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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório[1], trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN para apurar a responsabilidade da Áureo, de Gustavo Magalhães e de Ricardo Ribeiro por supostas irregularidades na gestão do GE FIP, no período de julho de 2014 a fevereiro de 2018[2].

2. A Acusação formulou duas imputações. A primeira diz respeito ao descumprimento dos deveres de diligência e lealdade, previstos no art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº

[1] Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.

[2] Doc. nº 2311171.

555/2014[3] e no art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 558/2015[4], em razão de (i) omissões relacionadas às dificuldades de obtenção de financiamento junto ao BNDES para implantação da UTE Campo Grande, principal empreendimento do Fundo; (ii) instauração de procedimento arbitral contra a construtora Areva, supostamente destinado a desviar a responsabilidade pelo insucesso do projeto; e (iii) manutenção de avaliações dos ativos do Fundo que não refletiriam adequadamente sua situação econômico-financeira.

3. A segunda imputação refere-se à prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea "c", da Instrução CVM nº 8/1979[5], em razão da celebração e das posteriores renegociações do contrato de mútuo entre a Bolt, investida do GE FIP, e a Tree, investida de outro fundo sob gestão da Áureo. Segundo a SIN, a utilização das sociedades investidas teria permitido transferir recursos entre os fundos, em situação de conflito de interesses e sem conhecimento ou aprovação dos cotistas.

II. PRELIMINARES

Prescrição da pretensão punitiva

4. Os Acusados sustentam a ocorrência de prescrição quinquenal, especialmente em relação ao mútuo celebrado em 01/07/2014. Argumentam que a contratação constituiu ato instantâneo, e que a primeira diligência da CVM ocorreu apenas em outubro de 2021. A preliminar não merece acolhida em relação à integralidade das condutas examinadas neste PAS.

---

[3] Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

[4] Art. 16. O administrador de carteira de valores mobiliários deve: I – exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus clientes;

[5] I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não eqüitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: [...] c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;

5. Nos termos do art. 1º da Lei nº 9.873/1999, a pretensão punitiva da Administração Pública Federal prescreve em cinco anos, contados da prática do ato ou, tratando-se de infração permanente ou continuada, da data de sua cessação. A permanência dos efeitos econômicos de determinado ato, contudo, não implica necessariamente a continuidade da infração.

6. Quanto ao mútuo, celebrado em 01/07/2014, houve aditivo em 31/08/2016, com reconhecimento de saldo devedor de aproximadamente R$ 35,37 milhões e formalização da cessão do crédito à Bolt Serviços e Comercialização de Energia Ltda[6].

7. Em **01/05/2017**, já diante do inadimplemento da Tree, houve nova negociação, com reconhecimento de dívida de **R$ 45,43 milhões** e possibilidade de quitação mediante pagamento de R$ 30 milhões, acrescidos da atualização prevista, até 31/12/2017[7]. A repactuação constituiu novo ato negocial, que não pode ser reduzido à mera produção de efeitos automáticos a partir da contratação original.

8. Quanto à UTE Campo Grande, embora o BNDES tenha comunicado o cancelamento do pedido de financiamento em 02/02/2016, a Acusação aponta condutas posteriores relacionadas à divulgação de informações aos cotistas, à condução do projeto e à avaliação dos investimentos do GE FIP. A ata de 10/10/2016 registra informações sobre o revés do financiamento, sem esclarecer os fundamentos do cancelamento do pedido pelo BNDES[8]. Posteriormente, em abril de 2017, foi instaurada arbitragem contra a Areva[9], discutida no Comitê de Investimentos em 12/06/2017, com manifestação de Gustavo Magalhães[10].

9. Além disso, o laudo de avaliação elaborado em outubro de 2017 atribuiu R$ 54,02 milhões ao projeto da UTE Campo Grande, com base em informações fornecidas pela administração do fundo e das sociedades investidas, embora as dificuldades relacionadas à obtenção do financiamento já fossem conhecidas[11].

---

[6] Doc. nº 2246038, pp. 7-11.
[7] Doc. nº 2246038, p. 12.
[8] Doc. nº 2246618.
[9] Docs. nº 2246361, 2246370 e 2246400.
[10] Doc. nº 2246624.
[11] Docs. nº 2246685, 2246462 e 2246466.

10. Assim, ainda que se reconheça a natureza instantânea de determinadas condutas, os autos identificam atos posteriores, com conteúdo decisório próprio, praticados dentro do quinquênio que antecedeu o início da apuração.

11. Quanto aos marcos interruptivos, o Ofício nº 280/2021/CVM/SIN/GIFI, de 04/10/2021[12], constituiu ato inequívoco de apuração dos fatos, apto a interromper o prazo prescricional nos termos do art. 2º, inciso II, da Lei nº 9.873/1999[13]. A interrupção determina o reinício integral do prazo quinquenal, independentemente de ciência prévia dos investigados[14]. Após essa primeira diligência, a apuração teve regular prosseguimento com: (i) os Ofícios nº 49, 50 e 51/2023/CVM/SIN/SEFIS[15]; (ii) o Ofício nº 01/2024/CVM/SIN/SEFIS, dirigido à BNY Mellon[16]; (iii) o Relatório de Fiscalização nº 2/2024[17] e o Termo de Acusação[18], posteriormente aditado[19]; e (iv) as citações expedidas em 19/05/2025[20].

12. Não transcorreu, assim, prazo superior a cinco anos sem ato interruptivo da prescrição em relação às condutas posteriores a 04/10/2016.

13. Pelos mesmos fatos, não se verifica **prescrição intercorrente**, que pressupõe paralisação do procedimento por mais de três anos, nos termos do art. 1º, §1º, da Lei nº

[12] Doc. nº 1359470.

[13] Art. 2º_Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: [...] II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato;

[14] Cf. CRSFN, Súmula, Enunciado nº 4: "A interrupção da prescrição por ato inequívoco de apuração do fato não depende de bilateralidade ou ciência prévia do administrado.". Embora o enunciado se refira especificamente à causa prevista no art. 2º, II, da Lei nº 9.873/1999, a orientação reforça a distinção entre causas interruptivas de caráter pessoal e aquelas ligadas objetivamente ao desenvolvimento da apuração ou do processo. Em linha semelhante, o TCU tem reiteradamente assentado que o ato inequívoco de apuração constitui causa objetiva de interrupção que alcança todos os responsáveis, distinguindo-o das causas pessoais, como citação, notificação, oitiva ou audiência. V., entre outros, Acórdão nº 2.219/2023-TCU-2ª Câmara, Rel. Min. Jhonatan de Jesus; Acórdão nº 3.336/2024-TCU-2ª Câmara, Rel. Min. Augusto Nardes; e Acórdão nº 8.152/2025-TCU-1ª Câmara, segundo o qual o ato inequívoco de apuração "constitui causa objetiva de interrupção do prazo prescricional e atinge todos os responsáveis já identificados".

[15] Docs. nº 2246514, 2246516 e 2246518.

[16] Doc. nº 1991267.

[17] Doc. nº 2246028.

[18] Doc. nº 2245692.

[19] Doc. nº 2311171.

[20] Docs. nº 2329894, 2329911 e 2329918.

9.873/1999[21]. Como já tive oportunidade de registrar[22], em linha com a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça[23], essa modalidade de prescrição visa coibir a inércia injustificada da Administração, e não o mero transcurso do tempo. No mesmo sentido, o Enunciado nº 5 da Súmula do CRSFN, afasta a paralisação quando há distribuição ou necessária redistribuição do processo[24].

14. No caso, houve diligências em 2021[25], 2022[26], 2023[27] e 2024[28], acusação[29] e citações em 2025[30]. Posteriormente, em novembro de 2025, a SIN apresentou manifestação técnica complementar[31], seguida de manifestações adicionais dos Acusados em fevereiro de 2026[32]. **Rejeito**, assim, a alegação de prescrição quinquenal e afasto, de ofício, a ocorrência de prescrição intercorrente.

Alegado cerceamento de defesa

15. Os Acusados alegam que o decurso do prazo quinquenal de guarda documental previsto no art. 57 da Instrução CVM nº 578/2016[33] teria comprometido seu direito de defesa,

[21] Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado. §1º Incide a prescrição no procedimento administrativo paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho, cujos autos serão arquivados de ofício ou mediante requerimento da parte interessada, sem prejuízo da apuração da responsabilidade funcional decorrente da paralisação, se for o caso.

[22] PAS CVM nº 19957.009746/2021-41, de minha relatoria, d. em 27/05/2025.

[23] STJ, RMS nº 48.665/SP, 2ª Turma, Rel. Min. Og Fernandes, j. em 15/09/2015, DJe 05/02/2016.

[24] CRSFN, Súmula, Enunciado nº 5: "A distribuição e a necessária redistribuição de processos sancionadores para relatoria por integrantes de órgãos colegiados configuram movimentação processual essencial para impulsionar o processo rumo ao seu julgamento e descaracterizam o pressuposto de paralisação da prescrição intercorrente."

[25] Docs. nº 1356876 e 1359470.

[26] Doc. nº 1589513.

[27] Docs. nº 2246514, 2246516 e 2246518.

[28] Doc. nº 2246526.

[29] Doc. nº 2311171.

[30] Docs. nº 2329894, 2329911 e 2329918.

[31] Doc. nº 2492302.

[32] Docs. nº 2592125, 2592126 e 2592127.

[33] Art. 57. O administrador e o gestor devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução.

pois a investigação teria sido iniciada após o término da obrigação de conservação dos documentos.

16. O art. 57 da Instrução CVM nº 578/2016 estabelecia prazo **mínimo de cinco anos** para a conservação documental[34]. O dispositivo não estabelece limite temporal à atividade fiscalizatória da Autarquia, tampouco hipótese autônoma de extinção da pretensão punitiva, submetida ao regime próprio da Lei nº 9.873/1999.

17. A indisponibilidade de documentos pode repercutir na avaliação das provas, mas não gera nulidade automática, sendo necessária a demonstração de prejuízo concreto ao exercício da defesa. No presente caso, o Termo de Acusação, posteriormente aditado, descreve os fatos, individualiza as imputações e indica os respectivos fundamentos probatórios e jurídicos, em conformidade com o art. 6º da Resolução CVM nº 45/2021. Além disso, os Acusados tiveram acesso aos autos, foram regularmente citados[35] e apresentaram razões de defesa[36], acompanhadas de documentação. Posteriormente, também lhes foi assegurada oportunidade de manifestação sobre a análise complementar da SIN, da qual efetivamente se valeram[37].

18. As defesas não demonstraram que a indisponibilidade de determinado documento tenha impedido o exercício do contraditório, tendo enfrentado as imputações relativas ao financiamento do BNDES, ao mútuo, à arbitragem e à avaliação dos investimentos.

19. **Rejeito, portanto, a preliminar de cerceamento de defesa**, sem prejuízo da consideração de eventuais limitações probatórias no mérito.

Alegada ausência de justa causa

20. Como já tive oportunidade de registrar, a justa causa para instauração de PAS exige descrição clara dos fatos, identificação do vínculo entre os acusados e as irregularidades e

[34] O administrador e o gestor devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução.
[35] Docs. nº 2329894, 2329911 e 2329918.
[36] Docs. nº 2423386 e 2425136.
[37] Docs. nº 2592125, 2592126 e 2592127.

indicação dos respectivos fundamentos jurídicos e probatórios, sem necessidade de demonstração definitiva da responsabilidade nessa etapa[38].

21. No presente caso, a Acusação identificou três núcleos de irregularidades relacionados à gestão do GE FIP: (i) as dificuldades na obtenção de financiamento da UTE Campo Grande; (ii) o mútuo entre sociedades investidas por fundos sob gestão comum; e (iii) a divulgação de informações e a avaliação dos investimentos do fundo.

22. Para sustentar essas imputações, a SIN reuniu documentos relativos às tratativas com o BNDES, atas do Comitê de Investimentos, contratos, informações sobre a arbitragem, laudos de avaliação e demonstrações financeiras[39]. As alegações defensivas sobre a justificativa econômica do mútuo, a suficiência das informações aos cotistas e a ausência de fraude dizem respeito ao mérito, não à justa causa.

23. **Rejeito, assim, a preliminar de ausência de justa causa**, reservando ao mérito o exame da responsabilidade individual e dos elementos das infrações imputadas.

Ilegitimidade passiva de Gustavo Magalhães

24. Gustavo Magalhães sustenta sua ilegitimidade passiva, argumentando que não era o diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários da Áureo à época dos fatos, função exercida por Ricardo Ribeiro.

25. Conforme entendimento deste Colegiado, a designação de diretor responsável estabelece centro de imputação de deveres de organização, supervisão e controle, mas não afasta a responsabilidade de outros administradores por sua participação pessoal em

[38] PAS CVM nº 19957.005017/2025-49, de minha relatoria, j. em 25/08/2026. No mesmo sentido, cf. PAS CVM nº 19957.010958/2018-75, de minha relatoria, voto apresentado em 13/10/2026.

[39] Docs. nº 2246028 e 2311171.

irregularidades[40]-[41]. Como esclareceu a então Diretora Luciana Dias, no PAS CVM nº RJ2013/4369[42]:

> "No caso de infrações atribuídas à pessoa jurídica, há duas situações em que se pode responsabilizar também as pessoas naturais que sejam sócias ou administradoras. Na primeira hipótese, os precedentes da CVM indicam que, para a responsabilização pessoal dos seus sócios ou administradores, é necessária a verificação de uma conduta específica dessa pessoa natural que seja reprovável ou que contribuía para construção da prática reprovável, ou seja, uma conduta tipificada pela regulamentação em vigor ou um ato que integre a atividade irregular. Em outras palavras, a responsabilidade dessas pessoas não deriva simplesmente do fato de elas serem representantes ou sócias da pessoa jurídica infratora – é necessário que elas sejam executoras da infração."[43]-[44]

---

[40] Cf. PAS CVM nº 29/2003, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 16/01/2007; PAS CVM nº RJ2006/3364, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 16/05/2007; e PAS CVM nº RJ2011/940, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 10/07/2012; PAS CVM nº RJ2010/13301, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 23/10/2012; PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 06/12/2012; PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018; e PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024.

[41] Essa interpretação também encontra respaldo na regulamentação aplicável aos comitês de investimento, que estende os deveres fiduciários a outros agentes envolvidos nas decisões de gestão de recursos, cf. art. 18 da Instrução CVM nº 558/2015: "Art. 18. Os integrantes de comitê de investimento, ou órgão assemelhado, que tomem decisões relativas à gestão de recursos, devem observar os deveres e as vedações previstas nos incisos I, II, III, VI e VIII do art. 16 e nos incisos I, III, IV, V, VI, VII e VIII do art. 17.". No mesmo sentido, art. 38, §4º da Instrução CVM nº 578/2016: "Art. 38. Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo. [...] §4º Os membros dos conselhos ou comitês devem observar os deveres e as vedações previstas na regulamentação específica sobre o exercício profissional de administrador de carteiras.".

[42] No mesmo sentido, Processo CVM nº 19957.005558/2020-62, manifestação de voto do Presidente Marcelo Barbosa, d. em 29/09/2020: "Especificamente em relação à administração de carteira, entendo que o regulador procurou incluir todas as pessoas que tomem ou participem das decisões de investimento do fundo nos mesmos regimes fiduciário e de responsabilidade aplicáveis ao gestor".

[43] No mesmo sentido: "[...] o regulador não quis que nenhuma pessoa que tome decisões de investimento, seja ele gestor profissional, cotista ou qualquer outra pessoa indicada para tal, esteja fora do regime fiduciário e das regras de conduta dos administradores de carteira. E esta decisão do regulador não pode ser lida como mero reflexo da necessidade de alinhamento entre interesses dos cotistas e gestores. Ela é também um meio de assegurar a imputabilidade dos responsáveis pelas decisões de investimento num contexto que reconhece a importância da atuação dos investidores institucionais, como são os fundos de investimento, para a segurança e defesa dos direitos dos cotistas e demais partes interessadas (stakeholders)" (PAS CVM nº 15/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 28/02/2012).

[44] Ainda nos termos do voto da Diretora: "Na segunda hipótese, sempre com amparo na regulamentação, a CVM tem reconhecido que, em determinadas circunstâncias, é pertinente a atribuição de responsabilidade a administradores específicos para que estes auxiliem no cumprimento e fiscalização de determinadas normas dirigidas à pessoa jurídica. Esse mecanismo aproxima os titulares de cargos específicos de gatekeepers, que se

26. No presente caso, Gustavo Magalhães era sócio e diretor da Ático, gestora do GE FIP, e a Acusação identificou indícios concretos de sua participação pessoal nas condutas relacionadas às possíveis violações dos deveres fiduciários da Gestora[45]. Além disso, integrava o Conselho de Administração e a diretoria da Bolt, principal sociedade investida do Fundo[46].

27. À luz do entendimento exposto acima, a ausência de designação como diretor responsável pela administração de carteiras não afasta, por si só, a possibilidade de responsabilização de Gustavo por condutas próprias. Os elementos identificados pela Acusação são, portanto, suficientes para justificar sua inclusão no polo passivo, cabendo ao exame do mérito determinar se sua atuação efetivamente configurou as infrações imputadas.

28. Diante disso, **rejeito a preliminar de ilegitimidade passiva de Gustavo Magalhães**.

29. Feitas essas considerações, passo ao exame das imputações.

III. MÉRITO

III.A. Deveres de diligência e de lealdade

30. A atividade de gestão de recursos de terceiros compreende, essencialmente, a definição das estratégias de investimento e a tomada de decisões acerca dos ativos em que serão aplicados os recursos do fundo. Trata-se de atividade fundada em uma relação fiduciária, marcada pela confiança depositada pelos cotistas nos profissionais responsáveis pela gestão de seu patrimônio e pela assimetria informacional existente entre esses agentes. Nesse contexto, os deveres fiduciários destinam-se a assegurar que os prestadores de serviços não se aproveitem da posição que ocupam em prejuízo daqueles cujos interesses têm a obrigação de proteger[47].

---

tornam pontos de referência da CVM para cobrar determinadas condutas ou informações. As responsabilidades e os riscos assumidos por esses profissionais são conhecidos desde o momento em que assumem os seus respectivos cargos." (PAS CVM nº RJ2013/4369, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 27/01/2015).

[45] Cf. atas das reuniões do Comitê de Investimentos do GE FIP (Docs. nº 2246600, 2246603, 2246605, 2246612, 2246618 e 2246624), bem como correspondência encaminhada ao BNDES em 13/11/2015 (Doc. nº 2246340).

[46] Docs. nº 2246624, 2246603, 2246652 e 2423380, p. 12.

[47] A obrigação de priorizar os interesses dos investidores também se encontra refletida no art. 20, inciso VIII, da Resolução CVM nº 21/2021, que veda ao administrador de carteiras de valores mobiliários "negligenciar, em

31. Dentre esses deveres, destacam-se os de diligência e lealdade, que, embora estreitamente relacionados, possuem conteúdos distintos. Conforme consolidado pela jurisprudência deste Colegiado, o dever de diligência diz respeito, essencialmente ao cuidado exigível do gestor no exercício de suas atribuições, abrangendo não apenas a adoção de processos decisórios adequados, mas também o acompanhamento dos investimentos, a implementação de controles e a adoção das providências necessárias à proteção dos interesses do fundo e de seus cotistas, constituindo obrigação predominantemente procedimental e de meio. O dever de lealdade, por sua vez, exige que o gestor coloque os interesses do fundo e de seus cotistas à frente de interesses próprios ou de terceiros. A esse respeito, vale reproduzir o entendimento manifestado pelo então Diretor Gustavo Gonzalez no julgamento do PAS CVM nº RJ2016/4271[48]:

> "Embora tenham conteúdos diferentes, os deveres de diligência e lealdade são bastante próximos. Em uma abordagem simplista, pode-se dizer que o dever de diligência se associa ao modo de atuação do administrador, sendo usualmente analisado sob uma perspectiva meramente procedimental. Já o dever de lealdade avança no conteúdo das decisões tomadas pelos administradores, buscando verificar a existência de um interesse extra-social e a ação ou omissão dolosa em detrimento dos acionistas ou cotistas, conforme o caso".

32. No que diz respeito ao dever de diligência, é firme o entendimento de que o insucesso de determinado investimento ou a ocorrência de prejuízos não permitem, por si sós, concluir pela sua violação. O exame deve recair sobre a atuação efetiva do gestor, consideradas tanto

---

qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do cliente". Essa disposição corresponde ao art. 17, inciso VIII, da Instrução CVM nº 558/2015.

[48] PAS CVM nº RJ2016/4271, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 08/01/2019. No mesmo sentido: (i) PAS CVM nº 2019/1400, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 17/12/2019, no qual se consignou que "[O] dever de diligência envolve uma análise eminentemente procedimental que, no caso dos fundos de investimento, traduz-se sobretudo na avaliação da adoção de controles internos adequados para o desempenho das atividades de seus prestadores de serviços. [...] O dever de lealdade, por sua vez, demanda uma análise dos próprios atos do agente além do aspecto procedimental, de forma que sua violação exige a comprovação de um ato tomado deliberadamente em detrimento daqueles com quem ele mantém uma relação fiduciária – no caso, os cotistas."; e (ii) PAS CVM nº RJ2014/3161, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 10/11/2020, em que se ressaltou que "Assim sendo, em que pese a redação original do art. 14, II, da ICVM nº 306/1999, não contivesse referência expressa ao termo 'lealdade', a conduta cuidadosa e diligente das Gestoras não poderia deixar de contar com plena transparência e lealdade para com os cotistas dos Fundos quanto ao que poderia influir em seu processo decisório, uma vez que se trata de padrão de conduta inerente à própria natureza fiduciária da relação, a abranger, por certo, eventual existência de potencial conflito de interesses no exercício de sua atividade.".

a adequação dos processos decisórios quanto as medidas de acompanhamento, supervisão e controle adotadas no desempenho de suas funções, as informações disponíveis à época e as cautelas exigíveis diante da natureza, complexidade e relevância da operação, sem que a análise se confunda com um juízo retrospectivo sobre o acerto das decisões negociais ou sobre os resultados econômicos alcançados[49].

33. Conforme já definido por este Colegiado, não cabe à autarquia, nesses casos, "fazer um juízo de valor sobre a qualidade do trabalho do gestor"[50], mas verificar se existem razões objetivas para concluir que ele deixou de adotar os cuidados exigíveis no âmbito da conduta analisada.

34. O dever de lealdade, de seu turno, não guarda a mesma relação com o aspecto procedimental. Embora a existência de regras e procedimentos deva ser considerada na avaliação da conduta do gestor, sua observância não afasta, por si só, a possibilidade de atuação desleal. O cumprimento desse dever exige que os interesses do fundo e de seus cotistas sejam efetivamente priorizados. Conforme entendimento consolidado por este Colegiado, sua violação pressupõe ação ou omissão dolosa, praticada deliberadamente em detrimento dos

[49] A respeito da natureza procedimental do dever de diligência e da impossibilidade de responsabilização fundada exclusivamente no resultado da decisão de investimento, cf. PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018: "[...] importa esclarecer que a CVM tem o dever de verificar se, ao tomar determinada decisão de investimento, o gestor agiu em conformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos pela regulamentação vigente. Não se trata, nesses casos, de fazer um juízo de valor sobre a qualidade do trabalho do gestor, mas de averiguar se há razões objetivas para entender que ele não agiu com a diligência devida, por ter deixado de adotar algum cuidado impositivo antes de consumar a operação, ou que ele cometeu deliberadamente um ato desleal, em detrimento dos interesses dos cotistas.". Quanto à abrangência do dever de diligência sobre as atividades de monitoramento e supervisão, cf. PAS CVM nº 24/06, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 18/02/2013, no qual se destacou a necessidade de avaliar se os procedimentos e controles internos adotados oferecem segurança razoável para o desenvolvimento das atividades; e PAS CVM nº 15/08, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 28/02/2012, referido quanto ao dever de acompanhamento dos investimentos.

[50] Cf. PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018. Nesse sentido, PAS CVM nº 07/2012, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 07/03/2017: "[A]figura-se importante, no exame do dever de diligência, apurar e analisar o processo de tomada da decisão que culminou em determinado negócio, e não o seu mérito propriamente dito, a fim de evitar que a CVM se imiscua em papel que não lhe é próprio, substituindo-se aos agentes econômicos responsáveis pelas decisões negociais, o que poderia gerar efeitos colaterais nefastos, como o afastamento de bons profissionais do mercado e o próprio engessamento de sua atuação, por receio de posterior responsabilização administrativa.". Vd. PAS CVM nº RJ2005/5442, Dir. Rel. Maria Helena de Santana, j. em 23/05/2007.

interesses dos investidores, independentemente da demonstração de vantagem econômica obtida pelo infrator ou por terceiros, ou de prejuízo patrimonial suportado pelos cotistas[51].

35. Com efeito, a obrigação de agir com lealdade ultrapassa o estrito cumprimento das disposições contratuais e regulamentares aplicáveis à atividade de gestão, exigindo que o administrador de recursos de terceiros confira prioridade, em qualquer circunstância, aos direitos e interesses daqueles que lhe confiaram a administração de seu patrimônio. Nesse sentido, ao examinar a vedação de não priorizar a defesa dos direitos e interesses do cliente, a então Diretora Maria Helena de Santana, no julgamento do PAS CVM nº RJ2005/8510, ressaltou que[52]:

> "é uma regra de conduta muito importante, por proibir que o administrador de recursos de terceiros deixe de dar prioridade, em qualquer circunstância, aos direitos e interesses de quem o contratou. Essa relação fiduciária vai além do estrito respeito ao que eventualmente esteja escrito em contrato, para abranger a postura a ser observada pelo administrador diante de qualquer fato que se apresente durante o relacionamento contratado, e na execução do trabalho contratado."

36. Em síntese, os deveres de diligência e lealdade constituem padrões de conduta destinados a assegurar que os gestores exerçam suas atribuições com os cuidados exigíveis e em benefício dos investidores. A violação do primeiro deve ser aferida à luz da adequação dos procedimentos adotados no momento da decisão, enquanto a do segundo exige a demonstração de atuação deliberadamente contrária aos interesses do fundo e de seus cotistas.

37. A distinção é importante para o presente caso. Não se trata de responsabilizar os Acusados pelo insucesso econômico da UTE Campo Grande, mas de verificar se adotaram as

[51] Nesse sentido, PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018: "Nos termos da regulamentação vigente, o ato desleal, em oposição à falta de diligência, que se associa à culpa em sentido estrito, supõe ação ou omissão dolosa do gestor ou administrador, que atua deliberadamente em detrimento dos interesses dos cotistas. É verdade que dessa conduta intencional pode resultar, em certos casos, vantagem indevida para o infrator ou terceiro, mas esse resultado é meramente acidental e eventual, vez que não integra o tipo correspondente à infração. Do mesmo modo, a regulamentação da CVM não exige a prova do dano e de sua extensão para a configuração da deslealdade do gestor ou administrador." No mesmo sentido, PAS CVM nº 01/2010, Dir. Rel. Tadeu Antunes, j. em 16/07/2013: "Os acusados, ao agirem premeditadamente em favor de B.R.M., traíram a confiança que os Fundos depositaram na BI Capital quando a contrataram para gerir suas carteiras, afastaram-se do dever de lealdade exigido de um administrador de recursos de terceiros e feriram a relação fiduciária que deve nortear o relacionamento deste com os seus clientes.".

[52] PAS CVM nº RJ2005/8510, Dir. Rel. Maria Helena de Santana, j. em 04/04/2007.

providências exigíveis diante das dificuldades conhecidas e se prestaram aos cotistas informações adequadas sobre circunstâncias essenciais à continuidade do empreendimento.

O financiamento da UTE Campo Grande

38. A primeira irregularidade refere-se à condução das tratativas para obtenção de financiamento da UTE Campo Grande, principal empreendimento do GE FIP, cuja implantação dependia substancialmente de recursos do BNDES.

39. Em 17/03/2015, por meio da Carta CEC nº 168/2015, o BNDES comunicou o não enquadramento do pedido de financiamento direto, por razões relacionadas aos critérios do Sistema BNDES, ressalvando a possibilidade de reapresentação por meio de operação indireta[53]. A Campo Grande passou, então, a buscar financiamento por intermédio da CEF, apresentando propostas em maio e novembro de 2015[54].

40. As tratativas eram acompanhadas diretamente pela Gestora. Em 13/11/2015, a Ático encaminhou correspondência ao banco, subscrita por Ricardo Ribeiro e Gustavo Magalhães[55], com esclarecimentos sobre notícias relacionadas a investimentos de RPPS em fundos sob sua gestão[56].

41. Em 17/12/2015, o BNDES encaminhou à CEF a Carta CEC nº 549/2015, com cópia à Campo Grande, solicitando manifestação sobre questões reputacionais envolvendo a Ático, seus fundos e respectivos investidores, especialmente diante de notícias que relacionavam investimentos de regimes próprios de previdência social à denominada Operação Miquéias. A correspondência deixava claro que esses esclarecimentos eram necessários à análise do enquadramento do projeto[57].

---

[53] Doc. nº 2423386, pp. 17-18.

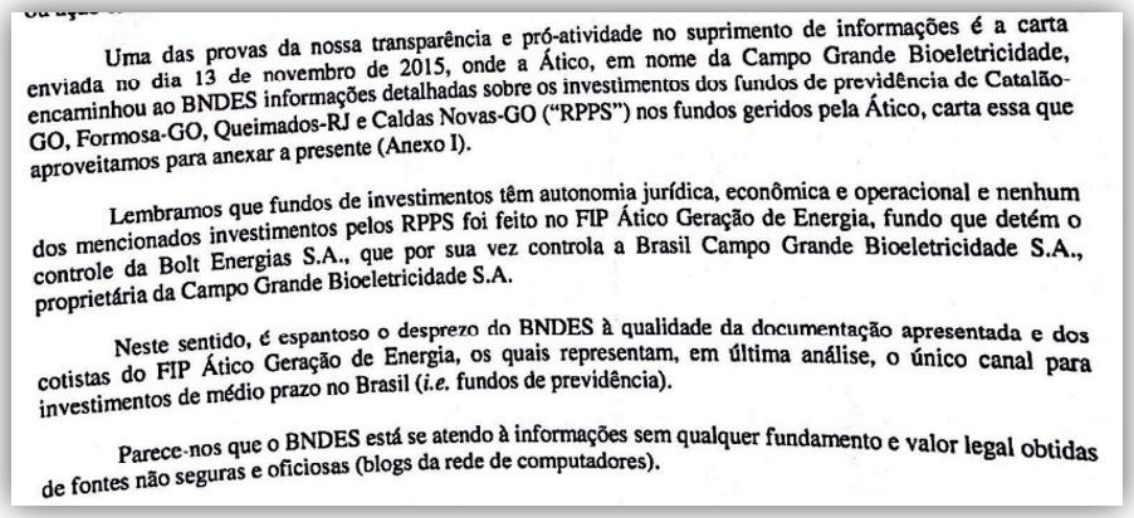
[54] Doc. nº 2246600.

[55] Gustavo Magalhães, em particular, integrava o Conselho de Administração e a Diretoria da Bolt, para além da administração da Gestora (docs. nº 2246624, 2246652, 2246340, 2246603, 2423380 e 2246624).

[56] Doc. nº 2246340.

[57] Cf. Carta CEC 549/2015: "Em 19/09/2013, a Polícia Federal deflagrou a **Operação Miquéias** que tem como objetivo desarticular duas organizações criminosas com atuações distintas: uma de lavagem de dinheiro e outra de má gestão de recursos de entidades previdenciárias públicas, mediante esquemas ilícitos de captação de recursos. Nessa investigação, foram verificadas irregularidades especificamente nos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) das seguintes prefeituras: [...]. Ainda conforme a cópia de Decisão obtida, no grupo Ático, (i) **foram identificados depósitos feitos pela Ático Empreendimentos e Participações S/A em uma**

42. Em 18/12/2015, a Bolt, em resposta à CEF subscrita por Gustavo Magalhães e Flávio Marques Lisboa Campos, reconheceu ter ciência da Carta CEC nº 549/2015, contestou os questionamentos do BNDES e negou o envolvimento das sociedades e de seus administradores nas investigações, citando decisão judicial de 22/09/2014 que registrara a ausência de indiciamento de Ricardo Ribeiro e Gustavo Magalhães, além dos esclarecimentos anteriormente prestados pela Ático ao BNDES, em 13/11/2015[58].



Uma das provas da nossa transparência e pró-atividade no suprimento de informações é a carta enviada no dia 13 de novembro de 2015, onde a Ático, em nome da Campo Grande Bioeletricidade, encaminhou ao BNDES informações detalhadas sobre os investimentos dos fundos de previdência de Catalão-GO, Formosa-GO, Queimados-RJ e Caldas Novas-GO ("RPPS") nos fundos geridos pela Ático, carta essa que aproveitamos para anexar a presente (Anexo I).

Lembramos que fundos de investimentos têm autonomia jurídica, econômica e operacional e nenhum dos mencionados investimentos pelos RPPS foi feito no FIP Ático Geração de Energia, fundo que detém o controle da Bolt Energias S.A., que por sua vez controla a Brasil Campo Grande Bioeletricidade S.A., proprietária da Campo Grande Bioeletricidade S.A.

Neste sentido, é espantoso o desprezo do BNDES à qualidade da documentação apresentada e dos cotistas do FIP Ático Geração de Energia, os quais representam, em última análise, o único canal para investimentos de médio prazo no Brasil (*i.e.* fundos de previdência).

Parece-nos que o BNDES está se atendo à informações sem qualquer fundamento e valor legal obtidas de fontes não seguras e oficiosas (blogs da rede de computadores).

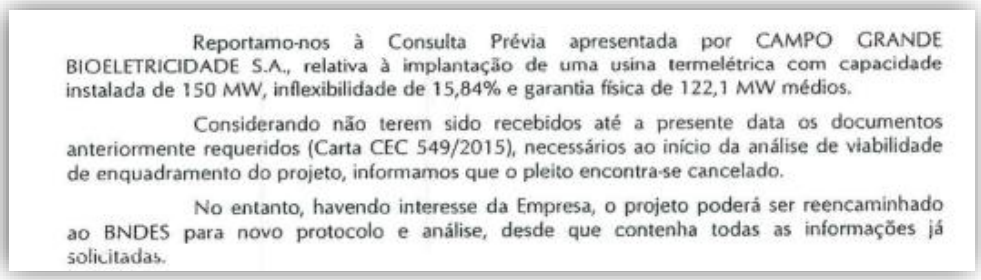
43. Os esclarecimentos apresentados, contudo, não atenderam às exigências do BNDES. Em 02/02/2016, por meio da Carta nº 53/2016[59], o BNDES comunicou o cancelamento do pedido de financiamento diante da ausência das informações necessárias ao início da análise de enquadramento, anteriormente solicitadas na Carta CEC nº 549/2015, ressalvando a possibilidade de reapresentação do projeto mediante novo protocolo acompanhado das informações pendentes.

---

das empresas mencionadas no inquérito criminal; (ii) a Ático Distribuidora de Títulos e Valores Ltda foi a coordenadora líder da distribuição de cotas de fundos investigados; e (iii) a Ático Administração de Recursos Ltda tem os mesmos telefones, e-mails e responsáveis de ambas as empresas mencionadas neste parágrafo. [...] **Ressaltamos que tão logo seja apresentado seu parecer formal sobre os pontos elencados na presente Carta, o pleito de apoio ao Projeto em exame será novamente submetido ao CEC.**" (doc. nº 2246328).

[58] Doc. nº 2246351, p. 1.

[59] Doc. nº 2246333.



Reportamo-nos à Consulta Prévia apresentada por CAMPO GRANDE BIOELETRICIDADE S.A., relativa à implantação de uma usina termelétrica com capacidade instalada de 150 MW, inflexibilidade de 15,84% e garantia física de 122,1 MW médios.

Considerando não terem sido recebidos até a presente data os documentos anteriormente requeridos (Carta CEC 549/2015), necessários ao início da análise de viabilidade de enquadramento do projeto, informamos que o pleito encontra-se cancelado.

No entanto, havendo interesse da Empresa, o projeto poderá ser reencaminhado ao BNDES para novo protocolo e análise, desde que contenha todas as informações já solicitadas.

44. A defesa sustenta que a negativa decorreu de questões técnicas de enquadramento, e não de restrições reputacionais, destacando as tratativas realizadas com a CEF[60]. Para tanto, invoca especialmente a Carta CEC nº 168/2015, de 17/03/2015, que efetivamente fundamentou o não enquadramento inicial em critérios do Sistema BNDES. O argumento, porém, desconsidera que a recusa inicial de financiamento direto e o cancelamento posterior do pedido submetido por intermédio da CEF foram **decisões distintas**. A última foi expressamente fundamentada na insuficiência das informações prestadas ao banco. Não se pode, portanto, atribuir ao cancelamento de fevereiro de 2016 os fundamentos de uma decisão anterior, relativa a outra modalidade de financiamento.

45. Chama atenção, ainda, que, embora a Carta nº 53/2016 integre os autos desde a instauração deste PAS, a defesa não enfrente seu conteúdo, limitando-se a invocar os fundamentos de decisão anterior, relativa a outra modalidade de financiamento, sem esclarecer por que as exigências posteriormente formuladas pelo BNDES permaneceram sem atendimento satisfatório.

46. Também não considero plausível que a Gestora desconhecesse as exigências do BNDES ou o andamento do pedido. Embora formalmente dirigidas à CEF, as correspondências foram encaminhadas com cópia à Campo Grande, e a documentação demonstra a participação direta da Ático nas tratativas, inclusive por meio da comunicação de 13/11/2015 e da resposta subscrita por Gustavo Magalhães em 18/12/2015. O conjunto desses elementos evidencia que a Gestora acompanhava os questionamentos relacionados ao financiamento. Ainda que não tivesse recebido diretamente a comunicação de cancelamento,

[60] Doc. nº 2423386.

caberia à Ático, em cumprimento ao dever de diligência, acompanhar seu desfecho e obter as informações necessárias à condução do principal investimento do Fundo.

47. A meu ver, a conduta revela deficiência relevante de diligência. Os questionamentos envolviam matérias especialmente sensíveis, relacionadas à própria Gestora e aos participantes do investimento, e sua resolução era indispensável ao prosseguimento de um projeto cuja viabilidade dependia substancialmente do financiamento pretendido.

48. O indeferimento do pedido de acesso ao inquérito, embora demonstrasse que Ricardo Ribeiro e Gustavo Magalhães não figuravam como indiciados, não afastava a necessidade de esclarecer as questões concretamente levantadas pelo BNDES. **Cabia à Gestora apresentar esclarecimentos e documentação capazes de enfrentar as preocupações do banco** e, se necessário, buscar alternativas para o prosseguimento da operação. Apesar disso, não foram identificadas providências posteriores suficientes para atender às exigências pendentes ou viabilizar concretamente uma nova análise do pedido.

49. A irregularidade assume contornos ainda mais graves diante das informações prestadas aos cotistas. Em 23/11/2015, Ricardo Ribeiro comunicou ao Comitê de Investimentos a negativa de enquadramento anterior, mencionando fundamento extraoficial relacionado a risco de imagem[61]. Na reunião seguinte, em 25/01/2016, manifestou expectativa de aprovação do financiamento, enquanto Gustavo Magalhães esclareceu que o BNDES ainda não havia aprovado o risco da CEF[62].

50. Mesmo após o cancelamento formal do pedido, em 02/02/2016, a Gestora continuou a apresentar perspectivas de retomada das tratativas. Na reunião de 29/02/2016, embora reconhecessem a importância decisiva do financiamento, afirmando que "não dá para ter Bolt Projetos sem BNDES", os representantes da Gestora relacionaram as dificuldades ao administrador fiduciário, à natureza do Fundo e ao perfil de seus investidores, mencionaram uma resposta que estaria sendo elaborada pela CEF e cogitaram, inclusive, a adoção de medidas judiciais contra o BNDES[63].

[61] Doc. nº 2246600.
[62] Doc. nº 2246603.
[63] Doc. nº 2246605.

5. DELIBERAÇÕES:

5.1 Ricardo Junqueira iniciou a reunião fazendo uma retrospectiva informando que, em 2012, o BNDES colocou na página dele que os projetos de biomassa estavam aprovados, desde que seguindo os requisitos colocados neste ambiente. Os alemães saíram de Buriti e Campo Grande e o projeto Campo Grande seguiu em frente com a Bolt, com a compra da participação deles. Em outubro de 2013, a Bolt entrou no BNDES com o projeto executivo e Buriti, seguindo com terceiros, com um "projeto inicial". A Bolt pegou a Caixa como consultora financeira. Em abril de 2014, veio uma carta do BNDES informando da necessidade de ter um banco repassador. Buriti foi enquadrado e Campo Grande não. Mesmo com a Caixa, o projeto Campo Grande não havia sido enquadrado. Em reunião dentro do BNDES, verificou-se que o problema era o administrador. Então, procurou-se outro administrador. No BNY Mellon foi informado que não existia nada contra o administrador. Gustavo Magalhães e Flávio Campos visitaram o Ministro da Energia e informou-se que o problema era o FIP, mas Gustavo Magalhães argumentou que o BNDES já havia financiado diversos FIPs e que deveria ter sido informado em agosto de 2013. Informou-se, após, que o problema não eram os FIPs, e sim a qualidade dos passivos dos FIPs. BNDES mandou uma carta para Caixa no dia 23 de dezembro de 2015 para uma decisão e está se desenvolvendo uma resposta. Foi procurado um sócio para o projeto e foi-se verificado um comprador para os equipamentos e florestas. Pensa-se se no futuro poder-se-ia levar o BNDES ao judiciário e já está se conversando com processualistas a respeito. Está se estudando a

51. Em 06/07/2016, Ricardo Ribeiro voltou a tratar o financiamento como questão indefinida, afirmando que mudanças no BNDES o teriam tornado mais suscetível a conversas[64] e, em 10/10/2016, as discussões passaram a se concentrar em alternativas para viabilizar os empreendimentos diante do revés sofrido[65]. Não consta dessas reuniões, contudo, exposição clara da decisão de cancelamento e das exigências que haviam permanecido sem atendimento.

52. Reconheço que os cotistas foram informados de dificuldades relevantes. Contudo, cabia à Gestora **esclarecer os fundamentos do cancelamento e as condições para eventual**

[64] Doc. nº 2246612.
[65] Doc. nº 2246618.

reapresentação do pedido. A apresentação reiterada de perspectivas de financiamento, sem esclarecimento das exigências reputacionais pendentes e do cancelamento formal do pedido, transmitiu aos cotistas compreensão incompleta dos obstáculos efetivamente enfrentados.

53. A meu ver, essa omissão é especialmente relevante sob a perspectiva do dever de lealdade, dado que os questionamentos do banco envolviam diretamente a reputação da Áureo e de seus administradores. Sua divulgação poderia suscitar providências que afetassem os interesses da própria Gestora, inclusive sua permanência na condução do empreendimento. Ao deixar de apresentar aos cotistas informações completas sobre essas restrições, a Áureo privilegiou a preservação de sua posição perante o Fundo, comprometendo a capacidade dos investidores de deliberar sobre medidas destinadas à proteção de seu patrimônio.

54. A irregularidade, portanto, não decorre da decisão do BNDES, mas da **falta de diligência no enfrentamento dos obstáculos conhecidos e da omissão de informações relevantes aos cotistas.** Entendo, portanto, configuradas as violações dos deveres de diligência e lealdade.

A arbitragem contra a Areva

55. A Acusação também questiona a instauração de arbitragem contra a Areva, contratada para a construção da UTE Campo Grande, por entender que a medida teria sido utilizada para atribuir à construtora a responsabilidade pelo insucesso do empreendimento.

56. Com a arbitragem, a Campo Grande pretendia, entre outras providências, a declaração de inadimplemento da construtora, a restituição dos valores adiantados e o ressarcimento dos prejuízos decorrentes da rescisão contratual[66]. Não considero que a mera instauração da arbitragem configure infração aos deveres fiduciários. A existência de relação contratual efetiva e de valores expressivos adiantados à construtora poderia justificar a adoção de medidas destinadas à sua recuperação. A questão relevante, no presente PAS, está na justificativa apresentada aos cotistas.

[66] Doc. nº 2246370, itens 5.3 a 5.12.

57. Na reunião do Comitê de Investimentos de 12/06/2017, Gustavo Magalhães relacionou a ausência de financiamento à falta das garantias que deveriam ter sido prestadas pela Areva[67]. Como já se discutiu, a afirmação não se mostra compatível com as razões anteriormente apresentadas pelo BNDES, conhecidas pelos responsáveis pelo Fundo desde fevereiro de 2016.

> Areva (Projeto Campo Grande), está positivo, conforme explicado pelo Sr. Gustavo Magalhães. O investimento inicial para o Processo da Caixa Econômica Federal realizado nos equipamentos foi de 10% (dez por cento) do investimento total e agora se pleiteia a devolução do valor do investimento total, pois a Areva não colocou o seguro previsto em contrato entre Bolt e Areva ve, nesse sentido, não há o crédito dos bancos. O processo de arbitragem terá uma duração de aproximadamente dois a três anos, mas é pretendida a resolução de outra forma. Com relação a

58. As discussões registradas nas atas do Comitê de Investimentos, somadas à pretensão de recuperar os valores adiantados à construtora, indicam que a medida também buscava viabilizar a **geração de caixa para o Fundo**, no contexto dos planos de desinvestimento e saída.

59. Com isso, não há prova suficiente de que a arbitragem tenha sido instaurada **exclusivamente** para construir uma justificativa artificial para o fracasso do empreendimento, tampouco cabe, neste processo, avaliar o acerto da decisão empresarial de instaurá-la. O que importa, para os fins desta análise, é que, ao atribuir à Areva a responsabilidade pela falta de financiamento, sem esclarecer as restrições conhecidas e comunicadas pelo BNDES, a Gestora mais uma vez deixou de apresentar aos cotistas os efetivos obstáculos enfrentados pelo projeto, reforçando a violação do dever de lealdade já identificada.

Avaliação dos ativos e demonstrações financeiras

60. A terceira irregularidade diz respeito à avaliação dos investimentos do GE FIP. Segundo a SIN, a Áureo teria mantido valores incompatíveis com a situação econômica das investidas, contribuindo para ocultar dos cotistas a deterioração patrimonial decorrente do insucesso da UTE Campo Grande.

[67] Doc. nº 2246624.

61. O primeiro laudo relevante, elaborado pela Thymos Energia em maio de 2015 com informações relativas ao encerramento de 2014, estimou o valor da Bolt em aproximadamente R$ 342,8 milhões, dos quais R$ 80,3 milhões correspondiam à UTE Campo Grande[68]. A avaliação baseou-se em documentos e projeções disponibilizados pela própria companhia, tendo a avaliadora ressalvado que não havia verificado independentemente sua veracidade, exatidão ou completude.

62. Naquele momento, a obtenção de financiamento ainda integrava as perspectivas de implantação da usina. O problema surge com a manutenção dessas premissas após sua deterioração. Nas demonstrações financeiras do GE FIP relativas a 30/06/2016, a EY apresentou abstenção de opinião, pois não havia recebido laudo atualizado que permitisse verificar a adequação do valor de R$ 344,27 milhões atribuído à participação na Bolt[69].

63. A abstenção não significa que os auditores tenham concluído pela incorreção daquele montante, mas que não obtiveram evidências suficientes para avaliá-lo. Ainda assim, o apontamento é relevante. Àquela altura, a Gestora já conhecia o cancelamento do pedido de financiamento, sem que houvesse avaliação atualizada demonstrando como essa circunstância havia sido considerada na mensuração do principal investimento do Fundo.

64. A situação tornou-se ainda mais delicada no exercício seguinte. Em 30/11/2016, a Bolt foi objeto de cisão parcial, com a constituição da Stig, à qual foram transferidos ativos em desenvolvimento, inclusive a UTE Campo Grande. As demonstrações financeiras da Campo Grande relativas a 31/12/2016, publicadas em 22/08/2017, registraram a decisão de não

[68] Doc. nº 2246678, p. 15.

[69] "**Base para abstenção de opinião** Em 30 de junho de 2016, o Fundo possuía investimento em ações da companhia de capital fechado, Bolt Energias S.A. ("Bolt"), no montante de R$ 344.270 mil, que representava 100,31% do patrimônio líquido do Fundo, conforme apresentado no "Demonstrativo da composição e diversificação da carteira". Conforme descrito na nota explicativa nº 3 e no regulamento do Fundo, as ações de companhia fechada são avaliadas por empresa independente especializada e registradas pelo seu valor econômico. **Durante nossos exames, não nos foi fornecido laudo de avaliação atualizado das ações da Bolt para suportar o montante de R$ 344.270 mil registrados no Fundo, consequentemente, não foi possível concluir sobre o respectivo montante do investimento em 30 de junho de 2016**. **Abstenção de opinião** Devido à relevância do assunto descrito no parágrafo Base para abstenção de opinião, não nos foi possível obter evidência de auditoria apropriada e suficiente para fundamentar nossa opinião de auditoria. Consequentemente, não expressamos uma opinião sobre as demonstrações financeiras acima referidas." (doc. nº 2246462).

prosseguir com a implantação da usina[70]. As demonstrações da Stig relativas ao mesmo exercício já haviam sido objeto de relatório de auditoria emitido em 21/07/2017, com ênfase na descontinuidade do empreendimento.

65. Apesar disso, nas demonstrações financeiras do GE FIP com data-base de 30/06/2017, as participações na Bolt e na Stig continuavam registradas por, respectivamente, R$ 209,193 milhões e R$ 135,077 milhões, totalizando R$ 344,27 milhões. As notas explicativas indicavam que os valores **ainda se apoiavam em laudo elaborado em julho de 2015**, com base em informações de dezembro de 2014[71]. Chama atenção, portanto, a utilização de avaliação anterior à negativa do financiamento e à descontinuidade do principal projeto.

66. Em outubro de 2017, a PWC concluiu nova avaliação, com data-base de junho daquele ano, estimando em **R$ 274,73 milhões** o valor conjunto das participações na Bolt e na Stig. À segunda foram atribuídos R$ 59,08 milhões, dos quais aproximadamente R$ 54,02 milhões correspondiam à UTE Campo Grande[72].

67. A descontinuidade do projeto não exigia necessariamente a atribuição de valor nulo, diante da possível existência de ativos aproveitáveis e direitos recuperáveis. Contudo, era necessário **fundamentar a avaliação de R$ 54,02 milhões atribuída a um empreendimento cuja implantação havia sido interrompida**.

68. A Thymos esclareceu que, quanto aos projetos em desenvolvimento, utilizou documentos e informações disponibilizados pela Bolt, sem verificar sua veracidade ou completude[73]. De forma semelhante, a PWC informou que sua avaliação foi estruturada com base em informações disponibilizadas pela administração do Fundo e das investidas, além de

---

[70] "As demonstrações financeiras da STIG relativas à data-base de 31 de dezembro de 2016 foram examinadas por auditores independentes que emitiram relatório em 21 de julho de 2017, sem ressalva e com ênfase em função dos **seus investimentos na UTE Campo Grande estão sendo descontinuados e a sua controlada indireta Campo Grande Bioeletricidade S.A. encontra-se no curso do encerramento de suas atividades**. A Administração entende que continuará a contar com o suporte financeiro do Fundo para a manutenção de suas atividades até que um novo plano de investimento seja elaborado." (doc. nº 2246646).

[71] Doc. nº 2246466, p. 7.

[72] Doc. nº 2246466, p. 81.

[73] "A THYMOS ENERGIA **em nenhum momento auditou e/ou conferiu a veracidade e/ou a acuidade e/ou completude das informações disponibilizadas pela BOLT, de forma que os resultados de suas análises e/ou informações – exclusivamente baseados nos materiais e informações prestadas pela BOLT** poderão sofrer variações, ou mesmo ser inteiramente diferentes em razão de outros documentos e/ou informações aos quais a THYMOS ENERGIA venha a ter acesso no futuro." (doc. nº 2246678).

fontes de mercado[74]. Assim, ambos os laudos dependiam substancialmente de informações fornecidas pelos responsáveis pelos investimentos.

69. Questionada pela SIN, por meio do Ofício nº 51/2023, sobre a definição dessas premissas, a Áureo afirmou não haver responsável específico por sua elaboração, atribuindo sua responsabilidade às avaliadoras. Instada a esclarecer o processo de discussão e aprovação" das premissas, informou que não dispunha de registros capazes de fundamentar sua resposta, em razão do tempo transcorrido[75].

70. A defesa também argumenta que a precificação dos ativos competia ao administrador fiduciário e que as avaliações foram realizadas por empresas especializadas, mediante metodologias reconhecidas[76]. Não desconheço essas circunstâncias. Ocorre que a contratação de avaliadores independentes não afastava a responsabilidade da Gestora pelo acompanhamento das investidas e pela consistência das informações fornecidas para sua avaliação. Também não justifica a ausência de documentação sobre as premissas utilizadas, especialmente após a interrupção do principal empreendimento do Fundo.

71. A deficiência é corroborada pelo relatório dos auditores sobre as demonstrações financeiras do GE FIP relativas a 30/06/2017, emitido em 15/01/2019. A EY apresentou **opinião adversa**, identificando inconsistências relevantes nas premissas utilizadas para mensuração dos investimentos, especialmente quanto à taxa de desconto, às projeções de novos contratos e ao crescimento esperado do mercado de energia renovável. Segundo sua

[74] "O trabalho foi elaborado à solicitação da Contratante [Bolt], conforme proposta de prestação de serviços profissionais com a PricewaterhouseCoopers Corporate Finance & Recovery Ltda. ("PwC"), datada de 07 de Agosto de 2017. Este relatório foi estruturado **com base em informações disponibilizadas pela administração do FIP e das Empresas ("Administração"), bem como de fontes de mercado**, e inclui o escopo, objetivo, abordagem metodológica, principais premissas adotadas e conclusões de nosso trabalho, entre outras informações." (doc. nº 2246685).

[75] "Não há um responsável específico pela definição de premissas por parte do Gestor, tampouco dos executivos das investidas e do Administrador. As empresas de avaliação contam com processos específicos, inclusive baseado em normas e padrões técnicos publicizados, para conduzir suas avaliações, sendo, portanto, os únicos responsáveis pelos laudos emitidos. O que ocorre, de fato, é uma interlocução entre as partes, nesse caso com a participação do Gestor, Administrador, executivos das investidas e os responsáveis da empresa avaliadora, sendo no entanto, reitere-se, as definições de premissas, conclusões e consequentes resultados apresentados de reponsabilidades da avaliadora. A própria KPMG apresenta a metodologia e forma de elaboração dos trabalhos, na página 2 de seu relatório, abaixo reproduzida:" (doc. nº 1955252, p. 14).

[76] "Ora, é quase fantasiosa a ideia de que a gestora estaria inflando artificialmente valores de patrimônio líquido do Fundo – cuja precificação, cálculo e divulgação, registre-se, são prerrogativas exclusivas do Administrador do Fundo – com o intuito de criar receita que, de fato, não lhe vinha sendo paga, e que ainda hoje, lhe gera enormes dessabores na tentativa de receber." (doc. 2423386).

análise, essas divergências indicavam **superavaliação de R$ 130,908 milhões** em relação ao valor contabilizado[77].

72. É importante precisar o alcance dessa conclusão. A EY examinou o valor de R$ 344,27 milhões registrado em 30/06/2017, ainda fundamentado na avaliação de 2015, e considerou também o laudo elaborado posteriormente pela PWC, que havia reduzido o valor conjunto dos investimentos para R$ 274,73 milhões. Com base nesses documentos e nas evidências obtidas durante a auditoria, identificou divergência adicional nas premissas econômico-financeiras. Assim, a superavaliação de R$ 130,908 milhões não corresponde à redução de R$ 69,537 milhões decorrente da reavaliação da PWC, mas resulta de análise própria dos auditores[78].

73. A defesa sustenta que o relatório de auditoria foi emitido quase um ano após a substituição da Áureo, ocorrida em 26/02/2018, razão pela qual não lhe caberia adotar providências a esse respeito. Também atribui parte dos apontamentos da EY a decisões da

[77] Base para opinião adversa: "Conforme descrito na nota explicativa no 4, em 30 de junho de 2017 o Fundo possuía participação em ações de companhias de capital fechado no montante de R$344.270 mil registrados pelo seu valor justo, determinado por empresa independente especializada considerando a data-base de 31 de dezembro de 2014, que representava 101,87% do patrimônio líquido do Fundo. Conforme descrito na nota explicativa no 18, subsequente a 30 de junho de 2017, o Fundo atualizou o preço das ações de companhias de capital fechado para o montante de R$274.733 mil mediante laudo de avaliação elaborado com data-base de 30 de junho de 2017, realizado por outra empresa independente especializada. Com base na documentação suporte para a avaliação do investimento recebida durante os procedimentos de auditoria, bem como o laudo de avaliação subsequente elaborado por empresa independente, verificamos que existe grande volatilidade e subjetividade na definição das premissas para a avaliação deste investimento, no que tange, dentre outros fatores, a taxa de desconto e quanto às projeções de novos contratos e crescimentos do mercado de energia renovável. **A divergência de tais premissas, em nossa análise, gera uma diferença a menor de R$130.908 mil em relação ao valor de investimento contabilizado no Fundo em 30 de junho e 2017, indicando um registro superavaliado do mesmo.**" (doc. nº 2246466).

[78] "18. Eventos subsequentes O prazo do Fundo se encerrou em 14 de setembro de 2017 e em Assembleia Geral de Cotistas ocorrida na mesma data foram deliberados: (i) a alteração do regulamento do Fundo para que a taxa de performance não seja devida à Gestora caso ocorra encerramento antecipado de sua gestão; (ii) a destituição da atual Gestora, assim como o plano de desinvestimento para o Fundo proposta pela mesma; e (iii) o novo prazo de duração do Fundo definido como 29 de junho de 2018. Em Assembleia Geral de Cotistas de 22 de novembro de 2017 foram apresentados: (i) a atualização do plano de desinvestimento do Fundo pela Gestora; (ii) as despesas em aberto na carteria do Fundo; (iii) o status da avaliação econômico financeira realizada na Bolt; (iv) discussões sobre a prorrogação do prazo de duração do Fundo na qual ficou acordada a realização de uma nova assembleia no dia 14 de dezembro de 2017 para deliberar sobre o assunto. Em 12 de dezembro de 2017, o Fundo atualizou o preço das ações da Bolt e da Stig na carteira mediante laudo de avaliação elaborado com data-base de 30 de junho de 2017, realizado por empresa independente especializada. Essa atualização gerou ao Fundo um aumento no valor da Bolt de R$ 6.459 e redução no valor da Stig no montante de R$ 75.996. Em Assembleia Geral de Cotistas de 26 de fevereiro de 2018 foram deliberados: (i) a mudança dos serviços de gestão do Fundo da Ático Administração de Recursos Ltda. para a BRPP Gestão de Produtos Estruturados Ltda.; e (ii) mudança na denominação social de Ático Geração de Energia Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia para Geração de Energia Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia." (doc. nº 2246466).

administração subsequente[79]. O argumento, contudo, não enfrenta adequadamente a irregularidade examinada. A opinião adversa refere-se a valores registrados em junho de 2017 e considera avaliações realizadas durante a gestão da Áureo, inclusive o laudo da PWC[80], concluído em outubro de 2017 e utilizado para a atualização da carteira em dezembro daquele ano.

74. Não se pretende, portanto, responsabilizar a Áureo pela elaboração das demonstrações financeiras ou pela emissão do relatório de auditoria em 2019, mas pelas **deficiências verificadas na avaliação e no acompanhamento dos investimentos durante sua gestão**. A EY examinou valores e premissas referentes a esse período e identificou inconsistências cuja relevância é reforçada pela ausência de esclarecimentos satisfatórios sobre a origem e a fundamentação das informações utilizadas pelas avaliadoras. Embora não seja possível atribuir automaticamente à Gestora a integralidade da superavaliação apontada, entendo demonstrada grave violação do dever de diligência, diante da manutenção de avaliações insuficientemente fundamentadas, apesar do conhecimento das circunstâncias que comprometiam a viabilidade do principal empreendimento do Fundo.

75. A situação também suscita questionamentos sob a perspectiva do dever de lealdade. Durante o período de desinvestimento, o Regulamento previa a incidência da taxa de administração sobre o patrimônio líquido do Fundo[81]. Assim, a manutenção de avaliações elevadas poderia repercutir favoravelmente na remuneração dos prestadores de serviços, em

[79] "95. Portanto, a nota explicativa 9, base para a ressalva feita pela EY foi elaborada pela Administração da Bolt Serviços, ao tempo que na data do relatório, 27 de julho de 2018, já estava sobre a influência direta da nova Gestora! Além disso, note que no texto a EY diz claramente o seguinte: [...] 96. Portanto, a ressalva aconteceu única e exclusivamente por conta de uma decisão da nova administração, já sobre influência da nova gestora, decisão essa que não convenceu a EY de sua veracidade." (doc. nº 2423386).

[80] Embora os acusados atribuam à KPMG a elaboração da avaliação concluída em outubro de 2017 (doc. nº 1955252, p. 14), observa-se que o próprio laudo identifica a PwC como responsável pelo trabalho (doc. nº 1968995). A divergência merece registro, sobretudo porque a identificação da avaliadora constitui informação relevante para a compreensão dos documentos utilizados na avaliação dos investimentos do Fundo.

[81] Cf. Regulamento do GE FIP, art. 6º, § 1º: "Parágrafo 1º: A Taxa de Administração incidirá sobre o Capital Comprometido ou sobre o Patrimônio Líquido do FUNDO e será calculada e provisionada diariamente sobre: (i) o Capital Comprometido, durante o Período de Investimentos, e (ii) o Patrimônio Líquido do FUNDO, durante o Período de Desinvestimento, sempre considerando o valor diário do Patrimônio Líquido do FUNDO, na base de 252 (duzentos e cinqüenta e dois) dias, bem como o disposto nos Parágrafos 3º a 5º abaixo. A Taxa de Administração será paga mensalmente pelo FUNDO até o 5o (quinto) dia útil ao encerramento do mês subseqüente ao seu vencimento, ou, proporcionalmente, quando da amortização ou resgate das Cotas." (oc. nº 2247827).

momento no qual os cotistas questionavam os valores registrados. A existência desse incentivo econômico, contudo, não demonstra, por si, que a Áureo tenha deliberadamente manipulado as avaliações para preservar sua remuneração, mas os indícios não são favoráveis.

76. Não deixo de notar que as inconsistências identificadas poderiam justificar investigação mais aprofundada, inclusive mediante diligências junto às avaliadoras e ao administrador fiduciário, capazes de revelar elementos de eventual atuação fraudulenta. A instrução, contudo, não avançou nesse sentido, limitando a imputação de operação fraudulenta ao mútuo entre a Bolt e a Tree. Assim, observo os limites do Termo de Acusação e examino as irregularidades relativas às avaliações patrimoniais exclusivamente sob a perspectiva dos deveres fiduciários.

Responsabilidade individual dos Acusados

77. Quanto à responsabilidade dos administradores, lembro que, conforme entendimento consolidado deste Colegiado, os diretores responsáveis constituem centros de imputação de responsabilidade no âmbito dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários[82], sem prejuízo da responsabilização de outros administradores por atos ou omissões próprios.

78. Em relação a Ricardo Ribeiro, sua responsabilidade decorre tanto da condição de diretor responsável pela administração de carteiras quanto de sua participação pessoal nos fatos. Ricardo subscreveu comunicação encaminhada ao BNDES em 13/11/2015, juntamente com Gustavo Magalhães[83], e foi o principal responsável pelas informações prestadas ao Comitê de Investimentos sobre o financiamento. Além de conhecer os obstáculos enfrentados, continuou a apresentar perspectivas de retomada das tratativas sem esclarecer integralmente as exigências não atendidas e a decisão de cancelamento do pedido.

79. Também lhe competia, como diretor responsável, assegurar o acompanhamento adequado dos investimentos e a consideração tempestiva das alterações relevantes em suas condições econômicas. A ausência de providências suficientes para garantir avaliações

[82] Cf. PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024, quanto à responsabilidade dos diretores responsáveis como centros de imputação. Cf., ainda, PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018; PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 06/12/2012; e PAS CVM nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 09/08/2011.

[83] Doc. nº 2246706.

atualizadas e fundamentadas, apesar dos riscos conhecidos, permite reconhecer sua responsabilidade pela violação do dever de diligência.

80. Gustavo Magalhães, por sua vez, embora não fosse o diretor formalmente responsável pela administração de carteiras, não está sendo responsabilizado por sua simples condição de sócio ou diretor da Ático[84], mas por sua participação direta nas condutas examinadas. Como já esclarecido na análise da preliminar, a ausência de designação como diretor responsável não afasta sua responsabilidade por condutas próprias que configurem infração aos deveres regulamentares aplicáveis[85].

81. No caso concreto, o diretor foi formalmente instituído como suplente dos representantes da Gestora no Comitê de Investimentos do Fundo[86] e participou ativamente de reuniões do comitê, contribuindo para a transmissão de informações distorcidas aos cotistas acerca das dificuldades do financiamento[87]. Além de integrar o Conselho de Administração e a diretoria da Bolt[88], subscreveu correspondência encaminhada ao BNDES em 13/11/2015[89], evidenciando sua participação nas comunicações relativas ao financiamento. Além disso, a correspondência encaminhada pela Bolt à CEF em 18/12/2015, que deveria esclarecer os questionamentos formulados pelo BNDES sobre a Operação Miquéias, foi instruída com decisão judicial referente a pedido de acesso ao inquérito formulado por advogados constituídos por Gustavo Magalhães e Ricardo Ribeiro[90]. Em reunião do Comitê de Investimentos, em junho de 2017, o acusado também atribuiu à Areva a responsabilidade pela

[84] Docs. nº 2247932 e 2246702.

[85] Cf. PAS CVM nº RJ2013/4369, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 27/01/2015; PAS CVM nº 15/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 28/02/2012; e Processo CVM nº 19957.005558/2020-62, manifestação de voto do Pte. Marcelo Barbosa, d. em 29/09/2020.

[86] Ata da Consulta Formal encerrada em 14/08/2015, que registra a indicação de Gustavo Magalhães como suplente dos representantes da Gestora no Comitê de Investimentos, Ricardo Ribeiro e Mário Zeider Machado Milhomem, disponível na Central de Sistemas da CVM, no sistema de registro de fundos de investimento.

[87] Cf. atas das reuniões do Comitê de Investimentos (docs. nº 2246600, 2246603, 2246605, 2246612, 2246618 e 2246624). Destacam-se as reuniões de (i) 25/01/2016, na qual Gustavo informou que o BNDES ainda não havia aprovado o risco da CEF, após o encaminhamento de resposta incompleta aos questionamentos reputacionais do banco, em 18/12/2015; de (ii) 29/02/2016, na qual se atribuiu o entrave ao financiamento à "qualidade dos passivos dos FIPs", registrando-se também a atuação de Gustavo nas tratativas. (docs. nº 2246351, 2246603 e 2246605).

[88] Docs. nº 2246624, 2246603, 2246652 e 2423380, p. 12.

[89] Doc. nº 2246340.

[90] Doc. nº 2246351.

ausência de crédito bancário, apesar de conhecer os questionamentos anteriormente formulados pelo BNDES[91].

82. Assim, sua responsabilidade decorre de sua atuação pessoal nas questões relacionadas ao financiamento e na prestação de informações incompletas aos cotistas, apesar de conhecer os obstáculos que comprometiam a continuidade do empreendimento. Reconheço, portanto, sua responsabilidade pela violação do dever de lealdade, em razão da omissão deliberada de informações relevantes aos investidores, sem que lhe seja atribuída a elaboração pessoal das premissas de avaliação.

83. Diante do exposto, voto pela condenação da Áureo, de Ricardo Ribeiro e de Gustavo Magalhães por infração 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.

III.B. Operação Fraudulenta

84. A configuração de operação fraudulenta exige a demonstração cumulativa de três elementos: (i) ardil ou artifício; (ii) destinado a induzir ou manter terceiros em erro; e (iii) intenção de obtenção de vantagem patrimonial ilícita. A prova pode ser indiciária, desde que os elementos reunidos sejam sérios, consistentes e convergentes, permitindo afastar explicações alternativas plausíveis[92].

85. A utilização de sociedades relacionadas pode configurar expediente fraudulento. Não basta, contudo, a existência de conflito de interesses, deficiência de diligência ou operação economicamente desfavorável. É necessário demonstrar que a estrutura foi empregada conscientemente como mecanismo enganoso, orientado à obtenção de vantagem patrimonial indevida.

86. No presente caso, a SIN sustenta que a Áureo utilizou sociedades controladas por dois fundos sob sua gestão para transferir recursos do GE FIP ao Ático Florestal FIP, sem observar

[91] Doc. nº 2246624.

[92] Nesse sentido, PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019. Quanto à distinção entre negligência e participação dolosa em operação fraudulenta, cf. PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 27/02/2024.

as restrições aplicáveis a operações entre partes relacionadas e sem submeter o negócio à aprovação dos cotistas. A estrutura teria permitido beneficiar os investidores de um dos fundos, em detrimento dos demais, mantendo estes últimos em erro quanto à destinação dos recursos.

87. O mútuo foi celebrado em 01/07/2014, entre a Bolt Energias, investida do GE FIP, e a Tree Florestal, investida de outro fundo sob gestão da Áureo, no valor de R$ 18.540.550,94, com remuneração de 12% ao ano, acrescida de correção pelo IPCA, e vencimento em 01/12/2016[93]. As sociedades possuíam administradores comuns e eram vinculadas a fundos geridos pela mesma instituição[94]. Trata-se, portanto, de operação entre partes relacionadas, sujeita a evidente conflito potencial de interesses.

88. A Acusação fundamenta a irregularidade no art. 35, inciso II, da Instrução CVM nº 391/2003, que vedava ao administrador contrair ou efetuar empréstimos, direta ou indiretamente, em nome do fundo, ressalvadas as modalidades admitidas pela CVM. Invoca,

[93] Doc. nº 2246038.
[94] Doc. nº 2246424.

ainda, os arts. 14, inciso IX e §2º[95], art. 15, §§ 4º e 9º[96], e art. 28, §1º[97], do Regulamento do GE FIP, que disciplinavam operações com partes relacionadas, conflitos de interesses e deveres de acompanhamento das sociedades investidas[98].

89. A defesa, por sua vez, sustenta que as restrições à celebração de empréstimos e a exigência de aprovação assemblear não alcançariam operações realizadas por sociedades investidas, dotadas de personalidade jurídica e autonomia patrimonial próprias[99].

---

[95] Artigo 14: Os investimentos do FUNDO só poderão ser realizados, nos termos deste Regulamento, se a Companhia Alvo, no momento da aprovação do investimento pelo Comitê de Investimentos: [...] IX – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia; [...] Parágrafo 2º: O GESTOR deverá diligenciar ativamente e envidar seus melhores esforços para que os incisos do caput deste Artigo continuem a ser observados pela Companhia Investida, especialmente em relação à manutenção dos sistemas de gestão e certificação mencionados, enquanto perdurar o investimento pelo FUNDO na Companhia Investida.

[96] Artigo 15: A carteira do FUNDO será composta por ações ou títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão das Companhias Investidas, de forma que o FUNDO venha a participar do processo decisório das Companhias Investidas, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. [...] Parágrafo 4º: **O FUNDO poderá realizar operações em que o ADMINISTRADOR ou fundos de investimentos e carteiras administradas geridos e/ou administrados pelo ADMINISTRADOR e/ou pelo GESTOR atuem como contraparte do FUNDO, desde que previamente aprovados pela maioria dos Cotistas do FUNDO, nos termos da regulamentação vigente**. [...] Parágrafo 9º: Em relação aos possíveis conflitos de interesse que possam eventualmente surgir, são descritas as seguintes situações, as quais dependerão de aprovação prévia dos Cotistas do FUNDO, nos termos do Artigo 28 deste Regulamento: (i) a realização de operações, pelo FUNDO, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas no inciso (i) do caput do Artigo 28 abaixo, bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados pelo ADMINISTRADOR e/ou pelo GESTOR, quando houver; (ii) O FUNDO poderá realizar investimentos nas Companhias Alvo em conjunto com terceiros, excluindo-se as pessoas indicadas no inciso (i) do caput do Artigo 28 infra, inclusive em conjunto com outros fundos de investimento; e (iii) O GESTOR, fundos de investimento por ele administrados e/ou geridos, bem como **empresas ligadas, controladas e coligadas ao GESTOR** somente poderão realizar investimentos em novas companhias que atuem no mesmo segmento das Companhias Alvo após a indicação para análise e reprovação prévias de tais investimentos pelo Comitê de Investimentos, ou após o encerramento do Período de Investimentos do FUNDO.

[97] Artigo 28: Salvo mediante aprovação prévia da maioria dos Cotistas reunidos em Assembléia Geral, é vedada a aplicação de **recursos do FUNDO em Companhias Alvo nas quais participem**: I - o ADMINISTRADOR, o GESTOR, os membros do Comitê de Investimentos ou os Cotistas que representem mais de 5% (cinco por cento) do patrimônio do FUNDO, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% (dez por cento) do capital social votante ou total; II - quaisquer das pessoas mencionadas no inciso anterior que: (a) estejam envolvidas, direta ou indiretamente, na estruturação financeira da operação de emissão de valores mobiliários a serem subscritos pelo FUNDO, inclusive na condição de agente de colocação, coordenação ou garantidor da emissão; ou (b) façam parte de conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo FUNDO, antes do primeiro investimento por parte do FUNDO. Parágrafo 1º: Salvo mediante aprovação prévia da maioria dos Cotistas, é igualmente vedada a realização de operações, pelo FUNDO, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas no inciso (i) do caput, bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados pelo ADMINISTRADOR ou pelo GESTOR, em casos não expressamente autorizados por este Regulamento, com os quais os Cotistas concordam ao aderir ao FUNDO.

[98] Doc. nº 2247827.

[99] Doc. nº 2423386.

90. O art. 35, inciso II, da Instrução CVM nº 391/2003[100] vedava empréstimos realizados, direta ou indiretamente, **em nome do fundo**. Já os arts. 15, §4º, e 28, §1º, do Regulamento exigiam aprovação prévia dos cotistas para determinadas operações nas quais o próprio Fundo figurasse como contraparte. O mútuo, contudo, foi celebrado entre a Bolt e a Tree, não havendo previsão expressa que subordinasse à aprovação assemblear todo empréstimo entre sociedades investidas por fundos sob gestão comum.

91. Isso não significa que a interposição de sociedades empresárias possa afastar restrições regulamentares aplicáveis aos fundos. A utilização de uma investida para realizar, indiretamente, operação proibida ao FIP pode configurar expediente ilícito, desde que demonstrada sua finalidade fraudulenta.

92. Embora inexista vedação geral à celebração de mútuos entre sociedades investidas por fundos sob gestão comum, trata-se de operação especialmente sensível, que exige da Gestora cuidados específicos na avaliação dos riscos, da justificativa econômica e dos conflitos de interesses envolvidos. Nesse sentido, o Regulamento[101] atribuía à Gestora responsabilidades relacionadas aos contratos com partes relacionadas e à submissão de propostas de investimento ao Comitê de Investimentos. A ausência de aprovação assemblear, portanto, não encerra a discussão sobre a regularidade do mútuo, mas tampouco constitui, por si só, prova de que a estrutura societária foi empregada como artifício fraudulento.

93. Ressalto, contudo, que a imputação relativa ao mútuo se limita à operação fraudulenta. A Acusação não desenvolveu imputação autônoma de violação dos deveres fiduciários quanto a essa operação, tampouco a instrução reuniu elementos suficientes para uma avaliação conclusiva de sua regularidade sob essa perspectiva.

94. Quanto ao **ardil ou artifício**, a Acusação considera que a utilização das sociedades investidas teria permitido transferir recursos entre fundos sujeitos à mesma gestão, contornando as restrições que incidiriam sobre uma operação direta. Como indícios, aponta que o empréstimo envolveu sociedades relacionadas, não foi precedido de análise comprovada

[100] Art. 35. É vedado ao administrador, direta ou indiretamente, em nome do fundo: [...] II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo nas modalidades estabelecidas pela CVM;

[101] Artigo 20: O FUNDO terá um Comitê de Investimentos, que terá as seguintes funções e atribuições com o intuito de auxiliar a gestão da carteira do FUNDO: [...] II - deliberar sobre as Propostas de Investimento e Desinvestimento;

da capacidade de pagamento da Tree e destinou recursos de uma investida do GE FIP ao financiamento de empreendimento vinculado a outro fundo.

95. A defesa apresenta, contudo, uma explicação econômica alternativa. Sustenta que o empréstimo integrava projeto destinado à implantação da UTE Boltpar, termelétrica abastecida por biomassa proveniente das florestas da Remasa, sociedade na qual a Tree detinha participação. A operação permitiria aproveitar resíduos florestais na geração de energia, criando oportunidades de negócio para a Bolt e para a Remasa.

96. Os autos contêm estudos técnicos e ambientais contemporâneos à operação, documentos de cadastramento do empreendimento e requerimentos dirigidos a órgãos do setor elétrico[102]. A documentação identifica a Remasa como empreendedora da UTE Boltpar[103] e evidencia a participação da Bolt Energias em providências relativas ao desenvolvimento do projeto[104]. Esses elementos corroboram a plausibilidade da existência de uma iniciativa empresarial comum.

97. A justificativa, contudo, apresenta lacunas. Não foram identificados documentos societários que comprovem a constituição da alegada sociedade Boltpar ou a participação da Bolt Energias em seu capital. Os documentos técnicos apresentados referem-se à UTE Boltpar como empreendimento energético e identificam a Remasa como responsável por sua implantação e operação[105]. Tampouco foi demonstrada a existência de instrumento que estabelecesse a participação econômica da Bolt no projeto ou a contrapartida específica ao risco assumido no empréstimo.

98. Essas deficiências são relevantes para a avaliação da diligência empregada na operação. Ainda assim, não autorizam concluir que o projeto empresarial fosse fictício ou que o empréstimo tivesse sido celebrado sem qualquer finalidade econômica legítima. A existência de estudos e providências concretas, compatíveis com as atividades da mutuante, constitui explicação alternativa plausível à hipótese de transferência deliberadamente fraudulenta de recursos.

---

[102] Doc. nº 2423363.
[103] Doc. nº 2423369.
[104] Docs. nº 2423373, 2423372, 2423371, 2423366, 2423365 e 2423363.
[105] Doc. nº 2423373.

99. Quanto ao segundo requisito, **a indução ou manutenção de terceiros em erro**, a SIN sustenta que os cotistas desconheciam a operação, que não foi submetida à sua deliberação. A ausência de aprovação específica é incontroversa, mas não equivale, necessariamente, à demonstração de que o empréstimo foi estruturado para ocultar sua existência dos investidores.

100. As demonstrações financeiras da Bolt referentes ao exercício de 2014 registraram a Tree como devedora de R$ 20,865 milhões, na rubrica de transações com partes relacionadas[106]. Embora não houvesse descrição individualizada das condições do mútuo nas notas explicativas, o registro contábil constitui contraindício à hipótese de ocultação integral da operação.

101. A Áureo também alegou que os cotistas tiveram conhecimento da operação por ocasião da 5ª reunião do Comitê de Investimentos, realizada em 28/04/2015, quando foram examinadas demonstrações financeiras referentes a 2014[107]. A ata, contudo, registra apenas apreciação de uma prévia das demonstrações do GE FIP, sem identificar discussão específica sobre o mútuo ou comprovar que as demonstrações da Bolt tenham sido apresentadas aos membros do comitê[108]. A administradora fiduciária, por sua vez, informou que a operação não havia sido submetida à sua análise ou à aprovação do Comitê de Investimentos[109].

102. Não considero, portanto, demonstrado que os cotistas tenham recebido informações suficientes sobre as condições do negócio ou sobre o conflito de interesses envolvido. A insuficiência de divulgação pode caracterizar descumprimento de deveres fiduciários, mas não basta, sem outros elementos, para demonstrar a intenção de manter os investidores em erro.

103. A Acusação também aponta a assinatura do contrato por procuradores distintos, apesar da existência de profissionais comuns à administração das sociedades, como indício de

[106] Doc. nº 2246652, p. 2.

[107] Doc. nº 2246578.

[108] "Em seguida, o Sr. Pedro Pedras (Bolt Projetos) iniciou a apresentação sobre as DFs da Bolt Energias dos dois últimos anos, assim como a prévia das Demonstrações do exercício 2014, em processo de finalização. Houve uma sucinta apresentação sobre a estrutura societária da Bolt Energias" (doc. nº 2246578).

[109] "A respeito, informamos que o FIP Geração não figurou como parte do referido Contrato, de modo que a transação (i) foi realizada sem aprovação prévia em Assembleia Geral de Cotistas ou em reunião do Comitê de Investimentos do Fundo; e (ii) também não foi objeto de análise pelo Ex-Administrador." (doc. nº 2017269).

tentativa de dissimular os vínculos entre as partes. Sem prova de que a escolha dos signatários visava ocultar a operação, a circunstância não permite concluir pela existência de fraude.

104. Quanto à **intenção de obter vantagem econômica ilícita**, a SIN sustenta que a Áureo teria direcionado recursos da Bolt à Tree, beneficiando os cotistas do Ático Florestal FIP e transferindo ao GE FIP os riscos da operação.

105. Há circunstâncias posteriores que reforçam os questionamentos sobre a condução do negócio. Em 31/08/2016, quando o saldo devedor já alcançava R$ 35,37 milhões, a Bolt Energias cedeu onerosamente o crédito à Bolt Serviços e Comercialização de Energia Ltda., sociedade por ela controlada. Em 01/05/2017, diante do inadimplemento da Tree, foi reconhecida dívida de aproximadamente R$ 45,43 milhões, admitindo-se sua quitação por R$ 30 milhões, acrescidos dos encargos ajustados, desde que o pagamento ocorresse até 31/12/2017[110].

106. A cessão de 2016 impede afirmar, sem exame de sua contrapartida, que a Bolt Energias tenha suportado perda equivalente ao valor integral do empréstimo. Por outro lado, sua natureza onerosa não comprova o efetivo recebimento de recursos, especialmente porque ocorreu entre sociedades do mesmo grupo econômico. Quanto à repactuação de 2017, embora previsse redução expressiva da dívida, o benefício dependia de pagamento no prazo, sem constituir remissão definitiva.

107. Após o inadimplemento, foi ajuizada execução judicial para cobrança do crédito, posteriormente cedido a outros titulares. Em transação celebrada em 12/02/2021, a Tree reconheceu dívida de R$ 42,03 milhões, com data-base de maio de 2020, e comprometeu-se a quitá-la mediante alienação de sua participação acionária na Remasa. O acordo foi homologado em 01/04/2021[111].

108. A defesa invoca essa transação para sustentar que os direitos decorrentes do mútuo teriam sido satisfeitos e que não houve prejuízo ao GE FIP. O documento, contudo, não comprova o pagamento. O acordo condicionou a quitação à efetiva transferência dos recursos aos credores e estabeleceu expressamente que a execução principal permaneceria suspensa,

[110] Doc. nº 2246038.
[111] Doc. nº 2423374.

sem extinção. A sentença homologatória extinguiu apenas os embargos à execução, não havendo nos documentos apresentados qualquer comprovante de alienação das ações ou de satisfação integral da dívida.

109. Não foi demonstrado que a Bolt tenha adquirido participação econômica na UTE Boltpar, como pretendia a defesa, nem que o empreendimento tenha efetivamente avançado para sua implantação. A satisfação do crédito permaneceu vinculada à alienação da participação da Tree na Remasa, destinatária dos recursos do projeto.

110. Essa sequência é pouco compatível com a justificativa de um investimento estruturado para assegurar à Bolt participação nos resultados de um empreendimento de geração de energia. Não demonstra, contudo, que a Áureo tenha celebrado o mútuo com o propósito de produzir uma perda para o GE FIP e proporcionar vantagem patrimonial ilícita aos investidores do outro fundo.

111. Não há prova suficiente de que a Gestora tivesse estruturado o mútuo para transferir recursos sem perspectiva legítima de retorno. A justificativa empresarial apresentada e a posterior cobrança judicial, embora não afastem a possibilidade de fraude, enfraquecem a hipótese de desvio deliberado dos recursos. Tampouco foi reconstruído o resultado econômico das sucessivas cessões do crédito, o que impede aferir seus efeitos patrimoniais. Embora a consumação da vantagem não seja requisito do ilícito, permanece insuficientemente demonstrada a intenção de obtê-la ilicitamente.

112. Chama atenção, ainda, que o Ático Florestal FIP também possuía uma base de cotistas majoritariamente composta por investidores previdenciários[112]. Essa circunstância não afasta, por si só, a possibilidade de favorecimento de um fundo em detrimento de outro, mas enfraquece a tese acusatória, na medida em que ambos reuniam investidores de perfil semelhante e, em paralelo, não foram apresentados elementos adicionais que permitissem

[112] Conforme Anúncio de Encerramento de Distribuição do Ático Florestal FIP (CNPJ nº 12.312.767/0001-35), disponibilizado na Central de Sistemas da CVM em 20/11/2013, aproximadamente 88% dos investidores eram regimes próprios de previdência social (RPPS). O perfil previdenciário também se verifica em informações posteriores: segundo o Informe Quadrimestral enviado à CVM em 14/05/2026, o Fundo contava com 16 RPPS e quatro entidades fechadas de previdência complementar, que, conjuntamente, detinham 71,58% das cotas subscritas.

identificar o interesse específico da Gestora em privilegiar os cotistas de um fundo em detrimento do outro.

113. Essas circunstâncias suscitam questionamentos relevantes sobre a observância dos deveres fiduciários da Gestora, especialmente diante dos conflitos de interesses, das fragilidades na avaliação do risco de crédito e das condições das renegociações posteriores. Poderiam, em tese, justificar o exame de eventual violação do dever de lealdade. Contudo, além de inexistir imputação autônoma nesse sentido, a instrução não reuniu elementos suficientes para demonstrar que a Gestora tenha atuado deliberadamente em detrimento dos cotistas do GE FIP. Não cabe, portanto, reconhecer responsabilidade por violação dos deveres fiduciários em relação ao mútuo.

114. De um lado, constituem indícios relevantes em favor da hipótese acusatória: **(i)** as fragilidades na gestão do conflito de interesses entre as sociedades envolvidas; **(ii)** a ausência de comprovação de avaliação adequada do risco de crédito da Tree; **(iii)** a insuficiência de provas de que os cotistas foram devidamente informados sobre o mútuo; e **(iv)** as condições da repactuação de 2017, cuja justificativa econômica não foi suficientemente esclarecida. De outro, há contraindícios apresentados pela defesa que não foram afastados pela Acusação, inclusive em sua manifestação complementar: **(i)** estudos e providências contemporâneos à contratação corroboram a existência do projeto UTE Boltpar, relacionado às atividades da Bolt e da Remasa; **(ii)** o crédito foi registrado nas demonstrações financeiras da Bolt, enfraquecendo a hipótese de ocultação integral, embora não haja comprovação de que suas condições tenham sido efetivamente discutidas no Comitê de Investimentos; e **(iii)** a cobrança judicial é compatível com uma tentativa de recuperação do crédito, ainda que não comprove sua satisfação. Por fim, a ausência de reconstrução dos efeitos econômicos das cessões e de esclarecimentos sobre a finalidade das renegociações posteriores constitui lacuna probatória que, embora reforce as suspeitas sobre a operação, impede conclusão segura quanto à finalidade fraudulenta.

115. A apreciação conjunta dos indícios e contraindícios não permite concluir, com a segurança necessária à condenação, pela prática de operação fraudulenta. Não se trata de reconhecer a regularidade do mútuo, mas de constatar a insuficiência de provas para afastar explicações alternativas plausíveis. Diante da dúvida razoável que subsiste quanto à

configuração do ilícito, voto pela absolvição dos Acusados, em observância ao princípio in dubio pro reo[113].

IV. CONCLUSÃO

116. Os fatos objeto deste PAS ocorreram antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976, atualmente em vigor. Por essa razão, as penalidades a serem aplicadas observarão o disposto na legislação então vigente, em linha com o art. 116, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2022[114].

117. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como para os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

118. As violações aos dispositivos que fundamentam as imputações de descumprimento dos deveres de diligência e lealdade neste PAS são consideradas infrações graves, nos termos do

[113] Nesse sentido: "Um dos efeitos mais importantes da presunção de inocência, também conhecido como estado jurídico de inocência, é o status dos acusados ou investigados em geral relativamente ao Estado e os seus reflexos no ônus probatório: a **dúvida deve favorecer os acusados** e, portanto, cabe ao Estado provar os fatos constitutivos do *ius puniendi*, ainda que mediante legítima utilização da prova indiciária" (Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Media Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch, "Mercado de Capitais: Regime Sancionador", São Paulo: Saraiva, 2012, p. 76). No mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.006657/2020-61, Rel. Pte. João Pedro Nascimento, j. em 27/02/2024; PAS CVM nº 19957.004810/2019-82, Dir. Rel. João Accioly, j. em 03/09/2024; PAS CVM nº 19957.005966/2016-38, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 16/06/2020; PAS CVM nº RJ2016/2384, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26/11/2019; e PAS CVM nº RJ2014/10556, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/10/2017.

[114] Art. 116. [...]. Parágrafo único. O valor máximo da pena de que trata o art. 61, I, e o valor máximo da penabase pecuniária, de que trata o Anexo A, assim como os procedimentos de que tratam os arts. 62, 63, 65, 66 e 67 desta Resolução, não são aplicáveis às infrações praticadas antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que permanecem sujeitas ao limite de pena pecuniária então vigente.

art. 32 da Instrução CVM nº 558/2015[115] e do art. 141, inciso XIII, da Instrução CVM nº 555/2014[116].

119. No caso concreto, embora reconheça os bons antecedentes dos Acusados, considero especialmente relevantes a gravidade das condutas e o comprometimento dos deveres fiduciários que orientam a gestão de recursos de terceiros, com repercussões sobre a integridade e a confiança no mercado de valores mobiliários. Essas circunstâncias assumem particular importância diante do perfil dos cotistas do GE FIP, constituídos majoritariamente por RPPS e entidades de previdência complementar, cujos recursos se destinam ao cumprimento de obrigações previdenciárias.

120. Quanto à individualização das penalidades, entendo cabível a aplicação de multa inferior a Gustavo Magalhães, que não ocupava a posição de diretor responsável pela administração de carteiras da Gestora. Essa circunstância, contudo, não afasta sua responsabilidade pessoal pelas irregularidades relacionadas ao financiamento do BNDES, nas quais teve participação direta.

121. Assim, consideradas as circunstâncias específicas do caso, os bons antecedentes dos Acusados e os parâmetros adotados pelo Colegiado em precedentes semelhantes[117], entendo adequadas as multas de **R$500.000,00** para a Áureo, **R$250.000,00** para Ricardo Ribeiro e **R$150.000,00** para Gustavo Magalhães.

122. Diante do exposto, voto pela:

(i) condenação de Áureo Administração de Recursos Ltda. à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R$500.000,00**, por infração ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014 e ao art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 558/2015;

---

[115] Art. 32. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei no 6.385, de 1976, o exercício das atividades reguladas por esta Instrução por pessoa não autorizada ou autorizada com base em declaração ou documentos falsos, bem como a infração às normas contidas nos arts. 16, 17, 20, 23, 24, 28, 30 e 31 desta Instrução.

[116] Art. 141. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução: [...] XIII – não observância, pelo administrador ou pelo gestor, do disposto nos arts. 82, 89, 91 e 92;

[117] Cf. PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 28/02/2023; PAS CVM nº 19957.009152/2018-34, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 12/12/2023; PAS CVM nº 19957.002899/2020-86, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 29/11/2022; e PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, Dir. Rel. João Accioly, j. em 03/12/2024, especificamente diante de minha manifestação de voto.

(ii) condenação de Ricardo Ferreira Junqueira Ribeiro à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R$250.000,00**, por infração ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014 e ao art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 558/2015;

(iii) condenação de Gustavo Almeida Magalhães à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R$150.000,00**, por infração ao art. 92, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014 e ao art. 16, inciso I, da Instrução CVM nº 558/2015;

(iv) pela **absolvição de Áureo Administração de Recursos Ltda., de Gustavo Almeida Magalhães e de Ricardo Ferreira Junqueira Ribeiro** da imputação de realização de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, prevista no item I c/c item II, alínea "c", da Instrução CVM nº 8/1979.

É como voto.

Rio de Janeiro, 03 de novembro de 2026.

Marina Copola
Diretora Relatora