



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.004791/2020-28

Reg. Col. 2231/21

- Acusados:** Nova Gestão de Recursos Ltda.; Frederico Antonio Robalinho de Barros; Pedro Robalinho de Barros; Frederico José Otaviano Robalinho de Barros; Mauro Braga Passini; BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.; José Carlos Lopes Xavier de Oliveira
- Assunto:** Apurar infrações ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 08/1979, pela prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, e ao art. 14, inciso II, da Instrução CVM nº 306/1999 c/c art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004, pela quebra do dever de diligência por administrador fiduciário.
- Relatora:** Diretora Marina Copola

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela Superintendência de Relação com Investidores Institucionais – SIN¹ (“Acusação”) em face de Nova Gestão de Recursos Ltda. (“Nova Gestão”), Frederico Antonio Robalinho de Barros (“Frederico Antonio”), Pedro Robalinho de Barros (“Pedro Robalinho”), Frederico José Otaviano Robalinho de Barros (“Frederico José”), Mauro Braga Passini (“Mauro Passini”), BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (“BNY Mellon”) e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira (“José Carlos”).
2. O presente PAS originou-se do Processo CVM nº 19957.000851/2018-19, em cujo âmbito a SIN elaborou a Solicitação de Inspeção nº 3/2018-CVM/SIN/GIE (“Solicitação de”).

¹ Atualmente denominada Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Inspeção)² e ao qual anexou, nesse contexto, as respostas do BNY Mellon e da Nova Gestão aos Ofícios nº 0981/2016/CVM/SIN/GIE e nº 0982/2016/CVM/SIN/GIE³.

3. Ato contínuo, a então Superintendência de Fiscalização Externa – SFI realizou procedimento de inspeção que teve por objeto o Nova I FIC-FIP (“Nova I FICFIP”) e o Nova Energy I FIP (“Nova I FIP” e, quando referidos em conjunto, “Fundos”), consubstanciado no Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº01/2019 (“Relatório de Inspeção”)⁴.

4. Os Fundos foram estruturados no contexto do investimento do Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos – Postalís (“Postalís”) na Brazil Energy S.A. (“BESA”), sociedade com atuação no setor de geração elétrica, originalmente detida integralmente pela Delta Crescent Investimentos e Participações S.A. (“Delta”).

5. No âmbito dessa estrutura de investimento, após as ações da BESA serem vendidas pela Delta ao Nova I FICFIP, elas foram reavaliadas e, posteriormente, transferidas deste fundo para o Nova I FIP, mediante integralização das cotas de sua emissão. Ato contínuo, o Postalís integralizou cotas do Nova I FIP em moeda corrente.

6. O Relatório de Inspeção teria identificado evidências de irregularidades relacionadas à avaliação da BESA, por conta da adoção de premissas supostamente irreais em relação a dois projetos *greenfield* de tal sociedade. Como consequência da utilização de tais premissas, o valor econômico da BESA teria sido superestimado, e o Postalís teria sido diluído por adquirir uma participação inferior à que supostamente teria direito.

7. Com base no que foi apurado, após solicitar manifestação prévia sobre os fatos nos termos do art. 11, par. único, inciso II, da então vigente Deliberação CVM nº 538/2008⁵⁻⁶, em

² Doc. nº 0434075.

³ Respectivamente, docs. nº 1056406, nº 0431574, nº 0431477 e nº 0431478.

⁴ Doc. nº 1054283.

⁵ Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado: [...] II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.

⁶ Ofícios nº 1/2019/CVM/SIN/SIN (doc. nº 0698684), nº 2/2019/CVM/SIN/SIN (doc. nº 0698769), nº3/2019/CVM/SIN/SIN (doc. nº 0698947), nº 4/2019/CVM/SIN/SIN (doc. nº 0698960), nº 6/2019/CVM/SIN/SIN (doc. nº 0698997), nº 7/2019/CVM/SIN/SIN (doc. nº 0699021) e nº 8/2019/CVM/SIN/SIN (doc. nº 0699050).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

31/07/2020, a SIN formulou termo de acusação⁷, posteriormente aditado⁸ (“Termo de Acusação”), em que apresentou duas imputações em face dos acusados.

8. A primeira delas refere-se à suposta prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da então vigente Instrução CVM nº 08/1979⁹, por parte da Nova Gestão, na qualidade de gestora dos Fundos, e seu diretor responsável, Frederico Antonio; de Pedro Robalinho, na qualidade de diretor presidente da BESA e acionista da Delta; assim como de Frederico José, na qualidade de diretor presidente e maior acionista da Delta, e Mauro Passini, na qualidade de diretor da BESA e acionista da Delta.

9. A segunda, por sua vez, diz respeito à inobservância do dever de diligência na administração fiduciária dos Fundos, em violação ao art. 14, inciso II, da Instrução CVM nº 306/1999¹⁰ c/c art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004¹¹, por parte do BNY Mellon e seu diretor responsável, José Carlos, o que, segundo a SIN, teria facilitado a suposta prática de operação fraudulenta.

10. Antes de tratar mais detidamente das imputações apresentadas no Termo de Acusação, a seguir, descrevo os fatos objeto deste PAS.

⁷ Doc. nº 1054271.

⁸ Doc. nº 1101662.

⁹ 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 equitativas. 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; [...].

¹⁰ Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: [...] II - empregar, no exercício de sua atividade, 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 de seus clientes, 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 gestão.

¹¹ Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: XV – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

II. FATOS

O investimento do Postalis na BESA e os Fundos

11. Segundo informado pelos acusados, tratativas para um aporte do Postalis na BESA, até então de titularidade unicamente da Delta, teriam tido início em novembro de 2008¹².

12. Em 2009, tanto a Delta quanto o Postalis contrataram laudos de avaliação para determinar o valor econômico da BESA.

13. Em abril daquele ano, a Renê Garcia e Associados S/L (“RG”), contratada pela Delta, avaliou a BESA, na data base de 31/12/2008, entre R\$776.000.000,00 (setecentos e setenta e seis milhões de reais) e R\$948.000.000,00 (novecentos e quarenta e oito milhões de reais) (“Laudo RG de 2009”)¹³.

14. Em outubro, a LD Consultoria S/C Ltda. (“LD”), contratada pelo Postalis, avaliou a BESA em R\$434.063.000,00 (quatrocentos e trinta e quatro milhões e sessenta e três mil reais) (“Laudo LD de 2009”)¹⁴.

15. Em paralelo a isso, conforme exposto no Relatório de Inspeção, em dezembro de 2009, a Delta constituiu o Energy Investments FIP, que posteriormente seria denominado Nova I FICFIP, sob a administração fiduciária do BNY Mellon e gestão da BNY Mellon Alocação de Patrimônio Ltda.

16. O fundo foi registrado na CVM em 22/12/2009 e, em 29/12/2009, a Delta subscreveu e integralizou 17.500.000 (dezessete milhões e quinhentas mil) cotas, representativas da totalidade das cotas de sua primeira emissão¹⁵, em moeda corrente, no valor de

¹² Doc. nº 0431501, p. 3; doc. nº 0431574, p. 5; resposta do Liquidante da Nova Gestão (cf. definido adiante) ao Ofício nº 1/2019/CVM/SIN/SIN-Restrito, §31 (doc. nº 1056905); resposta de Pedro Robalinho ao Ofício nº 2/2019/CVM/SIN/SIN-Restrito, §28 (doc. nº 1056912); resposta de Frederico Antonio ao Ofício nº 4/2019/CVM/SIN/SIN-Restrito, §26 (doc. nº 1056907); resposta de Frederico José ao Ofício nº 7/2019/CVM/SIN/SIN-Restrito, §16 (doc. nº 1056920); resposta de Mauro Passini ao Ofício nº 8/2019/CVM/SIN/SIN-Restrito, §27 (doc. nº 1056916).

¹³ Doc. nº 1056920, pp. 21 a 199.

¹⁴ Doc. nº 1056412.

¹⁵ Doc. nº 1056353.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

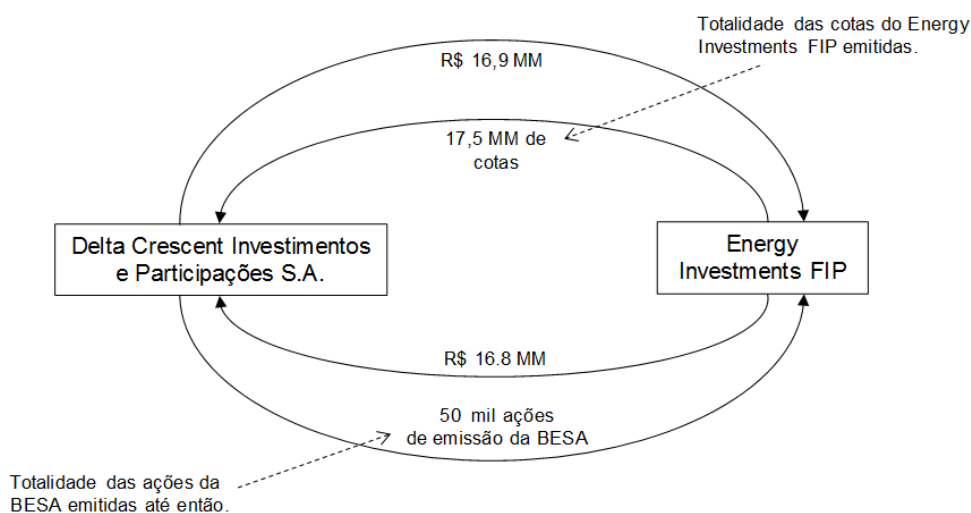
www.cvm.gov.br

R\$16.926.339,00 (dezesesseis milhões, novecentos e vinte e seis mil, trezentos e trinta e nove reais).

17. Na mesma data, o fundo adquiriu, junto à Delta, 50.000 (cinquenta mil) ações ordinárias de emissão da BESA, que representavam a totalidade de seu capital social, a valor patrimonial¹⁶, por R\$16.843.125,71 (dezesesseis milhões, oitocentos e quarenta e três mil, cento e vinte e cinco reais e setenta e um centavos), conforme instrumento particular de compra e venda celebrado entre o fundo e a Delta e aprovação assemblear, também datados de 29/12/2009¹⁷.

18. As operações realizadas pela Delta e o então denominado Energy Investments FIP em 29/12/2009 foram resumidas pela Acusação na Figura 1, abaixo¹⁸:

Figura 1
Operações realizadas pela Delta e o Energy Investments FIP no dia 29.12.09



19. Em 04/01/2010, foi constituído o Nova I FIP, à época sob a denominação de Eisa FIP, tendo por administrador fiduciário o BNY Mellon e, por gestora, a Nova Gestão, sociedade que era controlada indiretamente por Frederico Antonio, que, como já mencionado, também

¹⁶ Cf. laudo de avaliação do patrimônio líquido contábil da BESA na data base de 30/09/2009, elaborado pela Performance Auditoria e Consultoria Empresarial Sociedade Simples, de 24/10/2009(doc. nº 1056716).

¹⁷ Doc. nº 1056359.

¹⁸ Doc. nº 1101662, §18.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

era seu diretor responsável pela administração de carteiras, e Pedro Robalinho¹⁹, ambos filhos de Frederico José, acionista majoritário da Delta.

20. O regulamento do então Eisa FIP previa, na data de sua constituição, que²⁰:

“[a] primeira emissão de cotas do FUNDO será subscrita da seguinte forma: (1) o fundo ENERGY INVESTMENTS FIC-FIP subscreverá 434.063.000 (quatrocentos e trinta e quatro milhões, sessenta e três mil) cotas, representativas de 83,33% (oitenta e três vírgula trinta e três por cento) do patrimônio líquido do FUNDO, cujo valor de subscrição será de R\$ 1,00 (um real) por cota, as quais serão integralizadas através da transferência, para o FUNDO, da totalidade das ações emitidas pela BRAZIL ENERGY S.A., avaliadas em R\$ 434.063.000,00 (quatrocentos e trinta e quatro milhões, sessenta e três mil reais), conforme laudo próprio emitido por empresa independente especializada; e (i) o POSTALIS – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos subscreverá 86.812.600 (oitenta e seis milhões, oitocentos e doze mil e seiscentas) cotas, representativas de 16,67% (dezesseis vírgula sessenta e sete por cento) do patrimônio líquido do FUNDO, cujo valor de subscrição será de R\$ 1,00 (um real) por cota, correspondente ao montante de R\$ 86.812.600,00 (oitenta e seis milhões, oitocentos e doze mil e seiscentos reais) em moeda corrente nacional” (grifou-se).

21. Em 17/03/2010, a Delta e o Postalís celebraram um Acordo de Investimento (“Acordo de Investimento”) no qual se determinou que²¹:

- (i) o então Energy Investments FIP seria transformado em um fundo de investimento em cotas de fundos de investimento em participações – FICFIP;
- (ii) um novo FIP, que viria a ser o Eisa FIP, se tornaria o veículo de investimento direto na BESA, tanto para o Postalís quanto para a Delta;
- (iii) esse novo FIP teria como gestora a Nova Gestão;

¹⁹ A integralidade do capital social da Nova Gestão era de titularidade da Nova Partners Participações e Investimentos Ltda., que era controlada por Frederico Antonio e Pedro Robalinho, que detinham 48,4% e 42,7% das cotas desta sociedade, respectivamente (doc. nº 1101662, §244).

²⁰ Doc. nº 1056696, art. 23, §1º.

²¹ Doc. nº 1056362.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (iv) o FICFIP, que tinha a Delta como única cotista, subscreveria e integralizaria 434.063.000 (quatrocentas e trinta e quatro milhões, sessenta e três mil) cotas de emissão do Eisa FIP mediante a entrega da totalidade das ações da BESA, no valor de R\$434.063.000,00, “conforme laudo próprio emitido por empresa independente especializada”;
- (v) o Postalis subscreveria 86.812.600 cotas do FIP (correspondentes a 16,67% de seu patrimônio), a serem integralizadas em moeda corrente nacional, por R\$86.812.600,00, o que ocorreu em três aportes, realizados entre 18/06/2010 e 13/12/2012; e
- (vi) o Postalis pagaria R\$13.117.466,66 (treze milhões, cento e dezessete mil, quatrocentos e sessenta e seis reais e sessenta e seis centavos) ao Nova I FICFIP para adquirir 5% das cotas do FIP – percentual alterado para 7,9881% em decorrência da celebração de um aditivo ao Acordo de Investimentos²².

22. Em 18/05/2010, a RG emitiu novo laudo de avaliação, que atribuiu à BESA, na data base de 31/12/2009, o valor de R\$434.063.000,00 (quatrocentos e trinta e quatro milhões e sessenta e três mil reais) (“Laudo de 2010”)²³ – o mesmo valor atribuído no Laudo LD de 2009, que também constava do regulamento do Eisa FIP de janeiro de 2010 e do Acordo de Investimento, de março do mesmo ano.

23. Em 07/06/2010, a Delta, única cotista do então Energy Investments FIP, aprovou, em assembleia geral²⁴:

- (i) a reprecificação das ações de emissão da BESA que integravam a carteira do fundo com base no Laudo de 2010, aumentando seu valor de cerca de R\$17 milhões para R\$434,06 milhões;
- (ii) a transformação do fundo em FICFIP e, no dia seguinte, a subscrição e a integralização de cotas do Eisa FIP, mediante a entrega das ações de emissão da BESA²⁵; e

²² Doc. nº 1056703.

²³ Doc. nº 1056401.

²⁴ Doc. nº 1056382.

²⁵ Doc. nº 1056688.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

(iii) a substituição da gestora do Nova I FICFIP pela Nova Gestão.

24. Dessa forma, por sua participação no então denominado Eisa FIP (posteriormente, Nova I FIP), o Postalis desembolsou R\$99.930.066,65 (noventa e nove milhões, novecentos e trinta mil e sessenta e seis reais e sessenta e cinco centavos), dos quais R\$86.812.600,00 (oitenta e seis milhões, oitocentos e doze mil e seiscentos reais) em subscrição primária²⁶ e R\$13.117.466,65 (treze milhões, cento e dezessete mil, quatrocentos e sessenta e seis reais e sessenta e cinco centavos) na aquisição de cotas que eram de titularidade do Energy Investments FICFIP (posteriormente denominado Nova I FICFIP).

25. Em 21/03/2014, o Nova I FICFIP subscreveu 337.500 (trezentos e trinta e sete mil e quinhentas) cotas do Nova FIP, das quais integralizou 147.000 (cento e quarenta e sete mil), a R\$147.000,00 (cento e quarenta e sete mil reais), entre 27/03/2014 e 31/03/2016.

26. Em março de 2015, a Delta realizou uma redução de seu capital social e entregou as cotas do Nova I FICFIP para seus acionistas Frederico José, Mauro Passini e Pedro Robalinho.

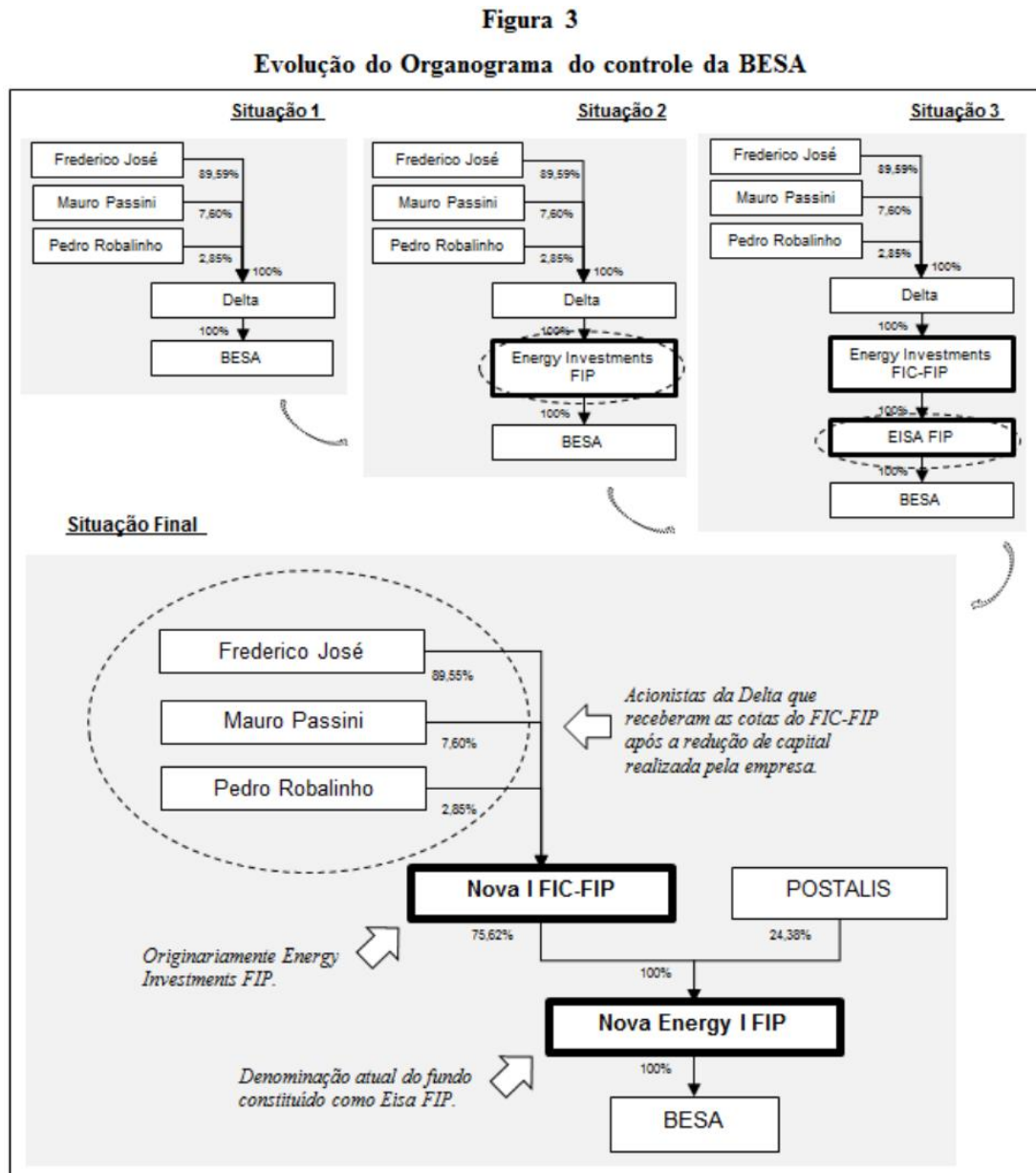
²⁶ Doc. nº 1056693.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

27. A figura abaixo, extraída do Termo de Acusação, apresenta a evolução da estrutura de investimento na BESA²⁷:



A BESA e o Laudo de 2010

28. Como descrito acima, a BESA foi reavaliada na carteira do então denominado Energy Investments FIP (posteriormente, Nova I FICFIP) com base no Laudo de 2010, que, assim

²⁷ Doc. nº 1101662, §39.



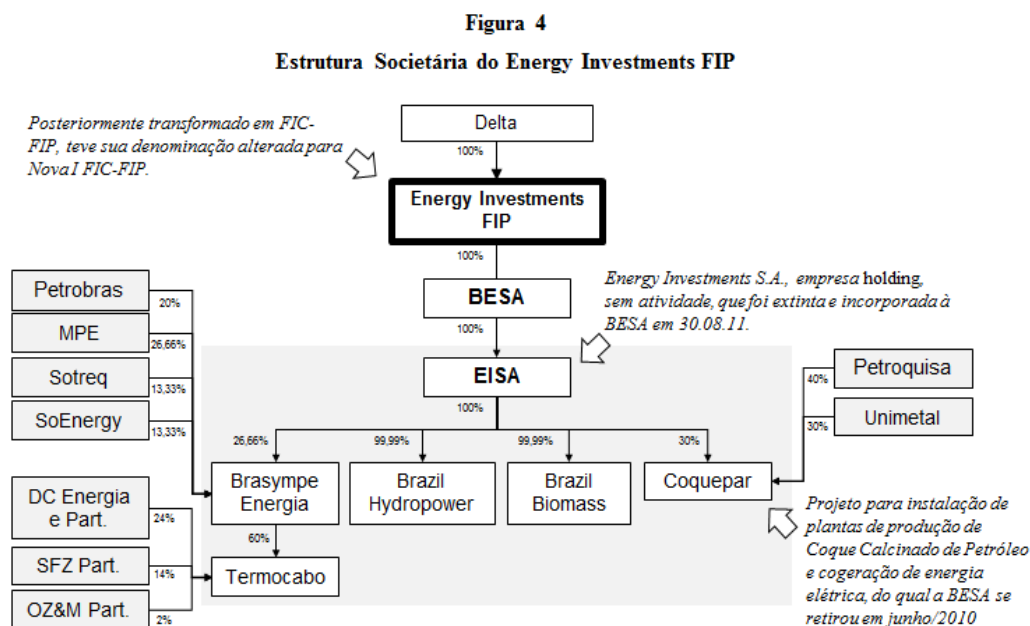
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

como as demais avaliações feitas de tal sociedade, utilizou a metodologia do fluxo de caixa descontado.

29. Na data base desse laudo (31/12/2009), a BESA investia indiretamente em quatro sociedades, por meio de uma *holding*, a Energy Investments S.A. (“EISA”)²⁸, como se observa na figura abaixo²⁹:



30. Para avaliar a BESA, a RG estimou os fluxos de caixa das sociedades operacionais investidas com base em premissas macro e microeconômicas, definidas de acordo com o planejamento de seus respectivos projetos, trazidos a valor presente por taxas de desconto também de cada sociedade. Com base na consolidação desses valores, chegou-se ao valor da BESA de R\$434.063.000,00 (quatrocentos e trinta e quatro milhões e sessenta e três mil reais).

31. O laudo informa as premissas consideradas e as respectivas fontes, assim como contém demonstrações contábeis projetadas de cada sociedade investida pela BESA e, ainda, um quadro de riscos identificados e ações corretivas, com a indicação de diversos riscos associados ao negócio, a estimativa da respectiva probabilidade de ocorrência e a dimensão do impacto causado, a causa e ações preventivas e corretivas.

²⁸ A EISA foi incorporada à BESA e extinta em 30/08/2011.

²⁹ Doc. nº 1101662, §53.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

32. Tendo em vista o escopo da Acusação, me atenho a descrever o que o Laudo de 2010 aponta sobre a Brazil Biomass e a Brazil Hydropower, que tinham por foco projetos *greenfield* no setor de geração de energia elétrica – isto é, ainda a serem desenvolvidos.

33. De acordo com o Laudo de 2010, a Brazil Biomass, avaliada em cerca de R\$207,9 milhões, voltava-se à implantação de usinas de cogeração baseadas em biomassa, em duas fases: na primeira, a partir de 2011, duas usinas seriam implantadas, com previsão de entrada em operação em 18 meses; na segunda, a partir de 2012, se buscava implantar mais 10 usinas, duas a cada ano.

34. Para tanto, foram consideradas as seguintes premissas:

- (i) captação de cerca de R\$896,6 milhões em seis anos, dos quais cerca de R\$590,6 milhões em empréstimos e financiamentos de longo prazo e R\$306 milhões via capitalização;
- (ii) a participação do capital de terceiros deveria ser de 100% no primeiro ano, decrescendo a 61,84% após os seis primeiros anos e a zero no 17º ano (último ano da projeção);
- (iii) custo de capital de terceiros estimado em 5,73%, “considerada a captação de recursos junto ao BNDES a um custo de TJLP (6,0% a.a.) acrescido do *spread* (4,4% a.a.), incluindo a taxa de risco e taxa de intermediação, deflacionado pela meta do IPCA do BACEN (4,5% a.a.)”, apesar de não constar qualquer informação sobre recursos disponíveis ou pré-contratados junto a essa instituição no laudo; e
- (iv) risco de crédito muito alto, tendo entre suas causas o risco de não obtenção de financiamento.

35. Quanto à Brazil Hydropower, avaliada em cerca de R\$50 milhões, segundo o Laudo de 2010, essa buscava implantar sete usinas de geração de energia hidroelétrica, que deveriam ser desenvolvidas a partir de 2010, em até seis anos, de modo a atingir, em 2016, uma Receita Operacional Bruta estável da ordem de R\$476,1 milhões.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

36. Como as usinas seriam construídas e operadas por meio de concessões públicas, a projeção se limitou ao período de duração dessas concessões. Além disso, o Laudo de 2010 considerou as seguintes premissas para a Brazil Hydropower:

- (i) captação de R\$1,45 bilhão em 4 anos, dos quais R\$1,19 bilhão em empréstimos e financiamentos de longo prazo e R\$264,2 milhões em aporte de capital, atingindo R\$1,64 bilhão em 2015, com uma captação adicional de R\$241,5 milhões;
- (ii) quase a totalidade da captação ocorreria após 4 anos, quando, em razão de prejuízos acumulados então existentes, seria alcançada a participação de 86% de capital de terceiros, que decresceria até atingir zero no 15º ano da projeção;
- (iii) custo de capital de terceiros estimado em 5,73%, nos mesmos termos do previsto para a Brazil Biomass; e
- (iv) risco de crédito muito alto, também tendo entre suas causas o risco de não obtenção de financiamento.

37. Em resposta ao Ofício nº 30/2018/CVM/SFIGFE-1, a RG, responsável pela elaboração do Laudo de 2010, indicou que “as premissas comerciais, técnicas, operacionais e financeiras, inclusive de financiamento de longo prazo (BNDES) – TJLP, *spread*, prazos de amortização e carência –, foram fornecidas pela BESA”³⁰.

38. Esses 2 projetos, dos quais a BESA possuía então 100% de participação, foram avaliados em R\$257,93 milhões, o que correspondia a 59,4% do valor estimado da BESA.

Avaliações posteriores da BESA

39. Nos três anos seguintes ao Laudo de 2010, novos laudos foram obtidos para servir de base para a reavaliação das ações da BESA que integravam a carteira do Nova I FIP, tendo os valores obtidos sido aprovados em sede de assembleia geral de cotistas:

- (i) em 31/05/2011, a RG emitiu novo laudo, em que, com base nas demonstrações financeiras de 31/12/2010 da BESA, a avaliou em R\$575.100.000,00 (quinhentos e

³⁰ Doc. nº 1056898, p. 4.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- setenta e cinco milhões e cem mil reais)³¹, pelo que a sociedade foi reavaliada, conforme assembleia de cotistas realizada em 30/06/2011³²;
- (ii) em junho de 2012, a Baker Tilly Brasil Auditores e Consultores (“Baker Tilly”) avaliou, na data base de 31/12/2011, a BESA em R\$614.900.000,00 (seiscentos e quatorze milhões e novecentos mil reais)³³, valor pelo qual ela foi reavaliada, conforme assembleia de cotistas de 29/06/2012³⁴; e
- (iii) em 27/05/2013, a Baker Tilly avaliou, na data base de 31/12/2012, a BESA em R\$640.634.000,00 (seiscentos e quarenta milhões e seiscentos e trinta e quatro mil reais)³⁵, valor pelo qual ela foi reavaliada, conforme assembleia de cotistas de 14/06/2013³⁶.
40. Contudo, posteriormente, o laudo emitido em 27/06/2014 pela Baker Tilly, que avaliou a BESA, na data base de 31/12/2013, em R\$658.700.000,00 (seiscentos e cinquenta e oito milhões e setecentos mil reais)³⁷, não chegou a embasar qualquer reavaliação periódica do ativo, por conta da incerteza sobre a adequação desse valor, levantada no relatório dos auditores independentes do Nova I FIP de 27/08/2014³⁸.
41. Ao primeiro ser questionado a esse respeito, em resposta ao Ofício nº 0981/2016/CVM/SIN/GIE³⁹, o BNY Mellon manifestou-se no seguinte sentido:

“[...] o Relatório de Auditoria da Performance de 27 de agosto de 2014 a respeito das DFs de 2014 do Nova Energy I FIP apontou divergências em relação a algumas projeções e premissas utilizadas no Laudo de Avaliação de 2013, o que teria gerado uma suposta superavaliação do valor econômico de referência do patrimônio líquido da BESA de aproximadamente R\$ 228.100.000,00 [...].

³¹ Doc. nº 1056856.

³² Doc. nº 1056850.

³³ Doc. nº 1056865.

³⁴ Doc. nº 1056858.

³⁵ Doc. nº 1056871.

³⁶ Doc. nº 1056868.

³⁷ Doc. nº 1056874.

³⁸ Doc. nº 1056877.

³⁹ Doc. nº 1056406.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Assim, em janeiro de 2015, a questão da ressalva contida no Relatório de Auditoria de 27 de agosto de 2014 foi submetida à área de Pricing do BNY Mellon, que verificou que, em decorrência deste Relatório de Auditoria, surgiu incerteza a respeito do valor mais adequado para as ações da BESA integrantes da carteira do Nova Energy I FIP. [...] Diante desse cenário, o BNY Mellon, na qualidade de administrador do Nova Energy I FIP, entendeu que deveria ser elaborado um novo laudo de avaliação, a fim de permitir a correta precificação das ações da BESA na carteira do Fundo. Em razão da proximidade do encerramento do exercício do Fundo em 28 de fevereiro de 2015, optou-se por aguardar a elaboração do novo Laudo de Avaliação da Companhia Investida, preparado com base em suas Demonstrações Financeiras para o exercício findo em 31 de dezembro de 2014 para a realização de eventual reavaliação das ações da BESA. No entanto, em resposta a questionamentos formulados pelo BNY Mellon sobre quando seria finalizado o referido Laudo de Avaliação da Companhia Investida, a Gestora informou que o Comitê de Investimentos teria decidido pela não contratação do novo Laudo de Avaliação da BESA e que deveria ser convocada Assembleia Geral de Cotistas para ratificar esta decisão, conforme consignado na ata da reunião realizada no dia 01 de junho de 2015. Em vista disso a matéria foi submetida à Assembleia Geral de Cotistas de 07 de agosto de 2015, tendo os cotistas decidido pela contratação de novo Laudo de Avaliação a ser utilizado para embasar a elaboração das Demonstrações Financeiras correspondentes exercício social encerrado em 28 de fevereiro de 2015.”

42. Em 16/02/2016, a Wulaia Consultoria e Assessoria Financeira Ltda. emitiu um novo laudo de avaliação da BESA, tendo chegado ao valor de R\$169.300.000,00 (cento e sessenta e nove milhões e trezentos mil reais) na data base de 30/06/2015 (“Laudo de 2016”)⁴⁰.

43. Em 20/12/2017, a Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. emitiu um novo laudo, na data base de 31/12/2016, em que estimou o valor da BESA em R\$24.700.000,00 (vinte e quatro milhões e setecentos mil reais)⁴¹.

⁴⁰ Doc. nº 1056881.

⁴¹ Doc. nº 1056890.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

44. O quadro abaixo relaciona bem a evolução dos valores atribuídos à BESA nos laudos de avaliação fornecidos pelos acusados⁴²:

Quadro 2
Laudos de avaliação das ações de emissão da BESA

Data do Documento	Data-base da Análise	Responsável	Valor Estimado
13.10.09	não inform.	LD Consultoria *	434.063.000,00
18.05.10	31.12.09	RG & Associados	434.063.000,00
mai/11	31.12.10	RG & Associados	575.100.000,00
jun/12	31.12.11	Baker Tilly	614.900.000,00
27.05.13	31.12.12	Baker Tilly	640.600.000,00
27.06.14	31.12.13	Baker Tilly **	658.700.000,00
16.02.16	30.06.15	Wulala Consultoria	169.300.000,00
20.12.17	31.12.16	Ernst & Young	24.700.000,00

(* Estudo contratado pelo Postalis, conforme mencionado no parágrafo 22.

(**) Conforme registrado no parágrafo 78, este laudo não foi utilizado para realizar a reavaliação do investimento nas ações de emissão da BESA.

III. ACUSAÇÃO

Premissas irreais do Laudo de 2010

45. Para a SIN, as premissas utilizadas no Laudo de 2010 em relação à captação de recursos para a Brazil Biomass e a Brazil Hydropower foram “demasiada e injustificadamente otimistas” e teriam levado à sobrevalorização de ambas e, conseqüentemente da BESA, pois a RG não teria realizado “qualquer exercício crítico ou analítico que lhe permitisse formar seu próprio juízo sobre o valor justo da emissora” em relação às premissas fornecidas pela sociedade avaliada e, mais especificamente, por Pedro Robalinho, seu diretor.

46. Para fundamentar esse entendimento, a Acusação indicou que:

- (i) os montantes de captação previstos superam em muito o valor dos projetos;
- (ii) a estrutura de capital dos projetos se basearia sobremaneira em capital de terceiros, o que indicaria “dificuldades para a execução das próprias premissas adotadas no laudo”;

⁴² Doc. nº 1101662, §84.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (iii) o custo de financiamento se baseou em taxas de juros praticadas pelo BNDES, apesar de não haver qualquer informação indicativa da viabilidade disso; e
- (iv) o elevado risco de crédito dos projetos foi reconhecido pelo avaliador, mas não foi indicado como fator de risco de captação de recursos, nem levado em consideração no custo de financiamento referido acima.

Operação fraudulenta

47. A SIN entendeu que a suposta utilização de premissas superestimadas relativas à captação de recursos pela Brazil Biomass e Brazil Hydropower teria induzido o Postalis a erro na avaliação e na subscrição e integralização de cotas do Nova I FIP, em benefício dos controladores da BESA, o que, a seu ver, caracterizaria a prática de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, à época em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 08/1979, por parte da Nova Gestão, na qualidade de gestora dos Fundos, e seu diretor responsável, Frederico Antonio; de Pedro Robalinho, na qualidade de diretor da BESA e acionista da Delta; assim como de Frederico José e Mauro Passini, na qualidade de acionistas da Delta.

48. Para tanto, a SIN constatou que estariam presentes os elementos necessários para a configuração do ilícito administrativo de operação fraudulenta: (i) a utilização de ardil ou artifício, (ii) a indução ou manutenção de terceiros em erro; e (iii) a intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros.

A utilização de ardil ou artifício

49. Para a SIN, o Laudo de 2010 teria sido o artifício e a superestimação das premissas relativas à Brazil Biomass e à Brazil Hydropower, para que o valor econômico da BESA fosse aquele que se esperava, constituiria um ardil, utilizado a fim de captar um elevado volume de recursos do Postalis, incompatível com o valor do ativo.

50. No entendimento da Acusação, a repetição do valor atribuído às ações da BESA no Laudo de 2010 no Laudo LD de 2009, na primeira versão do regulamento do Nova I FIP, de janeiro de 2010, e no Acordo de Investimentos, de março do mesmo ano, seria indicativa de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

que a avaliação apresentada no Laudo de 2010 teria sido definida em momento anterior à sua elaboração – isto é, seria uma “conta de chegada”.

A indução ou manutenção de terceiros em erro

51. Para a SIN, o Postalís teria sido induzido a erro pelo Laudo de 2010 e suas premissas superestimadas e teria se tornado “participante de um fundo concebido para proporcionar a diluição de investimentos já arriscados por sua própria natureza, amplificando muitas vezes a chance de um prejuízo que, não por acaso, se materializou alguns anos depois”.

52. Apesar de ter contratado o Laudo LD 2009, que teria avaliado a BESA no mesmo valor do Laudo de 2010, o Postalís não teria cuidado “para que o estudo informasse o valor econômico tecnicamente estimado da empresa, de forma independente, mas sim para obter um documento emitido por terceiros que corroborasse o valor já negociado”.

53. A Acusação chama atenção para o fato de que, apesar de ter adotado premissas diferentes daquelas do Laudo de 2010, o Laudo LD de 2009 avalia a BESA no mesmo valor, o que exemplifica por meio do seguinte quadro⁴³:

Quadro 3
Exemplos de premissas utilizadas nos laudos de avaliação elaborados pela LD Consultoria (Laudo de Avaliação de 2009) e pela RG & Associados (Laudo de Avaliação de 2010)

Premissa	LD Consultoria	RG & Associados
Rf (Taxa Livre de Risco)	4,24%	5,24%
Prêmio de Mercado ($[E(RM) - Rf]$):	5,65%	6,03%
Beta alavancado	0,72	1,23
Prêmio de Risco Brasil	2,66%	3%
Inflação dos EUA	1,99 a.a.	3,27% a.a.

A intenção de obter vantagem ilícita para si ou terceiros

54. A SIN afirma que seria inequívoca a constatação de que a sobrevalorização da BESA no Laudo de 2010 teria a intenção de conferir vantagem ilícita para os controladores da Delta, originalmente cotista única do Energy Investments FICFIP, por sua vez, cotista único do Eisa FIP até o aporte do Postalís.

⁴³ Doc. nº 1101662, §127.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

55. E isso porque o ativo do FIP era composto por ações de emissão da BESA sobreavaliadas, o que teria proporcionado benefício financeiro injustificado aos acionistas da Delta, em prejuízo do Postalis.

56. Vale mencionar que, em sede de manifestação prévia, L.M.B., que se apresentou como liquidante da Nova Gestão (“Liquidante da Nova Gestão”), e Frederico Antonio alegaram que:

- (i) Postalis e Delta haviam contratado, cada um, avaliadores diferentes;
- (ii) para tomar sua decisão de investimento, o Postalis teria tido acesso às informações e premissas do plano de investimento da BESA, e, em particular, do *funding* dos projetos; e
- (iii) o Laudo de 2010 seria anterior ao início da atuação da Nova Gestão como gestora do FICFIP.

57. Por sua vez, Pedro Robalinho, Frederico José e Mauro Passini pontuaram que:

- (i) entre 2008 e 2009, com base em avaliação interna e no Laudo RG de 2009, a BESA teria sido precificada em valores superiores àquele do Laudo de 2010, o que teria sido apresentado ao Postalis;
- (ii) na negociação entre Delta e Postalis, o valor final da negociação teria se baseado no Laudo LD de 2009, contratado pelo Postalis;
- (iii) os avaliadores dos laudos emitidos em 2009 e 2010 teriam atuado de forma independente, verificado os contratos da BESA, a documentação contábil e societária, a modelagem econômico-financeira proposta e teriam realizado inspeções em campo para validar as informações fornecidas; e
- (iv) o Laudo de 2010 teria sido emitido somente após a celebração do Acordo de Investimento, quando a Delta teria recontratado a RG para revisar as premissas e validar a avaliação do Laudo LD de 2009, tendo chegado a uma faixa entre R\$394,1 e R\$481,7 milhões, alterada posteriormente, a pedido do BNY Mellon, para um valor único, de R\$434,063 milhões.

58. Todos esses acusados alegaram que os auditores independentes não haviam apresentado qualquer ressalva ou objeção ao valor das ações da BESA em relação às



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

demonstrações financeiras do Nova I FIP para os exercícios encerrados em fevereiro de 2011, 2012 e 2013.

59. A esse respeito, vale mencionar que a SIN chamou atenção para o fato de que:
- (i) as premissas relativas aos projetos da Brazil Biomass e da Brazil Hydropower do Laudo RG de 2009, anterior àquele contratado pelo Postalis, que se referiam a 2008, teriam sido reproduzidas no Laudo de 2010 em referência ao ano de 2009; e
 - (ii) ao contrário do que alegou parte dos acusados, os avaliadores responsáveis pelo Laudo de 2010 e pelo Laudo LD de 2009 registraram que tomaram por base premissas e informações fornecidas pela BESA, e que não realizaram qualquer avaliação independente ou inspeção física.

Quebra do dever de diligência na administração dos Fundos

60. A SIN também entendeu que o BNY Mellon e seu diretor responsável, José Carlos, não teriam observado seu dever de diligência em relação aos Fundos, em violação ao art. 14, inciso II, da Instrução CVM nº 306/1999 c/c art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004, o que, segundo a SIN, teria facilitado a suposta prática de operação fraudulenta.

61. Para a Acusação, a ausência de restrição ou crítica do BNY Mellon, diante da utilização de premissas irreais para a reavaliação das ações de emissão da BESA na carteira do Nova I FICFIP e a sua utilização na integralização de cotas do Nova I FIP, evidenciaria “a falta de dedicação ao caso dos cuidados necessários, próprios da sua condição e exigido pela regulamentação de sua atividade”.

62. Isso seria reforçado pela ausência de qualquer questionamento sobre a manutenção de tais premissas nas reavaliações ocorridas em 2011, 2012, 2013 e 2014, “apesar das significativas alterações no ambiente regulatório que repercutiram das mais diversas formas sobre o setor elétrico” a partir de 2012, o que, “conforme avaliação de especialistas, provocou grande desorganização no sistema de financiamento e precificação de energia no país”.

63. No entendimento da SIN, um administrador fiduciário diligente teria ao menos questionado a utilização de premissas tão arrojadas de captação de recursos, bem como se essas subsistiriam ao longo dos anos, mas o BNY Mellon só teria tomado qualquer medida



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

após ser alertado pelos auditores independentes sobre a incerteza acerca da adequação de seu valor.

64. Além disso, o BNY Mellon não teria se atentado para:

- (i) o fato de que o FIP era detido por um único cotista, o Postalis, que seria conhecido por seus investimentos problemáticos; e
- (ii) o envolvimento de agentes relacionados entre si até por parentescos de primeiro grau.

65. Para a SIN, o papel de José Carlos, na qualidade de diretor responsável pela administração do BNY Mellon, teria sido determinante para a falta de diligência que teria viabilizado a irregularidade cometida, uma vez que respondia por essa atividade na instituição na época.

66. Vale mencionar que, em sede de manifestação prévia, o BNY Mellon alegou que⁴⁴:

- (i) embora o administrador fiduciário tenha o dever de fiscalizar o gestor, a supervisão da sociedade investida caberia a este, não àquele;
- (ii) sua conduta deveria ser analisada à luz da diferença existente entre os atos de gestão de um FIP e os atos de administração da sociedade investida; e
- (iii) à época do Laudo de 2010, não haveria *red flags* de que poderia haver excesso de otimismo nas premissas adotadas, uma vez que:
 - (a) o laudo estava de acordo com o preço negociado entre Postalis e Delta, partes independentes e qualificadas, ambas assistidas por assessores externos, e havia chegado a um valor bastante próximo daquele do Laudo LD de 2009; e
 - (b) os auditores independentes não apresentaram qualquer ressalva às DFs do FIP de 2011.

67. Por sua vez, José Carlos, diretor responsável pelo BNY Mellon até 25/11/2013, alegou que até sua saída do cargo, os laudos de avaliação da BESA foram elaborados por empresas

⁴⁴ Doc. nº 1056925.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

independentes e especializadas, tendo sido expressamente aprovados pelo comitê de investimentos do Nova I FIP⁴⁵.

Supostos prejuízos causados ao Postalis

68. Por fim, a Acusação estima que o valor do prejuízo incorrido pelo Postalis seria de, aproximadamente, R\$35,82 milhões. Para tanto:

- (i) desconta o preço conjunto de Brazil Hydropower e Brazil Biomass (cerca de R\$257,93 milhões) do valor estimado das ações da BESA (cerca de R\$434,06 milhões), chegando a cerca de R\$176,13 milhões para o ativo do Nova I FIP;
- (ii) com base nesse valor, calcula quanto valeria a participação de 24,38% detida pelo Postalis no Nova I FIP, cerca de R\$64,11 milhões; e
- (iii) subtrai esse valor hipotético dos cerca de R\$99,93 milhões desembolsados pelo Postalis em seu investimento.

69. Por outro ângulo, a SIN estima que, caso fosse mantido o valor investido, o Postalis teria adquirido 38% das cotas do Nova I FIP, ao invés de 24,38%⁴⁶.

IV. MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM

70. Nos termos do art. 7º da então vigente Instrução CVM nº 607/2019⁴⁷, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE-CVM se manifestou pela adequação do Termo de

⁴⁵ Doc. nº 1056929.

⁴⁶ Doc. nº 1101662, §§264 e 265.

⁴⁷ Art. 7º. Antes da citação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE emitirá parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data de recebimento do termo de acusação, com o seguinte escopo: I – exame do cumprimento do art. 5º; II – análise objetiva da observância dos requisitos do art. 6º; e III – exame da adequação do rito adotado para o processo administrativo sancionador. § 1º Considerando o parecer da PFE, a superintendência tomará as providências que considerar cabíveis, podendo, inclusive, arquivar o processo, adequar o rito processual ou realizar eventuais ajustes no termo de acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Acusação aos arts. 5º e 6º da referida Instrução⁴⁸, desde que suas sugestões para o atendimento aos incisos V a VII do art. 6º fossem observadas⁴⁹.

71. Tais sugestões foram acatadas pela SIN e, em decorrência disso, como já mencionado, o Termo de Acusação foi aditado⁵⁰, além de o Ministério Público Federal do Distrito Federal ter sido comunicado, na forma do art. 13 da Instrução CVM nº 607/2019⁵¹, em razão da existência de indícios de crime de gestão fraudulenta, tipificado no art. 4º, *caput*, da Lei nº 7.492/1986⁵².

V. RAZÕES DE DEFESA

72. Os acusados foram regularmente citados⁵³ e, com exceção da Nova Gestão, apresentaram suas razões de defesa tempestivamente. Pedro Robalinho, Mauro Passini, Frederico Antonio e Frederico José apresentaram defesa conjunta⁵⁴, ao passo que BNY Mellon e José Carlos apresentaram defesas individuais⁵⁵.

⁴⁸ Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências deverão diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados. Parágrafo único. Considera-se atendido o disposto no caput sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos que podem ser a ele imputados; ou II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, ainda que não o faça.

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

⁴⁹ Parecer nº 00263/2020/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGU e Despachos nº 0220/2020/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00348/2020/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (doc. nº 1098895)

⁵⁰ Doc. nº 1101662.

⁵¹ Art. 13. Compete à Superintendência Geral efetuar comunicações: I – ao Ministério Público, quando verificada a existência de indícios de crimes definidos em lei como de ação pública; e II – a outros órgãos e entidades, quando verificada a existência de indícios de ilícitos em área sujeita à respectiva fiscalização. § 1º A PFE deverá emitir parecer prévio sobre as comunicações previstas neste artigo.

⁵² Doc. nº 1133212.

⁵³ Docs. nº 1125390, nº 1125397, nº 1125400, nº 1125402, nº 1125404, nº 1125407, nº 1125408.

⁵⁴ Doc. nº 1179043.

⁵⁵ Docs. nº 1256008 e nº 1179041, respectivamente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

73. Em 11/01/2021, o Liquidante da Nova Gestão apresentou manifestação no âmbito deste PAS, na qual alegou que, diante da dissolução desta sociedade e de sua controladora, a Nova Partners, em 27/12/2018, não haveria “que se falar em capacidade da Nova Gestão para figurar como acusada em processo administrativo sancionador, tampouco em legitimidade do responsável pelas guardas dos livros da Nova Gestão para apresentar defesa”⁵⁶.

Frederico José, Frederico Antonio, Pedro Robalinho e Mauro Passini

74. Em sede preliminar, a defesa conjunta de Frederico José, Frederico Antonio, Pedro Robalinho e Mauro Passini suscita as seguintes questões preliminares: **(i)** prescrição da pretensão punitiva administrativa; **(ii)** inaplicabilidade da Instrução CVM nº 8/1979 aos fatos objeto do PAS; e **(iii)** ausência de competência da CVM em relação a administradores de companhias fechadas.

75. Em relação à prescrição da pretensão punitiva da CVM, alega-se que:

(i) o prazo prescricional teria se iniciado em junho de 2010, quando o Laudo de 2010 foi aprovado pela assembleia geral de cotistas do Nova I FIP, e transcorrido em cinco anos, sem que a CVM tivesse promovido qualquer ato que pudesse configurar a apuração dos fatos relacionados à Acusação e, conseqüentemente, a interrupção do prazo, tendo em vista que⁵⁷:

(a) “não se constata, no presente processo, nenhuma das hipóteses que poderia ensejar a interrupção do prazo prescricional antes da solicitação de inspeção da SIN, assinada eletronicamente pelo então superintendente em exercício, em 07.02.2018. Ou seja, entre junho de 2010 (data da utilização do Laudo de Avaliação de 2010) e 07.02.2018, a CVM não promoveu qualquer ato que pudesse configurar apuração dos fatos relacionados à acusação”;

(b) “[u]m elemento do Relatório de Inspeção que corrobora a afirmação acima, é o fato de que os documentos de trabalho utilizados no Relatório de Inspeção

⁵⁶ Doc. nº 1174698.

⁵⁷ Doc. nº 1179043, §§35 a 49.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- têm como data-base o dia 29.12.2017 – o que ainda assim, representa um lapso de sete anos com o [Laudo de 2010].”;
- (c) ainda que se considerasse como marco inicial para a interrupção do prazo prescricional o envio do Ofício nº 0982/2016/CVM/SIN/GIE para a Nova Gestão em 17/05/2016 – o que a defesa alega ser completamente inadequado, porque tal ofício apenas teria solicitado informações sobre os Fundos, não teria teor investigativo e não teria sido referido no âmbito do PAS –, teriam transcorrido quase seis anos desde a aprovação do Laudo de 2010;
- (ii) o prazo da prescrição penal não seria aplicável, uma vez que⁵⁸:
- (a) “a acusação solicitou que se fizesse uma impenetrável comunicação ao Ministério Público Federal, ao que parece com o objetivo de tentar aproveitar-se do prazo de prescrição penal”;
- (b) “não houve indicação do acusado ou acusados que, em tese, teria ou teriam cometido [o crime de gestão fraudulenta de instituição financeira, previsto no art. 4º, caput, da Lei nº 7.492/1986] e, por conseguinte, muito menos a indicação da conduta motivadora de tal tipificação”;
- (c) “[s]em esse apontamento da área técnica a respeito de quais acusados teriam (em tese) cometido o mencionado crime”, “vislumbra-se, com muita dificuldade, que o único dos DEFENDENTES que a acusação poderia, em tese, imaginar ter cometido tal infração, seria o Sr. Frederico Antonio, acusado na qualidade de diretor responsável pela Nova Gestão”, “em vista da possibilidade de equiparação de uma gestora a uma instituição financeira por força do parágrafo único do art. 1º da Lei nº 7.492/1986”;
- (d) “como não há sequer indícios de que Frederico Antonio tenha participado da elaboração do Laudo de Avaliação de 2010, não é razoável que este Colegiado entenda que deva ser aplicado o prazo prescricional penal nesse caso específico”;

⁵⁸ Doc. nº 1179043, §§50 a 78.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (e) “[q]quanto aos demais acusados, por mais que se tente, não se consegue cogitar de qualquer forma de interpretação que poderia levar ao entendimento de que teriam cometido o crime de gestão fraudulenta”; e
- (f) “esta CVM não pode ampliar o prazo prescricional aplicável a todos os acusados em um mesmo processo, quando a imputação criminal em tese for aplicável à conduta de apenas um deles”.

76. Ainda em sede preliminar, a defesa conjunta argumenta que:

- (i) as condutas apuradas “em nada se relacionam com os tipos previstos na Instrução CVM nº 8/1979”, configurando, no pior cenário, violação ao art. 10 da Instrução CVM nº 476/2009, uma vez que⁵⁹ “o único passo da operação realizado em mercado foi a distribuição de quotas do Nova Energy I FIP”, cenário em que “a responsabilidade pela falha na prestação das informações na Instrução CVM nº 476/2009 recai sobre o ofertante e/ou a emissora”, com o que nenhum dos acusados se confunde;
- (ii) a CVM não teria competência para fiscalizar e punir Pedro Robalinho, Mauro Passini e Frederico José, “uma vez que foram acusados como administradores e/ou acionistas de companhias fechadas” e “o art. 9º, inciso V da Lei nº 6.385/1976 é muito claro ao limitar a atuação dessa CVM às investigações relativas a administradores e acionistas de companhias abertas (e não fechadas)” e, “diante da impossibilidade de que esta norma seja interpretada de forma extensiva⁶⁰.”

77. No mérito, Frederico José, Frederico Antonio, Pedro Robalinho e Mauro Passini primeiro defenderam a licitude do prévio acordo do valor de subscrição de cotas de fundos de investimento, alegando que⁶¹:

- (i) “[é] razoável e natural que haja um consenso prévio sobre o valor do investimento e também sobre a forma como tal investimento será realizado e, nem sempre, todas as etapas da operação (termo que pode ser entendido como um conjunto de meios que se combinam para obter um resultado) são simultaneamente realizadas”;

⁵⁹ Doc. nº 1179043, §§79 a 91.

⁶⁰ Doc. nº 1179043, §§92 a 104.

⁶¹ Doc. nº 1179043, §§108 a 117.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (ii) “o regulamento do Nova Energy I FIP já previa tal valor de subscrição, porque fazia parte de uma operação de investimento em curso (e nada há de irregular nisso)”;
- (iii) “em 2008, quando Postalis e Delta começaram as tratativas para definir as condições para o Postalis investir na iniciativa, as partes passaram a discutir por qual valor a Delta abriria mão da totalidade de sua participação na BESA, empresa muito promissora à época”;
- (iv) o valor que acabou prevalecendo no Acordo de Investimento teria sido aquele do Laudo LD de 2009, “não por ter sido fruto de laudo de avaliação contratado pelo Postalis, mas por ter sido aceito pelas partes em uma negociação em bases comutativas que, sob o ponto de vista legal, prescindia de qualquer laudo de avaliação para ser realizada”; e
- (v) “o valor do investimento, independentemente de estar refletido em laudo de avaliação, consistirá naquilo que foi livremente acordado entre as partes (qualquer interpretação que proíba tal liberdade afronta agressivamente a liberdade de empresa)”.

78. A defesa conjunta buscou rebater a alegação da Acusação de que a reprecificação das ações da BESA teria tido o intuito de diluir injustificadamente o Postalis em seu investimento, argumentando, para tanto, que⁶²:

- (i) “a compra e venda de participação da BESA, realizada entre Delta e o Nova I FIC-FIP, se deu pelo valor histórico da participação detida pela Delta (até porque o único quotista do Nova I FIC-FIP naquele momento era a própria Delta)” desde o ano 2000;
- (ii) “[o] valor aproximado de R\$17.500.000,00 (dezessete milhões e quinhentos mil reais) representava o custo de aquisição do investimento da Delta na BESA, que foi sendo composto ao longo de todo esse tempo (ou seja, de 2000 até 2010)”;
- (iii) se “a Delta tivesse vendido a sua participação na BESA para um fundo exclusivo seu por outro valor, que não o valor histórico”, “[e]ssa alienação poderia gerar, inclusive, implicações tributárias (como ganho de capital ou, até mesmo, alegação de distribuição

⁶² Doc. nº 1179043, §§118 a 132.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

disfarçada de lucros), sem que em realidade houvesse qualquer realização de ganho pela Delta”;

- (iv) “[a] Delta vendeu sua participação na BESA pelo custo de aquisição certamente para evitar ganho de capital (uma vez que esse ganho não seria de fato realizado), e não para provocar diluição injustificada e fraudulenta no investidor Postalis”;
- (v) “a reprecificação foi apenas o meio utilizado pelas partes para permitir o aporte pelo Postalis ao preço mutuamente acordado. Assim, o Laudo de Avaliação de 2010, que foi o terceiro laudo elaborado sobre o ativo BESA, serviu para corroborar e documentar o que as partes haviam, legitimamente, contratado”.

79. Em sequência, os acusados defenderam que mesmo que “a área técnica entenda que as premissas fornecidas pela Delta não tenham (de acordo com sua interpretação) sido as mais adequadas, não há como interpretar que o fornecimento de tais premissas seria de qualquer forma ilegal”, nos seguintes termos⁶³:

- (i) “[a]lém de tecer críticas injustificadas, o Termo de Acusação considera que, em razão dessas premissas sobre captação futura de recursos, os mencionados projetos Biomass e Hydropower deveriam ser DESCONSIDERADOS na avaliação do valor da BESA”;
- (ii) “por meio de uma conta descabida, que compara o valor total desembolsado pelo Postalis no investimento com o que, na sua visão míope, seria o valor “correto” da BESA, conclui que a participação do Postalis deveria ser de 38% (trinta e oito por cento) do Nova Energy I FIP detentor da totalidade das ações de BESA e não de 24,38% (vinte e quatro vírgula trinta e oito por cento)”;
- (iii) “no âmbito de operações de aquisição de participação em uma companhia – seja de forma direta, seja de forma indireta, por meio, por exemplo, da aquisição de quotas de um FIP, como no presente caso – inexistente qualquer dispositivo legal ou regulamentar que exija a elaboração de laudo de avaliação da companhia investida”;

⁶³ Doc. nº 1179043, §§134 a 158.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (iv) “[o] fornecimento de um laudo de avaliação nessas circunstâncias é relevante em termos de diligência e boas práticas de governança, mas cabe inteiramente às partes decidir sobre sua elaboração ou não”; e
- (v) “[a]s informações transferidas à RG & Associados não apenas correspondiam às expectativas do mercado de energia da época, como também refletiam o potencial econômico dos projetos investidos pela BESA”.

80. A defesa conjunta se manifesta pela ausência dos elementos que configurariam operação fraudulenta, nos seguintes termos:

- (i) o Laudo de 2010 não seria um artifício, tampouco a técnica adotada nele para se chegar ao valor econômico da BESA seria um ardil, considerando que “o valor econômico do empreendimento BESA já tinha sido definido de forma definitiva no Acordo de Investimentos celebrado (17.03.2010) antes da emissão do Laudo de Avaliação de 2010”⁶⁴;
- (ii) o Laudo de 2010 não teria logrado a induzir o Postalis a erro, pois⁶⁵:
 - (a) “não determinou o valor econômico de BESA para definir os termos da operação conjunta de Delta e Postalis”; e
 - (b) o valor adotado no Acordo de Investimentos teria sido aquele do Laudo LD de 2009, contratado pelo próprio Postalis, e que corroboraria o valor negociado com a Delta;
- (iii) não haveria qualquer vantagem ilícita obtida, tampouco qualquer fundamento para que os controladores da Delta fossem acusados, mas não a própria Delta, que supostamente teria apurado “ganhos não realizados em razão da reprecificação de ações da BESA”⁶⁶;
- e
- (iv) tampouco seria possível se falar em prejuízo do Postalis com base no cálculo feito pela SIN, que parte da premissa de que Brazil Biomass e Brazil Hydropower “deveriam ser

⁶⁴ Doc. nº 1179043, §§ 166 a 178.

⁶⁵ Doc. nº 1179043, §§ 179 a 184.

⁶⁶ Doc. nº 1179043, §§ 185 a 190.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

considerados a valor zero”, para concluir que “um desconto de R\$257.930.000,00 (duzentos e cinquenta e sete milhões, novecentos e trinta mil reais) seria devido ao valor do empreendimento⁶⁷.

81. Por fim, a defesa conjunta se manifesta pela ausência de correlação entre as imputações individuais estabelecidas no Termo de Acusação e os papéis desempenhados individualmente pelos acusados, nos seguintes termos:

- (i) em relação a Pedro Robalinho, alega-se que⁶⁸:
 - (a) ele teria sido “acusado na qualidade de sócio da Delta e de administrador da BESA. Imperioso notar que a Delta, em si, não é acusada de nada. Tampouco seus administradores. Mas o sócio, sim”;
 - (b) “[n]ão há, nos autos do presente processo, qualquer referência à conduta do Pedro [Robalinho] na qualidade de sócio da Delta”; e
 - (c) “a CVM está buscando responsabilizar o diretor de uma companhia fechada em razão de um laudo de avaliação sobre as ações de emissão dessa companhia que teria sido o definidor do preço de emissão no âmbito de uma oferta pública com esforços restritos de quotas de um fundo de investimento em participações”;
- (ii) em relação a Frederico Antonio, alega-se que⁶⁹:
 - (a) “[é] irrazoável que se conclua que Frederico Antonio faz parte de qualquer conluio que seja em virtude de laços familiares, sem especificar qualquer conduta típica”; e
 - (b) “na qualidade de diretor responsável pela Nova Gestão, a acusação simplesmente ignora os fatos que (i) a eleição da Nova Gestão para gerir o Nova I FIC-FIP se deu na mesma data em que a reprecificação das ações da BESA foi deliberada, (ii) o Laudo de Avaliação de 2010 que justificou o valor

⁶⁷ Doc. nº 1179043, §§191 a 201.

⁶⁸ Doc. nº 1179043, §§204 a 216.

⁶⁹ Doc. nº 1179043, §§217 a 230.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

econômico de BESA questionado pela SIN foi elaborado antes da assunção de gestão do Nova I FIC-FIP pela Nova Gestora”;

- (iii) em relação a Mauro Passini e Frederico José, alega-se que⁷⁰:
- (a) “Mauro e Frederico José são acusados, basicamente, pelo fato de serem acionistas da Delta”, o que leva a defesa a questionar “qual a competência legal desta CVM em julgar acionistas de uma companhia fechada que nem acionista de companhia aberta ou participante do mercado é”; e
 - (b) “[s]obre a participação de Frederico José, que é acusado também na qualidade de acionista da Delta [...], a referência da sua participação no Comitê de Investimentos do Nova Energy I FIP à época nos remete a um outro ponto nunca enfrentado pelo Termo de Acusação”: “[d]urante todos os anos em que perdurou o investimento conjunto de Postalis e Delta em BESA, nunca houve uma deliberação no âmbito do Comitê de Investimentos do Nova Energy I FIP, que durante a maior parte do tempo (de 2010 até 2016) contou com a participação do representante do Postalis, que não tenha sido aprovada por unanimidade”.

BNY Mellon

82. Em sede preliminar, o BNY Mellon alega que:

- (i) o prazo prescricional teria se iniciado em junho de 2010 e se encerrado cinco anos depois, em junho de 2015, uma vez que o primeiro ato inequívoco de apuração, que poderia interromper tal prazo, seria a Solicitação de Inspeção nº 3/2018-CVM/SIN/GIE, de 07/02/2018 e, mesmo o documento mais antigo relacionado aos Fundos “de natureza meramente informacional, e não investigatória”, o Ofício nº 0981/2016/CVM/SIN/GIE, foi encaminhado ao BNY Mellon em 17/05/2016, após a conclusão do referido prazo⁷¹; e

⁷⁰ Doc. nº 1179043, §§231 a 241.

⁷¹ Doc. nº 1256008, pp. 11-15.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (ii) seria impróprio aplicar o prazo prescricional penal ao BNY Mellon⁷², sob o seguinte argumento:
- (a) o Termo de Acusação não atribuiria ao BNY Mellon qualquer fato que poderia caracterizar o suposto crime de gestão fraudulenta de instituição financeira, mas tão somente descumprimento do dever de diligência na qualidade de administrador fiduciário; e
 - (b) o descumprimento de dever de diligência atribuído ao BNY Mellon constituiria conduta culposa, “a qual, na forma do parágrafo único do artigo 18 do Código Penal, não pode implicar em penalidades”; e
 - (c) “mesmo que se considerasse que os demais acusados no Processo poderiam eventualmente ter praticado” um crime, essa não se estenderia ao BNY Mellon, pois “a prescrição da pretensão punitiva refere-se individualmente a cada um dos acusados”.

83. No que diz respeito ao mérito, a defesa do BNY Mellon primeiro argumenta que o padrão de diligência exigido pela SIN do administrador fiduciário não seria o previsto em lei ou na regulamentação desta autarquia, uma vez que⁷³:

- (i) “a obrigação atribuída ao administrador de supervisionar os serviços prestados por terceiros contratados não deve ser interpretada de forma demasiadamente abrangente, pois isto levaria à criação de ineficiências no funcionamento do mercado”;
- (ii) “a divisão de atribuições dos prestadores de serviços de um de FIP é extremamente relevante e deve ser considerada na análise de eventual responsabilidade do administrador em relação à supervisão de atos praticados pelos demais prestadores de serviço, especialmente o gestor, o qual ganha maior destaque e preponderância no âmbito de fundos estruturados”;
- (iii) “a CVM já reconheceu que não é razoável que o administrador replique o trabalho do terceiro contratado para prestar serviço ao fundo”;

⁷² Doc. nº 1256008, pp. 15-21.

⁷³ Doc. nº 1256008, pp. 27-36.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (iv) “é legítimo que o administrador fiduciário confie nas informações que lhe são passadas pelos demais prestadores de serviços (*right to rely on*)”;
 - (v) “somente diante da existência de ‘sinais de alerta’ ou ‘*red flags*’, [...] surge o denominado dever de investigar do administrador, o qual consiste na sua obrigação de adotar diligências adicionais às que dele normalmente se espera para apurar eventuais irregularidades que possam estar sendo cometidas”;
 - (vi) “[a] avaliação da existência ou não de sinais de alerta não pode ser feita com base em elementos que, à época dos fatos, não eram – e nem era razoável que fossem – conhecidos pelo administrador”; e
 - (vii) “o exame do cumprimento do dever de supervisão do administrador de FIPs deve necessariamente levar em consideração o contexto em que os fatos analisados se inseriam, a existência ou não de sinais de alerta, e a conduta que, razoavelmente, poderia se esperar de um administrador competente que estivesse ocupando sua função”.
84. Em seguida, a defesa argumenta que, no caso concreto, o BNY Mellon não teria descumprido o dever de diligência a que estava sujeito na qualidade de administrador fiduciário dos Fundos, o que fundamentou nos seguintes termos:
- (i) “o simples fato de o BNY Mellon DTVM não ter identificado e impedido a operação fraudulenta que a SIN entende que teria ficado configurada no âmbito dos Fundos não autoriza a conclusão de que o Defendente teria sido negligente no exercício do seu dever de supervisão”⁷⁴;
 - (ii) “ao adotar o Laudo de Avaliação de 2010 na reprecificação das ações de emissão da BESA no âmbito do Nova I FIC-FIP e, em seguida, utilizá-lo para respaldar a

⁷⁴ Doc. nº 1256008, p. 37.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

integralização de cotas do Nova Energy FIP, o BNY Mellon DTVM atuou de acordo com as normas aplicáveis a essas operações à época dos fatos”, pois⁷⁵:

- (a) “não existe qualquer norma na regulamentação editada pela CVM que preveja o dever do administrador de FIP de revisar as premissas adotadas por empresa especializada e independente de avaliação do modo como a SIN entende que o BNY Mellon DTVM deveria ter feito no caso concreto”;
 - (b) tampouco haveria à época “uma orientação da Autarquia, ou mesmo qualquer decisão do Colegiado nesse sentido”;
- (iii) “o BNY Mellon DTVM não só agiu de acordo com a regulamentação aplicável, bem como se cercou das salvaguardas normalmente adotadas no mercado com relação à precificação adotada para as ações de emissão da BESA em junho de 2010”, “de modo que era razoável que ele aceitasse a precificação contida no [Laudo de 2010]”, tendo em vista que⁷⁶:
- (a) a contratação de terceiros especializados e independentes para verificar a correção dos preços dos ativos dos Fundos estaria em consonância com a prática de mercado da época, recomendada como salvaguarda pela Organização Internacional de Valores Mobiliários – IOSCO, “para se certificar da correção do preço atribuído aos ativos do fundo”, “medida essa que foi efetivamente adotada no caso concreto, uma vez que a precificação das ações de emissão da BESA estava baseada no [Laudo de 2010]” e “estava de acordo com o Laudo de Avaliação de 2009”, em relação aos quais não haveria, nos autos do PAS, qualquer discussão quanto à independência dos avaliadores;
 - (b) “[s]e a empresa de avaliação, que é um terceiro especializado e independente, e o auditor independente, que, além de ser um terceiro independente, exerce relevante papel de *gatekeeper*, não apontaram qualquer desconforto com as premissas que embasaram o Laudo de Avaliação de 2010 ou com relação ao

⁷⁵ Doc. nº 1256008, pp. 39-41.

⁷⁶ Doc. nº 1256008, pp. 41-48.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- preço atribuído às ações de emissão da BESA, fica clara a ausência de razoabilidade de se exigir que o BNY Mellon DTVM o tivesse feito”;
- (c) “os laudos de avaliação podem perfeitamente ser elaborados com base em informações e premissas fornecidas pela administração da companhia avaliada, cabendo à empresa avaliadora apenas analisar a consistência de tais informações e premissas” e, “[n]o caso concreto, os terceiros especializados e independentes que avaliaram a BESA (LD Consultoria; e RG e Associados) não expressaram qualquer tipo de incômodo com relação às premissas que foram fornecidas pela administração da companhia”;
- (d) “[a] ausência de razoabilidade em esperar que o BNY Mellon DTVM tivesse questionado ou rejeitado o [Laudo de 2010] é evidenciada ainda pelo fato de que a precificação estava respaldada em negociação realizada entre partes qualificadas e independentes entre si (outra prática recomendada pela IOSCO para salvaguardar os preços dos ativos [em investimentos coletivos])” – isto é, a Delta e o Postalis, “um investidor altamente qualificado com conhecimento técnico suficiente para determinar o preço que ele entende ser justo para adquirir participação no capital social de determinada sociedade”;
- (iv) “à época dos fatos, não existiam sinais de alerta que justificassem a realização [de uma] análise mais detalhada das premissas utilizadas no Laudo de Avaliação de 2010”, uma vez que⁷⁷:
- (a) o Relatório de Inspeção teria reconhecido que “em uma primeira análise de todos os 8 (oito) laudos de avaliação da BESA fornecidos à CVM”, não haveria sinais evidentes de irregularidades;
- (b) “[a] área de inspeção desta d. Comissão somente se debruçou de forma mais aprofundada sobre as premissas adotadas no Laudo de Avaliação de 2010 porque, à época em que o Relatório foi elaborado, já se tinha conhecimento da

⁷⁷ Doc. nº 1256008, pp. 48-55.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

reprecificação das ações de emissão da BESA realizada na carteira do Nova Energy FIP em 2015 e dos fatos que a ensejaram”;

- (c) “as conclusões do referido Laudo estavam compatíveis com os valores que foram negociados pelos cotistas, os quais eram partes independentes e qualificadas, ambas devidamente assistidas por assessores externos”;
- (d) “[a]o contrário do indicado no Relatório de Inspeção, o fato de ter constado do Regulamento do Nova Energy FIP – antes de o Laudo de Avaliação de 2010 ser finalizado – que as ações de emissão da BESA seriam precificadas a R\$ 434.063.000,00 no momento em que fossem aportadas no Fundo pelo Nova I FIC-FIP também não caracteriza a existência de nenhum sinal de alerta”, “pois a Delta e o Postalis, investidores profissionais e independentes, já tinham negociado o valor que seria atribuído a essas ações”;
- (e) “não merece prosperar o argumento de que, à época dos fatos, o perfil do Postalis consistiria em um sinal de alerta. Isto porque os ‘investimentos problemáticos’ do Instituto a que a SIN se refere somente vieram à tona anos após os fatos analisados no Processo, especialmente após o ano de 2014” e “à época da precificação das ações de emissão da BESA com base no Laudo de Avaliação de 2010, ainda não se tinha conhecimento dos fatos que a SIN menciona no Termo de Acusação como desabonadores do Instituto”;
- (f) “não procede o argumento de que a relação existente entre a Gestora e a Delta constituiria um sinal de alerta que justificasse a apresentação de questionamentos com relação às premissas adotadas no Laudo de Avaliação de 2010. Isso porque a Gestora não participou do processo de precificação das ações de emissão da BESA em junho de 2010”;
- (g) “os Laudos de Avaliação de 2011, 2012 e 2013 foram expressamente aprovados pelo Comitê de Investimento do Nova Energy FIP nas reuniões dos dias 30.06.2011, 27.06.2012 e 02.07.2013, sendo que os Laudos de Avaliação de 2011 e 2012 também foram aprovados pelos cotistas nas Assembleias Gerais realizadas nos dias 30.06.2011 e 29.06.2012”;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (h) “os Relatórios de Auditoria que acompanharam as Demonstrações Financeiras do Fundo para os exercícios findos em fevereiro de 2012 e 2013 foram emitidos pela Performance sem quaisquer ressalvas quanto ao valor econômico atribuído às ações de emissão da BESA”;
- (v) a partir de 2014, “após terem surgido elementos apontando para a possível incorreção da precificação do investimento do Fundo na BESA, o BNY Mellon DTVM adotou as medidas necessárias para melhor entendimento do assunto, de modo a assegurar que a precificação das ações de emissão da Companhia Investida na carteira do Nova Energy FIP refletisse fidedignamente o valor deste ativo”⁷⁸, considerando que:
- (a) “iniciou uma investigação mais aprofundada com relação à avaliação da BESA feita pela Baker Tilly, que evidentemente excede a rotina de monitoramento ordinária, em relação ao cumprimento, pelos prestadores de serviço do Fundo, de suas respectivas obrigações”;
- (b) “a questão da ressalva contida no Relatório de Auditoria da Performance foi submetida à área de Pricing do BNY Mellon DTVM, que concluiu que, em decorrência deste Relatório de Auditoria, surgiu incerteza a respeito de qual seria o valor mais adequado para as ações da BESA integrantes da carteira do Nova Energy FIP”;
- (c) “no cumprimento de sua função de administrador do Nova Energy FIP, entendeu que deveria ser elaborado um novo laudo de avaliação, a fim de que fossem obtidas informações consistentes que permitissem a correta precificação das ações da BESA na carteira do Fundo e dirimissem a dúvida que havia surgido a partir daquele momento”;
- (d) “adotou cautelas adicionais com relação ao Laudo de Avaliação de 2015, tendo (i) realizado análise do Laudo de Avaliação em conjunto com o modelo econômico utilizado para os cálculos do valor da BESA, principalmente, em relação às taxas de desconto, às premissas macroeconômicas e às premissas operacionais adotadas pela Wulaia; e (ii) encaminhado diversos

⁷⁸ Doc. nº 1256008, pp. 55-58.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

questionamentos à Wulaia com relação às informações utilizadas na elaboração do referido Laudo, inclusive, questionamentos sobre a taxa de probabilidade de sucesso empregada pela Wulaia para dois projetos de empresas investidas pela BESA”;

- (e) “[a]o contrário do afirmado pela SIN, a circunstância de o BNY Mellon DTVM não ter questionado a avaliação das ações de emissão da BESA antes de a Performance apresentar as suas ressalvas a respeito do Laudo de Avaliação de 2013 não indica qualquer falta de diligência por parte do Defendente com relação ao Laudo de Avaliação de 2010”, uma vez que “os questionamentos da Performance foram formulados anos após os fatos objeto do presente Processo e diziam respeito a avaliação elaborada em 2013 pela Baker Tilly, e não ao laudo de avaliação elaborado pela RG e Associados em 2010”; e
- (vi) “não procede o argumento da Acusação de que a suposta falta de diligência seria demonstrada pela ausência de evidências de que o BNY Mellon DTVM teria analisado o Laudo de Avaliação de 2010”, pois “os fatos objeto da acusação ocorreram há mais de 10 (dez) anos, o que dificulta sobremaneira a recuperação de documentos e análises contemporâneas aos fatos”⁷⁹.

José Carlos

85. Preliminarmente, a defesa de José Carlos alegou que⁸⁰:

- (i) a pretensão punitiva administrativa da CVM teria prescrito entre 2014 e 2016, pois:
 - (a) os fatos objeto do PAS teriam ocorrido entre 2009 e 2011 e a Lei nº 9.873/1999 estabelece prazo quinquenal, que não teria sido interrompido por qualquer ato que tenha sido de conhecimento do acusado ou que conste dos autos do PAS; e
 - (b) “trocas de ofícios internas, eventuais inspeções nos jurisdicionados e/ou requerimentos de pedidos de esclarecimentos aos jurisdicionados não podem

⁷⁹ Doc. nº 1256008, pp. 58-59.

⁸⁰ Doc. nº 1179041, §§4º a 25.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

representar atos inequívocos destinados à apuração dos fatos, que ensejam a interrupção do prazo prescricional, nos termos do art. 2º da Lei nº 9.873/99”; e

- (ii) caso a preliminar de prescrição não seja reconhecida em razão de ato de apuração dos fatos ainda durante o prazo quinquenal, o presente PAS deveria ser extinto por cerceamento de defesa, uma vez que o acusado teria sido comunicado sobre a existência de investigações apenas em fevereiro de 2019, quando foi oficiado a se manifestar sobre o Relatório de Inspeção, somente após o fim do prazo de 5 (cinco) anos para a manutenção da documentação relativa às operações de fundos administrados, e, por esse motivo, não mais teria condições de se defender corretamente.

86. No mérito, a defesa de José Carlos manifesta-se pela “inexistência do ilícito apontado, relativo ao Laudo de Avaliação de 2010”, sob a alegação de que:

- (i) “[n]aquela época, nada desabonava o Postalis e as negociações feitas pela instituição com parceiros de mercado (todos investidores qualificados para os fins da ICVM 409, ressalte-se) não tinham o condão de chamar a atenção dos administradores de seus fundos de investimento”, quadro que se alteraria em 2014, o que seria atestado⁸¹:
- (a) por “uma simples consulta ao Google, restrita ao período 2009-2010 (objeto desse PAS)”, em “que se verifica não existir menções ao Postalis como instituição problemática no que se refere aos seus investimentos”;
- (b) “por matéria da revista *Época Negócios* de 12 de abril de 2018, por exemplo, [que] historia a situação do Postalis naquela data”; e
- (c) pelo fato de que na CPI dos Correios, ocorrida entre 2005 e 2006, em que teria se tratado do Postalis, “não gerou qualquer punição ou recomendação especificamente contra o Postalis, senão a recomendação de indiciamento relativa a dois administradores”;

⁸¹ Doc. nº 1179041, §§39 a 48.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (ii) “a menção ao fato de que a gestora era ligada à Delta, cotista dos Fundos, não é relevante para fins de apuração de eventual inadequação do investimento pela BNY Mellon”, uma vez que⁸²:
- (a) “existia um acordo prévio de investimentos entre [Delta] e Postalis e [...] o pressuposto é que, juntas, Delta e Postalis, analisaram o investimento e decidiram efetivá-lo nas condições pactuadas, usando a gestora relacionada à Delta para realizar a operação (que é mencionada expressamente no acordo de investimentos)”;
- (b) “[n]ão há regra que impeça uma gestora de também ser cotista de fundos, por exemplo”, e, por isso, “não pode haver, portanto, conflito de interesses quando a Delta e a gestora são empresas relacionadas. E muito menos quando o Postalis participa desse negócio, ciente dessa condição”; e
- (iii) uma vez que simplesmente confirmava aquilo que previamente estava combinado e aceito por Delta e Postalis, não haveria por que o Laudo de 2010 chamar atenção⁸³.

87. A defesa de José Carlos argumenta que o comportamento exigido no Termo de Acusação extrapolaria os limites de atuação do acusado estabelecidos pelas normas e pelo Colegiado da CVM, uma vez que⁸⁴:

- (i) “[a] atividade de administração exercida pela BNY Mellon, da qual o Requerente ocupou no período de 04 de janeiro de 2010 a 25 de novembro de 2013 a função de diretor responsável pela administração de carteiras, não se confunde com a atividade de gestão discricionária da carteira dos Fundos exercida pelos gestores”;
- (ii) “cabe à gestora, com total exclusividade e sem qualquer controle ou supervisão prévio do mérito de suas decisões por parte do administrador e/ou de qualquer outro prestador de serviços dos fundos de investimento, todos os poderes úteis, necessários e suficientes para negociar os ativos, valores mobiliários e disponibilidades integrantes da carteira dos Fundos por ele gerido”; e

⁸² Doc. nº 1179041, §§49 a 52.

⁸³ Doc. nº 1179041, §53.

⁸⁴ Doc. nº 1179041, §§67 a 100.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

(iii) “[a] BNY Mellon, ainda que bem estruturada funcionalmente pelo Requerente para cumprir com as suas obrigações dos artigos 57 e 88 da ICVM 409, não poderia jamais supor que o Laudo de [2010] apresentado seria inadequado: elaborado com base no acordo de investimentos celebrado entre o Postalis e a Delta por empresa especializada e devidamente aceito pelos auditores dos Fundos, por que razão seria inadequado?”.

88. A defesa de José Carlos também sustenta que “a atribuição de responsabilidade ao Requerente está eivada de vício decorrente da imputação de responsabilidade solidária entre o Requerente e a BNY Mellon ou da imputação de responsabilidade objetiva ao Requerente pelo exercício da função”, tendo em vista que⁸⁵:

- (i) “o Requerente sempre agiu corretamente dentro do que lhe competia: estruturar o modelo de fiscalização dos gestores contratados pelos fundos sob administração, zelando pelo cumprimento dos artigos 57 e 88 da ICVM 409 e permitindo correto controle”;
- (ii) “[s]e as conclusões do trabalho realizado pela BNY Mellon, na análise da CVM, foram equivocadas (o que só se admite pelo apreço ao debate), então o problema não seria de ausência de fiscalização, mas de análise incorreta de dados. E isso, por certo, não é de responsabilidade do Requerente”;
- (iii) “[a] parte que lhe cabia fazer, como diretor responsável, foi feita e está provada nos autos: a BNY Mellon estava devidamente aparelhada para fiscalizar os gestores”;
- (iv) “não foi descrito em nenhum momento ao longo dos autos do presente PAS qual conduta do Requerente contribuiu decisivamente para a prática de suposto ilícito administrativo e, principalmente, como o Requerente teria, com dolo direto, específico e objetivo, praticado esta conduta antijurídica”, o que permitiria “concluir que a acusação manifestada no Termo de Acusação carece de um elemento básico e fundamental para que, em um Estado Democrático de Direito, seja possível a imputação de responsabilidade administrativa a algum cidadão brasileiro: a descrição da conduta típica, antijurídica e culpável”;

⁸⁵ Doc. nº 1179041, §§102 a 157.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

- (v) “quando um diretor de uma pessoa jurídica age dentro dos limites das funções para as quais foi nomeado, tal como o Requerente em relação aos fatos objeto do presente PAS, ele atua como órgão da sociedade, ou seja, como parte integrante da estrutura necessária para manifestação da vontade social expressa nos atos constitutivos da sociedade, BNY Mellon. A vontade que se manifesta por meio dos atos da administração é a vontade da sociedade, jamais a do próprio diretor. De modo que, em hipótese alguma esse diretor poderá vir a ser penalizado administrativamente simplesmente por ter exercido regularmente suas funções”;
- (vi) “[a]ceitar que um diretor, órgão da estrutura da sociedade, poderia vir a ser punido - sem a comprovação de qualquer participação, dolo ou culpa em eventuais atos ilícitos - porque seria um centro de imputação de responsabilidade é fazer do ocupante do cargo do diretor um alvo, um responsável à procura de uma condenação, o que viola frontalmente os princípios da legalidade, presunção de inocência e razoabilidade existente em um estado democrático de direito”; e
- (vii) “se fosse possível atingir a esfera pessoal do diretor por qualquer eventual falha imputável à pessoa jurídica, a administração pública estaria ignorando a própria existência da pessoa jurídica e da empresa como entidades autônomas e independentes da figura de seus diretores, o que, no limite, levaria ao absurdo de criar uma regra geral de responsabilidade ilimitada do diretor que não existe sequer para os sócios de uma sociedade limitada ou acionistas de uma sociedade anônima”.

89. Por último, a defesa de José Carlos se manifesta pelo direito do diretor de “de confiar nas decisões tomadas por outros departamentos, órgãos e/ou profissionais da empresa e de ser resguardado contra a tentativa de conversão de quaisquer eventuais falhas operacionais em ilícitos administrativos”⁸⁶, alegando que:

- (i) “[n]ão faz sentido imaginar que apenas um único profissional, no caso o Requerente, possa planejar, organizar, coordenar, dirigir e executar diretamente o trabalho de uma organização e é leviano e completamente antijurídico imaginar que qualquer decisão

⁸⁶ Doc. nº 1179041, §§151 a 155.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

e/ou falha em qualquer lugar da empresa seria evidência de cometimento de atos ilícitos pelo diretor” e

- (ii) “sob a liderança do Requerente, foram desenvolvidos e adotados pela BNY Mellon diversos controles internos que comprovam o atendimento do dever de diligência do Requerente no que se refere à fiscalização dos gestores”.

VI. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

90. O PAS foi sorteado para minha relatoria na reunião do Colegiado de 09/01/2024⁸⁷.

91. Em 08/04/2024, foi publicada pauta de julgamento no diário eletrônico da CVM⁸⁸, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021⁸⁹.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 30 de abril de 2024.

Marina Copola

Diretora Relatora

⁸⁷ Doc. nº 1955582.

⁸⁸ Doc. nº 2013568.

⁸⁹ Art. 49. Compete ao Colegiado julgar o processo, em sessão pública, convocada com pelo menos 15 (quinze) dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público.