpar")[30].

21. Para a SIN, entretanto, os documentos apresentados não demonstraram vínculo contratual ou econômico suficiente entre o empréstimo e um benefício concreto para o GE FIP. A área técnica destacou que (i) o contrato de mútuo não previa obrigação de conversão do crédito em participação societária nem fazia referência expressa à Remasa[31]; (ii) não foram apresentados estudos contemporâneos que justificassem a operação ou comprovassem a capacidade de pagamento da mutuária; e (iii) o Projeto Boltpar não foi identificado como ativo da Bolt no laudo de avaliação de maio de 2015[32].

22. A Acusação acrescentou que o mútuo foi celebrado em 01/07/2014 e, em 31/07/2014, a Tree aprovou subscrição de R$ 20 milhões no capital da Remasa[33]. Para a área técnica, essa sequência indicaria a utilização de recursos oriundos de sociedade investida pelo GE FIP para financiar a participação de empresa vinculada a outro fundo gerido pela Áureo, sem demonstração de vantagem correspondente para o Fundo mutuante[34].

23. O contrato previa vencimento em dezembro de 2016[35]. Em 31/08/2016, foi celebrado aditivo que reconheceu saldo devedor atualizado de aproximadamente R$ 35,37 milhões, ocasião em que houve cessão do crédito à Bolt Serviços e Comercialização de Energia Ltda[36]. Posteriormente, em 01/05/2017, as partes repactuaram dívida então estimada em R$ 45,43 milhões, ajustando sua quitação mediante pagamento de R$ 30 milhões, atualizado até 31/12/2017[37]. Para a SIN, a redução do crédito representou benefício econômico à devedora, em prejuízo da credora e, indiretamente, dos cotistas do GE FIP, sem que a renegociação tivesse sido submetida à apreciação dos investidores[38]. A Acusação também registrou que a operação resultou em inadimplemento da Tree e cobrança judicial, tendo sido ajuizada

[30] Doc. nº 2247828; Doc. nº 2246662; Doc. nº 2246666.
[31] Doc. nº 2246038.
[32] Doc. nº 2246678; Doc. nº 2245692.
[33] Doc. nº 2246666.
[34] Doc. nº 2245692.
[35] Doc. nº 2246038.
[36] Doc. nº 2246038.
[37] Doc. nº 2246038; Doc. nº 2246533.
[38] Doc. nº 2245692.

execução de título extrajudicial em 31/01/2018, perante a 47ª Vara Cível da Comarca do Rio de Janeiro, sob o nº 0023148-08.2018.8.19.0001[39].

24. Quanto à necessidade de aprovação dos cotistas, a SIN invocou disposições do regulamento do GE FIP, especialmente os arts. 14, inciso IX e § 2º, 15, §§ 4º e 9º, e 28, § 1º, relativas a operações com partes relacionadas, conflitos de interesses e aplicação dos recursos do Fundo[40]. Destacou, ainda, o art. 35 da Instrução CVM nº 391/2003, que vedava ao administrador contrair ou efetuar empréstimos em nome de fundo de investimento em participações fora das hipóteses admitidas pela regulamentação[41].

25. Embora o mútuo tenha sido celebrado entre sociedades investidas, e não diretamente entre os fundos, a Acusação entendeu que a interposição das empresas não afastaria a incidência das restrições regulamentares. Para a SIN, admitir a operação sem aprovação dos cotistas apenas porque realizada por sociedades controladas significaria permitir, por via indireta, negócio que estaria sujeito a restrições caso celebrado diretamente entre os fundos.

26. A área técnica mencionou, ainda, que a BNY Mellon informou não ter submetido a operação a seus controles internos nem identificado aprovação prévia em assembleia ou reunião do Comitê de Investimentos. Considerou insuficiente, para demonstrar ciência ou autorização dos investidores, a mera divulgação posterior de informações contábeis sobre o crédito. Destacou, nesse sentido, a inexistência de registro específico do mútuo nas atas das reuniões examinadas, bem como a participação de profissionais ligados à Gestora na assinatura dos instrumentos contratuais.

27. Para a Acusação, o mútuo configurou operação fraudulenta, nos termos do item II, "c", da Instrução CVM nº 8/1979, por reunir (i) ardil ou artifício, consistente na utilização de sociedades controladas para transferir recursos entre fundos geridos pela mesma instituição; (ii) manutenção dos cotistas do GE FIP em erro, mediante ausência de informação e aprovação da operação; e (iii) finalidade de proporcionar vantagem patrimonial ilícita aos cotistas do

[39] Doc. nº 2245692.
[40] Doc. nº 2247827.
[41] Doc. nº 2245692.

Ático Florestal FIP, por meio de transferência de recursos e posterior redução do crédito em condições prejudiciais ao Fundo mutuante.

28. A SIN reconheceu que o contrato de mútuo, considerado isoladamente, não constitui valor mobiliário, mas sustentou a aplicação da Instrução CVM nº 8/1979 porque a operação teria repercutido diretamente sobre o patrimônio de fundos cujas cotas integram o mercado de valores mobiliários. Em apoio à interpretação adotada, fez referência à Nota Explicativa CVM nº 14/1979 e a precedentes do Colegiado sobre o alcance da vedação a operações fraudulentas.

A avaliação dos ativos e a situação financeira das investidas

29. O terceiro núcleo da Acusação diz respeito à suposta ocultação da deterioração econômico-financeira das sociedades investidas, especialmente mediante manutenção de valores atribuídos ao projeto da UTE Campo Grande depois de conhecida a impossibilidade de obtenção do financiamento necessário à sua execução.

30. A SIN destacou que o laudo de avaliação elaborado em maio de 2015 estimou o valor da Bolt em aproximadamente R$ 342,8 milhões, dos quais R$ 80,3 milhões correspondiam ao projeto da UTE Campo Grande[42]. Posteriormente, em razão de cisão societária aprovada em 30/11/2016, os ativos pré-operacionais, inclusive o empreendimento, passaram a integrar a Stig Energia e Projetos S.A. ("Stig"). Em outubro de 2017, novo laudo estimou o conjunto dos investimentos do GE FIP na Bolt e na Stig em R$ 274,73 milhões, atribuindo R$ 215,65 milhões à primeira e R$ 59,08 milhões à segunda, dos quais R$ 54,02 milhões corresponderiam à UTE Campo Grande[43].

31. Para a área técnica, a manutenção de valor positivo para o empreendimento não seria compatível com a negativa do financiamento comunicada em 02/02/2016, uma vez que o apoio do BNDES constituía condição essencial à continuidade do projeto[44]. A SIN sustentou, por isso, que a Gestora deveria ter informado aos avaliadores a inviabilidade do investimento e que seu valor, desde então, deveria ter sido reduzido a zero.

[42] Doc. nº 2246678.
[43] Doc. nº 2246685.
[44] Doc. nº 2246333.

32. A Acusação considerou relevante que os laudos de avaliação tenham sido elaborados com base em informações e premissas fornecidas pela administração do Fundo e das sociedades investidas, sem verificação independente da completude e veracidade desses elementos pelas avaliadoras. Assim, embora a Áureo tenha atribuído a responsabilidade técnica pelos resultados às empresas contratadas, a SIN entendeu que a Gestora participou do processo de formação das premissas e tinha o dever de assegurar que as informações relevantes fossem adequadamente consideradas.

33. A SIN também se apoiou nos relatórios da Ernst & Young – EY relativos às demonstrações financeiras do GE FIP. O relatório referente a 30/06/2016 apresentou abstenção de opinião, em razão da ausência de laudo atualizado que permitisse avaliar o montante de R$ 344,27 milhões registrado em relação ao investimento na Bolt[45]. Já o relatório referente a 30/06/2017 apresentou opinião adversa, com indicação de superavaliação estimada em R$ 130,908 milhões, decorrente de divergências nas premissas utilizadas para a avaliação dos investimentos[46].

34. A Acusação observou, ainda, que os cotistas vinham solicitando informações e providências relativas à avaliação dos ativos e ao plano de desinvestimento do Fundo[47]. Na assembleia de 14/12/2017, foram deliberadas, entre outras matérias, a rejeição das demonstrações financeiras, a não aprovação do plano de desinvestimento apresentado e a destituição da Gestora, com expressa ressalva de direitos quanto à eventual responsabilização por atos e omissões de sua gestão[48].

35. Segundo a SIN, a persistência da avaliação dos ativos em patamares superiores aos justificáveis teria permitido evitar o reconhecimento tempestivo da deterioração patrimonial do Fundo. A área técnica também apontou que a manutenção de valores elevados poderia beneficiar a Gestora e administradores das investidas, cujas receitas compreendiam remunerações associadas ao patrimônio administrado e bonificações vinculadas ao cumprimento de metas.

[45] Doc. nº 2246462.
[46] Doc. nº 2246466.
[47] Doc. nº 2246473.
[48] Doc. nº 2246478.

36. A Acusação concluiu que a Áureo teria distorcido ou omitido informações relevantes para a precificação dos investimentos, em violação aos deveres de diligência e lealdade previstos no art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014 e no art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 558/2015.

Responsabilidade dos acusados e conclusão da Acusação

37. A SIN atribuiu responsabilidade pelas irregularidades à Áureo e a seus dois administradores. Quanto a Ricardo Ribeiro, destacou sua condição de diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários durante o período investigado[49]. Em relação a Gustavo Magalhães, embora não exercesse formalmente essa função à época, a Acusação apontou sua atuação como sócio e administrador da Gestora, sua participação em decisões relacionadas às investidas e sua intervenção direta nas tratativas com o BNDES[50].

38. Para a área técnica, a documentação reunida demonstraria a participação concreta de ambos os administradores nos fatos investigados, inclusive nas comunicações aos cotistas, na condução dos empreendimentos e na operação de mútuo, afastando a hipótese de responsabilização fundada exclusivamente nos cargos ocupados.

39. A SIN estimou em R$ 153,62 milhões o prejuízo decorrente das irregularidades, calculado pela soma de (i) R$ 135,08 milhões, correspondentes ao custo atribuído ao investimento no projeto da UTE Campo Grande; e (ii) R$ 18,54 milhões, relativos ao principal do mútuo concedido pela Bolt à Tree. Trata-se de estimativa formulada pela Acusação, com base no custo dos investimentos, cuja extensão e efetiva realização são contestadas pelos Acusados.

40. Ao final, a SIN propôs a responsabilização dos três Acusados por infração (i) ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014 e ao art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 558/2015, em razão do alegado descumprimento dos deveres de lealdade e diligência; e (ii) ao item I c/c item II, "c", da Instrução CVM nº 8/1979, em razão da suposta realização de

[49] Doc. nº 2246702; Doc. nº 2246698.
[50] Doc. nº 2246693; Doc. nº 2246706; Doc. nº 2245692.

operação fraudulenta mediante transferência de recursos entre sociedades investidas de fundos submetidos à gestão comum[51].

41. A Acusação também observou que o Relatório de Fiscalização havia feito referência à Resolução CVM nº 62/2022 para a tipificação da operação fraudulenta, esclarecendo, no Termo de Acusação, que a norma aplicável aos fatos era a Instrução CVM nº 8/1979. Ressaltou que as infrações a essa Instrução eram qualificadas como graves para os fins do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 e indicou a possível existência de ilícitos penais relacionados à ocultação de informações societárias, para avaliação pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM.

III. DEFESAS

42. Regularmente intimados[52], a Áureo, Gustavo Magalhães e Ricardo Ribeiro apresentaram razões de defesa individuais, substancialmente convergentes, subscritas pelos mesmos procuradores[53]. Considerada a identidade dos fundamentos, os argumentos serão examinados conjuntamente, com destaque para as alegações específicas de cada acusado.

43. Em preliminar, os Acusados sustentam que o decurso do tempo comprometeu o exercício da ampla defesa e do contraditório. Alegam que os fatos investigados remontam, em parte, a 2014 e 2015, ao passo que a primeira solicitação de informações da CVM somente foi encaminhada em 04/10/2021, após o transcurso do prazo mínimo de cinco anos de guarda documental previsto no art. 57 da Instrução CVM nº 578/2016.

44. Segundo as defesas, esse intervalo teria inviabilizado o acesso a documentos e registros necessários à reconstrução dos fatos e à demonstração das circunstâncias das decisões tomadas. Destacam, ainda, que a Reclamação foi apresentada cerca de 42 meses após a destituição da Áureo e que o Termo de Acusação somente foi formulado aproximadamente quatro anos depois do início das apurações, o que, a seu ver, contrariaria a garantia de duração razoável do processo prevista no art. 5º, inciso LXXVIII, da Constituição Federal.

[51] Doc. nº 2311171.
[52] Docs. nº 2329894, 2329911 e 2329918.
[53] Doc. nº 2423386; Doc. nº 2425136; Doc. nº 2425231.

45. Os Acusados também suscitam a prescrição quinquenal da pretensão punitiva, com fundamento no art. 1º da Lei nº 9.873/1999. Argumentam que a celebração do mútuo entre a Bolt e a Tree constitui ato de consumação instantânea, praticado em 01/07/2014, de modo que a eventual permanência de seus efeitos econômicos não poderia caracterizar infração continuada nem postergar o termo inicial do prazo prescricional.

46. Nesse sentido, contestam a utilização, pela Acusação, de entendimento que admite a contagem do prazo a partir da cessação de infração permanente ou continuada. Sustentam que a caracterização da continuidade exigiria pluralidade de condutas juridicamente relevantes e vínculo entre elas, não sendo suficiente a existência de obrigação contratual não quitada ou de consequências patrimoniais posteriores. Requerem, ao menos quanto à imputação de operação fraudulenta, o reconhecimento da prescrição e a extinção da pretensão punitiva.

47. Gustavo Magalhães, especificamente, suscita sua ilegitimidade passiva, sob o argumento de que Ricardo Ribeiro era o diretor formalmente responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários da Áureo até 08/10/2018, abrangendo todo o período de gestão do GE FIP. Sustenta que sua condição de sócio e diretor sem atribuição específica não autorizaria a extensão automática de responsabilidade por infrações relacionadas à gestão do Fundo. A defesa alega que a regulamentação estabelece centros determinados de imputação de responsabilidade, sem instituir responsabilidade objetiva ou solidária de todos os administradores. Invoca, nesse sentido, precedentes do Colegiado, especialmente os PAS CVM nº 08/2004 e RJ2015/9909, para sustentar que a responsabilização pressupõe demonstração de conduta própria, dolosa ou culposa, relacionada à infração imputada. Requer, assim, sua exclusão do polo passivo ou, subsidiariamente, o afastamento das imputações fundadas no art. 16 da Instrução CVM nº 558/2015.

48. Nas manifestações apresentadas durante a fiscalização, os Acusados também questionaram a existência de justa causa para a instauração do PAS. Invocaram os critérios de proporcionalidade e relevância previstos nos arts. 3º e 4º da Resolução CVM nº 45/2021, argumentando que não teriam sido demonstrados dano concreto e mensurável aos cotistas nem conduta de gravidade suficiente para justificar o exercício da pretensão sancionadora. A SIN rejeitou essas alegações, por entender que os fatos investigados e os valores envolvidos justificavam a instauração do processo.

49. No mérito, os Acusados negam que o insucesso da UTE Campo Grande tenha resultado de conduta irregular da Gestora. Sustentam que o projeto apresentava viabilidade técnica e econômica, mas dependia de financiamento de longo prazo, cuja não concessão decorreu de decisão unilateral do BNDES e de critérios de enquadramento aplicáveis à operação.

50. Segundo as defesas, a negativa do banco não estaria relacionada a restrições reputacionais da Áureo ou de seus administradores. Apontam, para tanto, decisão proferida pela 10ª Vara Federal da Seção Judiciária do Distrito Federal, no âmbito de procedimento relacionado à Operação Miqueias, que teria indeferido pedido de acesso formulado por Gustavo Magalhães e Ricardo Ribeiro por não figurarem como investigados. Esse documento demonstraria, segundo os Acusados, a inexistência de fato objetivo a ser comunicado aos cotistas em razão daquela investigação.

51. Os Acusados também invocam correspondência do BNDES que teria atribuído a recusa à ausência de enquadramento do projeto nos critérios da instituição, sem indicar restrição reputacional à Gestora. Acrescentam que o banco admitiu a possibilidade de reapresentação do pedido mediante estruturação de operação indireta, o que motivou tratativas com a CEF para atuação como agente repassador.

52. Quanto ao dever de informação, as defesas afirmam que os cotistas acompanharam o desenvolvimento do empreendimento e as negociações para obtenção de crédito por meio das reuniões do Comitê de Investimentos, especialmente a realizada em 23/11/2015. Destacam que foram comunicadas a exigência de estruturação indireta do financiamento, as dificuldades de enquadramento e as alternativas consideradas pelos administradores das investidas.

53. Sustentam, ainda, que a correspondência de 17/12/2015 não demonstraria efetiva participação da Gestora ou de seus administradores em investigação criminal, tampouco estabeleceria relação necessária entre as questões mencionadas e a negativa do financiamento. Argumentam que parte das preocupações do BNDES se referia ao perfil dos investidores previdenciários do Fundo e que as correspondências eram dirigidas à Campo Grande, pessoa jurídica distinta da Áureo.

54. Para os Acusados, a decisão de investir no empreendimento foi tomada de acordo com os procedimentos e parâmetros aplicáveis ao Fundo, não podendo o gestor ser

responsabilizado pelo insucesso de investimento regularmente aprovado apenas porque o financiamento esperado não se concretizou. Afirmam que os recursos empregados resultaram na aquisição de bens e direitos com valor econômico, inclusive ativos imobiliários, e que a interrupção do projeto representou frustração de expectativa de ganho, e não necessariamente desvio de recursos ou perda integral do investimento.

55. Em relação à **arbitragem**, os Acusados sustentam que sua instauração representou decisão empresarial legítima, destinada à defesa dos direitos da Campo Grande e à recuperação de valores antecipados à Areva. Negam que a iniciativa tivesse o propósito de ocultar a situação do empreendimento ou atribuir artificialmente a terceiros a responsabilidade por seu insucesso.

56. As defesas afirmam que a decisão foi tomada pelos administradores da sociedade investida a partir de sua avaliação das obrigações contratuais da Areva, especialmente quanto à prestação de garantias e ao ressarcimento de pagamentos realizados. Argumentam que o resultado desfavorável da arbitragem, considerado isoladamente, não comprovaria ausência de fundamento jurídico ou econômico para sua instauração.

57. Acrescentam que a BRPP, após assumir a gestão do Fundo, substituiu os advogados responsáveis pelo procedimento arbitral e promoveu alterações na administração das investidas. Segundo os Acusados, essas providências prejudicaram a continuidade da condução do litígio e a preservação do conhecimento acumulado sobre os fatos, circunstância que deveria ser considerada na avaliação de seu resultado. Nesse sentido, mencionam relatório da nova Gestora, de 02/08/2021, que registraria a substituição dos patronos e posterior reavaliação das perspectivas de êxito da demanda.

58. Sustentam, por fim, que a Acusação não demonstrou o efetivo prejuízo decorrente da arbitragem nem a existência de atuação deliberada para induzir os cotistas em erro. Observam que a discussão contratual envolvia direitos patrimoniais da investida e que a negativa de restituição dos valores pleiteados não poderia, por si só, caracterizar violação dos deveres fiduciários.

59. Quanto ao **mútuo**, os Acusados contestam, inicialmente, a premissa de que a operação estaria sujeita às mesmas restrições aplicáveis a empréstimos realizados diretamente por

fundos de investimento. Sustentam que o negócio foi celebrado entre sociedades empresárias dotadas de personalidade jurídica e patrimônios próprios, no exercício de sua autonomia negocial, não tendo o GE FIP ou sua administradora fiduciária figurado como parte contratante.

60. Argumentam que o art. 35 da Instrução CVM nº 391/2003 vedava a contratação de empréstimos pelo administrador em nome do fundo, hipótese distinta da operação examinada. Do mesmo modo, sustentam que as exigências de aprovação pelos cotistas previstas no regulamento do GE FIP não poderiam ser estendidas, por analogia, a toda operação realizada por uma sociedade investida, ainda que relacionada a outra empresa pertencente à carteira de fundo sob gestão comum. Para as defesas, essa interpretação ampliativa criaria restrição não prevista expressamente na regulamentação, em desrespeito à liberdade negocial das sociedades e à discricionariedade do gestor para desenvolver estratégias de investimento compatíveis com a política do Fundo.

61. No plano econômico, os Acusados afirmam que a operação integrava projeto de expansão dos investimentos da Bolt no segmento de geração de energia renovável. Segundo essa estratégia, a Tree realizaria aportes na Remasa, sociedade detentora de ativos florestais e responsável pela produção de biomassa a partir de resíduos de madeira de *Pinus taeda*, que seriam empregados como combustível em empreendimento termelétrico desenvolvido pela Boltpar.

62. As defesas destacam que a operação permitiria aproveitar resíduos florestais com reduzido valor comercial, transformando-os em insumos para geração de energia e criando potencial de retorno para as sociedades envolvidas. Afirmam que a Remasa detinha aproximadamente 37 mil hectares de ativos florestais e que o projeto contemplava perspectivas de ampliação de capacidade de geração, negociações com agentes como a Companhia Paranaense de Energia – Copel e o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul – BRDE e integração com as atividades de comercialização de energia da Bolt.

63. Sustentam também que a estratégia de expansão da Bolt vinha sendo desenvolvida desde 2012, com o propósito de diversificar os investimentos, agregar ativos operacionais e preparar a companhia para eventual abertura de capital e posterior desinvestimento do Fundo. Nesse contexto, destacam a escala de suas atividades comerciais, sua classificação de risco e

os fundamentos econômicos que, a seu ver, amparavam a perspectiva de retorno do investimento.

64. Os Acusados afirmam que a Tree possuía atividades e ativos capazes de sustentar sua capacidade de pagamento, não se limitando à comercialização de madeira, e que o negócio foi precedido das aprovações societárias necessárias. Negam a existência de conflito de interesses material, por considerarem convergentes os objetivos econômicos das companhias envolvidas e afirmam que as características gerais da estratégia foram apresentadas ao Comitê de Investimentos.

65. Quanto à inadimplência, sustentam que foram adotadas providências para recuperação do crédito, inclusive mediante execução judicial, obtenção de garantias e celebração de transação posteriormente homologada pela 47ª Vara Cível da Comarca do Rio de Janeiro. Para as defesas, esses acontecimentos afastariam a conclusão de que o mútuo representou transferência definitiva de patrimônio ou prejuízo não recuperado para os investidores. Fazem referência, nesse sentido, a documentos relativos ao processo nº 0081865-13.2018.8.19.0001, juntados às respectivas razões de defesa.

66. Os Acusados rejeitam, ainda, a caracterização da operação como fraudulenta. Sustentam que o tipo previsto no item II, "c", da Instrução CVM nº 8/1979 exige demonstração de (i) ardil ou artifício; (ii) indução ou manutenção de terceiro determinado em erro; (iii) nexo entre o comportamento e o erro; e (iv) dolo voltado à obtenção de vantagem patrimonial ilícita. Invocam, nesse sentido, a doutrina e precedentes do Colegiado e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN sobre a impossibilidade de responsabilização por mera negligência ou sem comprovação do elemento subjetivo.

67. Para as defesas, nenhum desses requisitos teria sido demonstrado. Argumentam que a existência de gestão comum e a utilização de procuradores distintos na assinatura do contrato não constituem, por si, indícios de ardil; que os cotistas dispunham de informações sobre as atividades das investidas; e que não foi identificado propósito deliberado de enganá-los.

68. Sustentam, ainda, que não houve demonstração de vantagem patrimonial pessoal auferida pela Áureo ou por seus administradores, nem individualização de atos concretos de cada acusado que caracterizassem participação dolosa em uma fraude. Ressaltam que os

recursos permaneceram no âmbito das sociedades envolvidas no projeto empresarial e que a mutuante adquiriu direitos econômicos relacionados à operação.

69. Quanto à **suposta camuflagem da situação econômico-financeira das investidas**, os Acusados negam a manipulação de informações contábeis e sustentam que a elaboração, o cálculo e a divulgação do patrimônio líquido e do valor das cotas do Fundo constituíam atribuições da administradora fiduciária, e não da Gestora.

70. Afirmam que a avaliação das investidas foi conduzida por empresas independentes e de reconhecida capacidade técnica, a partir de metodologias e premissas próprias, abrangendo diferentes ativos e fontes de receita. Para as defesas, a circunstância de a UTE Campo Grande não ter sido concluída não autorizaria presumir a inexistência de valor econômico de todos os investimentos relacionados ao empreendimento ou desconsiderar os demais ativos da carteira.

71. Os Acusados também atribuem parte das dificuldades e atrasos na elaboração de novos laudos à decisão dos cotistas de substituir a empresa responsável pelas avaliações por uma instituição de maior porte, conforme discussão ocorrida na assembleia de 16/03/2017. Argumentam que essa escolha retardou a conclusão dos trabalhos e que não seria possível imputar à Gestora, indistintamente, as ressalvas formuladas pelos auditores.

72. Em particular, contestam a interpretação dos relatórios da EY sobre as demonstrações financeiras de 2016 e 2017 da Bolt Serviços e Comercialização de Energia Ltda., que distinguem dos relatórios de auditoria das demonstrações financeiras do próprio GE FIP. Segundo as defesas, as demonstrações da Bolt Serviços foram consideradas adequadas nos aspectos relevantes, ressalvado ponto específico relativo ao exercício de 2017.

73. Afirmam que essa ressalva decorreu de nota explicativa elaborada sob a administração indicada após a substituição da Áureo. A nota tratava da decisão de não provisionar obrigações contratuais que os novos administradores consideravam inadequadas ou celebradas em conflito de interesses, no valor de aproximadamente R$ 6,048 milhões em 31/12/2017. Para os Acusados, a EY teria ressalvado justamente a ausência de comprovação suficiente para a opção contábil adotada pela nova administração, e não reconhecido a ocorrência de fraude praticada pelos antigos gestores.

74. Sustentam, por isso, que a Acusação teria atribuído aos auditores conclusões que não decorreriam de seu trabalho e desconsiderado os documentos apresentados pelos Acusados para demonstrar a regularidade das avaliações e demonstrações financeiras. Reiteram que as notas explicativas são elaboradas pelas administrações das próprias sociedades e que não seria possível responsabilizar a Áureo por escolhas e registros posteriores à sua destituição.

75. Ao final, os Acusados requerem (i) o acolhimento das preliminares, com reconhecimento da prescrição e dos demais efeitos processuais alegados; e (ii) no mérito, a improcedência das imputações e sua absolvição. Gustavo Magalhães requer, adicionalmente, o reconhecimento de sua ilegitimidade passiva, ao menos quanto à imputação fundada no art. 16 da Instrução CVM nº 558/2015. Os três acusados também manifestaram intenção de apresentar proposta de celebração de termo de compromisso, nos termos do art. 29, §1º, da Resolução CVM nº 45/2021.

IV. ANDAMENTOS SUPERVENIENTES

76. Antes da apresentação das defesas, a PFE/CVM examinou a regularidade formal da acusação, nos termos do art. 7º da Resolução CVM nº 45/2021, por meio do Parecer nº 00031/2025/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU. A Procuradoria considerou atendidos os requisitos relativos à descrição dos fatos, à identificação dos elementos de autoria e materialidade e à indicação das normas supostamente infringidas, mas apontou a necessidade de reprodução da qualificação completa dos acusados no corpo do Termo de Acusação. Essa observação deu origem ao Aditamento nº 01/2025, que consolidou a peça acusatória[54].

77. Em manifestação complementar, a PFE/CVM também examinou a alegação de prescrição. Consignou que a omissão de informações relevantes aos cotistas, enquanto persistente, caracterizaria infração de natureza continuada, cujo termo final corresponderia, no caso, à substituição da Áureo em 26/02/2018. Com esse fundamento, entendeu que os primeiros questionamentos da CVM, formulados em 04/10/2021, ocorreram dentro do prazo quinquenal previsto na Lei nº 9.873/1999[55].

[54] Doc. nº 2311171.
[55] Doc. nº 2309264.

78. A PFE/CVM também apontou a possível existência de indícios de ilícitos penais relacionados aos fatos investigados, inclusive quanto ao art. 4º da Lei nº 7.492/1986, recomendando comunicação complementar ao Ministério Público Federal, nos termos do art. 13 da Resolução CVM nº 45/2021 e da legislação aplicável[56].

79. Após o recebimento das razões de defesa, a SIN apresentou manifestação técnica complementar por meio do Ofício Interno nº 2/2025/CVM/SIN/SEFIS, de 30/10/2025, na qual concluiu que os argumentos e documentos apresentados não afastavam as irregularidades descritas no Termo de Acusação[57].

80. Em síntese, a área técnica reiterou que (i) a ausência de informação tempestiva aos cotistas acerca das solicitações e da negativa do BNDES constituiria violação continuada dos deveres fiduciários; (ii) a participação de Gustavo Magalhães nos fatos investigados afastaria sua alegação de ilegitimidade; (iii) não foram demonstrados fundamentos suficientes para a instauração da arbitragem contra a Areva; (iv) a utilização de sociedades investidas não afastaria o conflito de interesses e as exigências de aprovação relacionadas ao mútuo; e (v) a manutenção de valores elevados para o projeto da UTE Campo Grande não seria compatível com as informações conhecidas pela Gestora[58].

81. Em 19/12/2025, já sob minha relatoria, foi determinada a intimação dos Acusados para que se manifestassem sobre a análise complementar da SIN, em observância ao art. 38, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2021. As intimações foram expedidas em 22/12/2025, com ciência certificada nos autos[59]. Em 09/02/2026, os três Acusados apresentaram manifestações complementares, nas quais reiteraram os fundamentos de suas defesas e contestaram as conclusões da área técnica[60]. Insistiram, especialmente, (i) na prescrição da pretensão punitiva relativa ao mútuo; (ii) na ausência de vínculo entre a negativa do BNDES e supostas questões reputacionais da Gestora; (iii) na legitimidade empresarial da arbitragem; (iv) na natureza e finalidade econômica da operação entre Bolt e Tree; e (v) na

[56] Doc. nº 2309264.
[57] Doc. nº 2492302.
[58] Doc. nº 2492302.
[59] Doc. nº 2546366; Doc. nº 2550400.
[60] Doc. nº 2592125; Doc. nº 2592126; Doc. nº 2592127.

incorreta interpretação dos relatórios de auditoria e da responsabilidade pelas avaliações das investidas.

82. Gustavo Magalhães reiterou, adicionalmente, que a atividade de diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários competia a Ricardo Ribeiro durante o período investigado, não podendo sua responsabilidade decorrer exclusivamente da condição de sócio ou administrador de outras sociedades do grupo[61]. As manifestações complementares encerraram-se com pedidos de reconhecimento das preliminares e de absolvição integral dos Acusados.

V. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

83. O PAS foi sorteado para minha relatoria na reunião do Colegiado de 04/11/2025[62]. Em 27/08/2026, foi publicada pauta de julgamento no diário eletrônico da CVM[63], em cumprimento ao disposto a art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021[64].

É o relatório.

Rio de Janeiro, 03 de novembro de 2026.

Marina Copola
Diretora Relatora

[61] Doc. nº 2592125.
[62] Doc. nº 2497755.
[63] Doc. nº 2810127.
[64] 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.