



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.008718/2020-25

Reg. Col. 2435/21

Acusados: ICLA Consultoria S.A., Luiz Eduardo F. de Abreu, Júlia Costa F. de Abreu, Paulo J. de Lima, Finance Moinhos - Assessoria e Consultoria Empresarial Ltda., Sandra M. Huber, José Antônio R. Bittencourt, Ademir José Schneider, Silvio M. Dias Neto e Camila Bittencourt Lopes

Assunto: Suposta operação fraudulenta na administração e na destinação dos recursos de fundo de investimento em participações

Relator: João Accioly

VOTO

I. SÍNTESE INTRODUTÓRIA

1. O processo trata do investimento feito pelo FIP CMB na CMB, companhia criada para promover a revitalização do Cais Mauá em Porto Alegre, licitada pelo Governo do RS em 2010. A espanhola GSS, integrante do consórcio concessionário, passou a ter dificuldades em obter as licenças exigíveis e em levantar os recursos financeiros para fazer frente aos investimentos necessários para executar o projeto, e entre 2012 e 2018, com a atuação da Finance, alienou, ao FIP a participação de 90% que detinha na CMB. A Finance adquiriu opções de compra da GSS e as vendeu para o FIP CMB, por valores superiores aos de aquisição.

2. Para a Acusação, os lucros da Finance teriam sido desproporcionais ao papel de intermediária que a Acusação lhe atribui. Os contratos e documentos que embasaram os valores dos negócios seriam os ardis da fraude: teriam sido usados para desviar, a favor de pessoas ligadas à Finance e à ICLA (administradora do FIP), os recursos aplicados pelo FIP no projeto.

3. A tese acusatória apoia-se também em transferências financeiras entre os envolvidos, feitas em datas próximas aos pagamentos feitos pelo FIP. As defesas concentram-se em demonstrar os fundamentos econômicos dos pagamentos identificados: quando às contrapartidas da Finance, descrevem a atuação de agregar valor ao negócio; quando aos demais pagamentos, apresentam evidências de fundamento econômico, como mútuos e prestação de serviços autônomas.

II. PRELIMINARES

- *Ausência de Individualização de Conduta e Ilegitimidade Passiva*

4. ICLA, Luiz e Julia sustentam que não houve individualização de suas condutas, e teriam ilegitimidade passiva. Discordo. Embora a Defesa tenha razão quanto à relevância e à necessidade de se individualizar a conduta dos acusados nos processos sancionadores, entendo que a Acusação atendeu adequadamente ao requisito neste processo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Quanto a Luiz, a peça acusatória afirma que o acusado seria o responsável por estruturar toda a operação de investimento do FIP CMB no Cais Mauá, inclusive no que diz respeito à forma de participação da Finance, e que, por essa participação, teria recebido vantagens indevidas.

6. Com relação a Julia, a Acusação alegou que ela, além de ter recebido valores que a Acusação considera indevidos, elaborou e assinou três dos quatro memorandos internos da ICLA que suportaram a aquisição de 51% das ações representativas do capital social da CMB.

7. Sobre a ICLA, a Acusação também detalha o recebimento de valores que diz indevidos, além de descrever sua participação nas aquisições de ações pelo FIP CMB, inclusive assinando os documentos de compra das ações, após verificar cada uma das operações propostas e se certificar sobre sua adequação com as normas vigentes e com o regulamento do FIP

8. Tampouco merece prosperar a preliminar de ilegitimidade passiva, justamente pelas imputações narradas acima. O argumento de ilegitimidade, como é costumeiro, aqui se confunde com o mérito. Se o defendente afirma não ter feito aquilo de que é acusado, isto não implica ilegitimidade. Esta se analisa em abstrato, *in status assertionis*. Ou seja: se, mesmo que tivesse ocorrido tudo aquilo que acusação afirma ter ocorrido, determinado defendente não seria responsável, então este não tem legitimidade passiva. É improcedente o argumento de que “fulano não fez ou não tinha o dever de fazer, logo não tem legitimidade passiva”. O argumento correto seria: “fulano não pode ser responsabilizado nem que os fatos que a acusação afirma tenham ocorrido exatamente como afirmado”. Neste ponto, não há dúvida de que a tese acusatória - no mínimo enquanto tese – se sustenta para cumprir o requisito de legitimidade.

- ***Ilegitimidade Passiva por Falta de Competência Regulatória***

9. Ademir, Camila e José Antônio, ligados à Finance, defendem que não podem ser responsabilizados em processo sancionador da CVM porque não seriam por ela regulados. A competência da CVM, dizem, restringe-se a participantes do mercado como administradores de companhias abertas e intermediários, categorias em que a Finance não se enquadra.

10. Discordo. A operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários também é aplicável *aos demais participantes do mercado*, e é justamente nessa esfera que se enquadram os defendentes. Reproduzo trecho de voto em que tratei da mesma alegação:

47. [...] Se a pessoa usa o mercado de capitais para praticar ilícitos, ela participou dele. Seria o cúmulo poder usar o mercado apenas para praticar ilícitos, isento de consequências na esfera administrativa. E não é apenas porque a situação seria bizarra, pois se a lei assim previsse, o problema teria que ser resolvido na edição de normas. Mas entendo que o texto normativo, ao referir-se ao ato de participar do mercado, sem qualificadoras como “regularmente”, “mediante registro” ou coisa do tipo, comporta adequadamente essa leitura sem ampliação semântica, inadmissível em contexto punitivo.”¹

11. Assim, voto pela rejeição da preliminar.

¹ PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, de minha relatoria, voto proferido em 1/10/2024.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- ***Incompletude do TA e potencial parcialidade dos argumentos***

12. O Defendente Paulo alega que o TA não apresenta provas suficientes para embasar as acusações, limitando-se a estabelecer uma conexão superficial entre as transferências de recursos para empresas nas quais Paulo era sócio e sua posição como diretor da ICLA, e não apresentado evidência de dolo para obter vantagem ilícita. Trata-se claramente de questões de mérito do processo e assim serão tratadas.

III. MÉRITO

III.I. Finance como “mera intermediária” e suposta desproporção dos pagamentos

13. O principal pilar da tese acusatória é que a Finance teria recebido valores excessivos, cerca do triplo do que foi pago à GSS, quando seu papel seria de “mera intermediária”. Antes de aprofundar os detalhes dos negócios, destaco dois pontos que as defesas desenvolvem e que, ao menos em abstrato, são procedentes: se a Finance adquire as opções e as revende por preços três, trinta ou trezentas vezes maiores que os da aquisição, poderia fazê-lo pura e simplesmente porque as opções são seu patrimônio e seu objetivo, como de qualquer participante do mercado, é obter retornos positivos para seus investimentos. Em tese, não precisaria ter exercido papel empreendedor nem agregar valor ao negócio. É importante dizê-lo para que não pareça que obter o maior lucro possível tem, por si só, qualquer coisa de errado, nem que o papel da regulação do mercado de capitais envolva exigir dos participantes que tenham feito algo além de uma especulação ou arbitragem acertada para justificar resultados positivos.

14. Mesmo que a Finance tivesse sido uma “mera intermediária”, os pagamentos a ela não teriam sido responsáveis por “redução do patrimônio líquido do fundo”, como afirma a Acusação, pela simples razão de que no lugar de cada redução entra um ativo que aumenta o patrimônio. Sendo a negociação hígida, o fundo ganha (*ex ante*, ao menos), independentemente de quanto as outras partes no negócio receberam. O vendedor poderia pensar que vendeu mal, pois poderia ter vendido mais caro – se tivesse conseguido acesso direto ao comprador, sem o intermediário. O comprador poderia pensar que comprou mal, pois poderia ter comprado mais barato - se tivesse conseguido acesso direto ao vendedor sem o intermediário. Mas se não conseguiram, paciência.

15. Lucros extraordinários, contudo, justificam aprofundamentos como os que geraram este processo. Afinal, podem advir de decisões motivadas por propósitos espúrios, tomadas por quem determina o uso de dinheiro alheio. E nesse aspecto a tese acusatória tem uma argumentação plausível: se os lucros da Finance tivessem decorrido de uma disposição da ponta compradora (os fundos ICLA) de pagar mais do que poderia, para que seus representantes recebessem parte do sobrepreço, e para tanto tivessem mantido em erro os cotistas com documentação artificiosa, a fraude estará caracterizada. Em tese, o cometimento de fraude independeria da proporção dos ganhos da Finance. Havendo algum rebate indevido para pessoas da ponta compradora, transferências feitas sob fundamentação falsa (ou qualquer outro ardil) constituiriam vantagem indevida obtida com uso de meio fraudulento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

16. Entendo que esta não foi a trilha seguida pela acusação, que concentrou a tese da fraude no superfaturamento e em ganhos supostamente desproporcionais da Finance, tendo como alegados instrumentos do suposto engodo aos investidores os contratos entre os fundos de investimento da ICLA e os relatórios internos com estimativas de valores econômicos. Porém, por completude de análise fática, abordo alguns aspectos adicionais a essa tese.

- ***Papel da Finance: acréscimo de valor ao negócio***

17. Apesar das considerações que teci sobre a irrelevância dos ganhos de uma intermediária (quando analisados individualmente), a Defesa trouxe elementos de fato que demonstram que os lucros da Finance não advieram tão-somente da atuação de arbitragem financeira, mas também de atuação direta no negócio para lhe gerar valorização.

18. Como demonstrado pela Defesa, foi no contexto em que a GSS tinha de necessidade de financiamento ou de um comprador para sua participação que pudesse dar sequência ao empreendimento, que se deu aproximação da GSS com a Finance, empresa local que estruturou a modelagem em que traria aprimoramentos ao negócio para facilitar sua venda para terceiros, e após prospectar algumas sociedades de investimento, trouxe para o negócio o Grupo ICLA.

19. Comprou não só barato para vender caro, mas comprou incipiente para vender operacional; comprou com aprimoramentos por fazer e vendeu após fazê-los. Isso reduz em grande medida o que seus ganhos pareceram ter tido de incomuns e enfraquece esse aspecto da tese acusatória, já que atuação da Finance foi além da busca de compradores e da mera intermediação da alienação das ações detidas pela GSS.

20. Com efeito, em 2013, Ademir e Sílvio, sócios administradores da Finance, foram eleitos Diretor Presidente e conselheiro de administração da CMB. Além disso, conforme documentos anexados pela defesa da ICLA, a Finance e Ademir investiram recursos na CMB. Como a Finance tinha as opções de compra, é verossímil e conta com evidência probatória suficiente a explicação das defesas quando sustentam que, para valorizar o negócio e facilitar sua venda, contribuiria o fato de Ademir, Sílvio e José Antônio serem pessoas inseridas no meio político-empresarial do Estado do RS e, consequentemente, com melhor trânsito do que os espanhóis junto aos órgãos públicos locais de cujos licenciamentos o projeto necessitava².

21. Quanto a esse ponto, observe-se, que apesar de a Acusação concentrar-se nas transferências das ações para o FIP CMB e repetidamente afirmar que no período em que se deram essas transferências, o empreendimento ainda não teria obtido as licenças necessárias para início das

² (i) Sílvio Marques foi (a) Diretor Presidente da Ouro Negro Energia S.A. (2016), (b) Diretor Administrativo no Grupo CEEE (2009 a 2010), (c) Prefeito de Pedras Altas (2001 a 2008); (ii) Ademir Schneider foi (a) Prefeito de Santa Maria do Herval (1993 a 1996 e 2001 a 2004), (b) Diretor administrativo da Companhia de Gás do Estado do Rio Grande do Sul - Sulgás (2008), (c) Diretor de Planejamento da Companhia Municipal de Saneamento de Novo Hamburgo - COMUSA (1999 a 2000), (d) Diretor de Planejamento da Prefeitura de Torres (1997 a 1998), (e) Vereador do Município de Dois Irmãos (1988); e (iii) José Antônio Bittencourt foi Delegado Regional pelo Rio Grande do Sul (2016).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

obras, entendo assistir razão à defesa da ICLA. Infelizmente, a realidade do ambiente de negócios no Brasil faz com que o prazo de cinco anos para licenciamento definitivo não possa ser considerado atipicamente longo. Como mostram os defendentes, o projeto, em área tombada e portuária, fazia necessária a interlocução e o atendimento de exigências de autoridades municipais, estaduais e federais, como EPAHC, SPH/SUPRG, IPHAN e ANTAQ, para obter as licenças.

22. Para ilustrar, relaciono a seguir uma lista de eventos relacionados ao processo de implantação do empreendimento, datados de outubro de 2012 a março de 2018. Uma relação mais detalhada pode ser encontrada na Nota Explicativa 1.2 - Licenças e Autorizações, das demonstrações financeiras da CMB de 31.12.2017, auditadas pela Deloitte (2222832).

Data	Evento
16.10.2012	Contratação da empresa responsável pelo EIA-RIMA
19.08.2014	Resolução ANTAQ 3.592: autoriza desincorporação física e contábil dos bens imóveis da União
01.07.2015	Entrega da versão final do EIA-RIMA para o Município de Porto Alegre
18.09.2015	Realização de Audiência Pública sobre o EIA-RIMA
18.12.2015	Aprovação do EIA-RIMA pela Secretaria Municipal do Meio Ambiente de Porto Alegre
14.09.2016	Aprovação do Estudo de Viabilidade Urbanística pela Comissão de Análise Urbanística
08.11.2016	Homologação do Estudo de Viabilidade Urbanística pelo Prefeito de Porto Alegre
17.11.2016	Expedição da Licença Prévia
29.12.2016	Assinatura do Termo de Compromisso dos licenciamentos com a Procuradoria-Geral de Porto Alegre
30.12.2016	Aprovação do Projeto Arquitetônico
25.08.2017	Resolução ANTAQ 5.611: autoriza a baixa física e contábil de bens pertencentes à União
04.12.2017	Expedida a Licença de Instalação nº 017271/17, autorizando as ações de gerenciamento ambiental
04.12.2017	Expedida a Licença de Instalação nº 017272/17, autorizando o início das obras dos armazéns
13.12.2017	Apresentação à Superintendência de Porto Alegre e à ANTAQ dos projetos aprovados
01.03.2018	Autorização de início de obras de revitalização do complexo do Cais Mauá

23. Esta longa sequência de eventos é compatível com a dinâmica em que os laudos de avaliação realizados ao longo desse período tenham chegado a valores ascendentes para a CMB, pois as licenças regulatórias iam sendo pouco a pouco obtidas e cada obtenção representa redução de risco e aproximação do início do fluxo de caixa.

24. A Acusação, assim, parece-me ter adotado uma visão equivocadamente simplista do papel da Finance, como a de mera intermediadora das operações.

- ***Desproporção de lucros é indiferente; rebates, não***

25. Como afirmei mais acima (§14), a melhor compreensão dos lucros da Finance não encerra a questão, pois eles ainda são suficientes para comportar o pagamento de rebates ilegais em prejuízo dos investidores dos fundos de investimento.

26. Os pagamentos à Finance foram três vezes maiores que à GSS. Poderiam ter sido 30 ou 300 vezes maiores, se as negociações forem hígdas e tiverem representado os termos reais do negócio. O ativo em última análise era da Finance. Da mesma forma, os valores pagos a Finance,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

qualquer que fosse seu papel, poderiam ter sido uma pequena fração do valor pago à GSS, mais próximo de grandezas cobradas por simples corretagem, e ainda assim constituírem fraude.

27. Não cabe à CVM fazer juízo sobre o preço e, sim, se houve algo de errado na negociação - como, a propósito, a Acusação alega ter havido. Se o que é afirmado a cotistas de um fundo de investimento é que 4% são devidos a um corretor e este repassa por fora metade do que recebeu aos donos da gestora do fundo, isto significa que o contrato real de corretagem era de 2%. O instrumento que previa 4% seria fraudulento, gerando erro nos cotistas, e os 2% rebatidos aos donos da gestora seriam a vantagem indevida. Por outro lado, se a suposta “corretagem” for de 300% – como na visão de que a Finance seria apenas uma intermediária – e isso decorrer de negociação real, nada haverá de errado. Trata-se de mera redistribuição interna do que em microeconomia se denomina como *excedentes*³.

28. O que o direito veda é que a vontade que torna os acordos voluntários seja distorcida, de modo que a aceitação de uma contrapartida inexistente seja uma forma de subtrair patrimônio para além daquilo que a parte concordou em se desfazer.

29. Parte dos pagamentos à Finance poderia constituir fraude. Não pela proporção entre o que a Finance e a GSS receberam, mas alguns pagamentos feitos por beneficiários da Finance a beneficiários da gestora do FIP CMB têm indícios de não terem tido contrapartida, correspondendo a vantagens indevidas. Todavia, a Acusação não apresenta uma tese alternativa para quais teriam sido os ardis, se não os documentos de suporte das aquisições.

30. Antes de tratar das transferências que a Acusação afirma constituírem repasses de vantagens indevidas, exponho a análise feita sobre as operações que resultaram na aquisição, pelo FIP CMB, da participação de 90% na CMB antes detida pela GSS, para verificar se há procedência na tese acusatória de que os valores que o FIP CMB pagou pelas ações da CMB teriam sido superiores ao valor justo de cada participação transacionada. Para tentar alguma simplificação, divido a análise como fez a peça acusatória, em duas partes, a primeira referente à parcela inicial de 39% e a segunda a relativa aos 51% restantes. Em seguida, verifico as justificativas apresentadas pelas defesas para as transferências financeiras entre os Acusados.

³ O vendedor tem um preço mínimo que aceita receber e prefere vender por qualquer preço acima; a diferença é o “excedente” do vendedor. O comprador, vice-versa: tem um preço máximo que aceita pagar e prefere comprar por qualquer preço abaixo; a diferença é o “excedente” do comprador. A faixa de preços que se encontra entre o mínimo aceito pelo vendedor e o máximo aceito pelo comprador permite ganhos de ambos os lados, mas dependendo de como ocorrem as negociações, o comprador pode pagar o máximo que estaria disposto e o vendedor concentra todos os excedentes possíveis, ou o vendedor vende pelo mínimo e os excedentes ficam inteiramente com o comprador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.I. AQUISIÇÃO DE 39% DA CMB PELO FIP CMB

- **Aquisição inicial de 2% da CMB pelo FIP RSB1**

31. Com base na aquisição pelo RSB1, também administrado pela ICLA, de 2% das ações da CMB por R\$ 2 milhões, a Acusação entende que o *valuation* da totalidade das ações da CMB teria sido de R\$ 100 milhões e que tal valor seria superior ao da avaliação feita pela gestora, que afirma ter sido de R\$ 68,4 milhões. Com isso, o pagamento de R\$ 2 milhões por 2% teria incluído um sobrepreço de mais de R\$ 600 mil.

32. Diferentemente do que a Acusação alega, além da recomendação do valor de R\$ 68,4 milhões, a Defesa mostra que o próprio documento a que a Acusação se refere (a nota técnica da gestora) indicou outras faixas valores aceitáveis, em função da variação das premissas (Rel. § 85). Nesse sentido, as evidências mostram que o diretor de gestão aprovou o negócio com base em *valuation* de R\$ 110,8 milhões, obtido por redução da taxa de desconto e do *capex*, conforme previsto na mesma nota técnica. Por esse *valuation*, o negócio foi vantajoso para o RSB1.

33. Entendo assistir razão à defesa, quando alega que havia fundamento para a decisão de investimento tomada.

34. Primeiramente, trata-se por excelência de decisão negocial, cujo mérito não deve ser questionado pelo julgador. Em todo caso, no conjunto de operações existe a alegação acusatória de interesses cruzados, já que Acusação sustenta ter havido repasses para os compradores (em deslealdade extrema, constitutiva de fraude). Embora não haja evidência de repasses contemporâneos a essa primeira aquisição, a tese acusatória é que ela faz parte uma grande operação fraudulenta. Assim, não estaria presente, ao menos em tese, o requisito de decisão *desinteressada* para afastar a análise de mérito. Eventual aberração financeira poderia compor, portanto, o conjunto de indícios de uma decisão tomada por motivos ilegítimos, pelo que trato brevemente da justificativa negocial apresentada.

35. Observa-se que o relatório que fala do *valuation* de R\$ 68,4 milhões para a CMB prevê um investimento inicial a um valor superior ao encontrado na avaliação. Depois, as alterações nas premissas foram módicas (um ponto e meio a menos na taxa de desconto e um *capex* cerca de 20% menor). Em sua conclusão, o documento registra que a aquisição de uma pequena parcela de participação na CMB pelo preço ofertado justificava-se pelo potencial de retorno do projeto e por permitir garantir uma maior participação futura, caso estudos posteriores se mostrassem favoráveis.

36. Nessas bases, nem mesmo seria necessário ao gestor se amparar em cenários mais otimistas para autorizar a efetivação da operação. A gestora já havia justificado, de forma razoável, o negócio: comprar uma pequena participação pelo preço pedido pelo vendedor, de modo a garantir uma maior participação futura, caso o prognóstico de um maior retorno no projeto se confirme. Trata-se de uma aposta típica da dinâmica empresarial. O senso de especulação (no sentido de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

previsão), as negociações, as possibilidades de mudança no projeto, são fatores como esses que guiam os preços de avaliação, pois são de onde vêm as premissas. Relatórios de *valuation* podem informar faixas razoáveis, pois as premissas em geral admitem flexibilizações (por exemplo, mudanças no projeto irão impactar o capex, que não é fixo, assim como não é fixa a taxa de desconto, que pode ser reduzida se houver uma percepção de menor risco, e daí por diante). É compreensível que o diretor de gestão opte, por cautela, por consignar que o valor que estava autorizando para a operação situava-se dentro da faixa de valores determinada pelo setor de análise, mas daí não se deve inferir que está preso a um cálculo específico resultado de um conjunto específico de premissas.

37. Assim, entendo ter o gestor atuado dentro da esfera de discricionariedade que deve possuir no exercício de suas funções, não havendo que se falar em comportamento desleal, muito menos em fraude, na aquisição dos 2% da CMB pelo FII RSB1.

- **Valores praticados pelo FII RSB1 na negociação de 37% da CMB**

38. Em 12.11.2012, a GSS outorgou à Finance uma opção de compra de 37% das ações da CMB, com preço de exercício de R\$ 25,3 milhões. A Finance cedeu a opção ao FII RSB1 em 19.12.2012, por R\$ 26,8 milhões. Dessa forma, a aquisição pelo RSB1 se daria por um total de R\$ 52,1 milhões, somados os preços de cessão e de exercício, donde a Acusação entendeu que o *valuation* da CMB nesse negócio seria de R\$ 140,8 milhões para 100% as ações, novamente acima dos R\$ 68,4 milhões com que considerou irregular a aquisição dos 2%.

39. A Defesa da ICLA, porém, demonstrou a existência de avaliação feita pela Colliers, que estima um valor de R\$ 145,2 milhões para a CMB. Também demonstrou que os documentos que a gestora produziu para embasar a aquisição dos 37%, que a Acusação trata como fraudulentos porque o valor “real” seria de R\$ 68,4 milhões, baseiam-se justamente nessa avaliação feita pela Colliers. Novamente, a aquisição dessa parcela se dá por preço total inferior ao valor que a compradora tinha bases para considerar como adequado para o negócio.

- **Exercício de 1,5% dos 37%**

40. Dos 37% objeto da opção de compra, o FII RSB1 adquiriu uma parcela de 1,5% de ações da CMB em 20.12.2012, por meio do pagamento de R\$ 3 milhões, metade à Finance pela cessão e metade à GSS, pelo exercício da opção de compra. Com base nessa aquisição, a Acusação aponta que, considerando os R\$ 2 milhões pagos pelos 2% iniciais, o FII RSB1 teria dispendido R\$ 5 milhões por 3,5% das ações da CMB, que novamente afirma ser acima do *valuation* que usa como referência, R\$ 68,4 milhões.

41. Pela mesma razão mencionada no §39 acima, é improcedente a tese acusatória neste ponto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- **Cessão da opção de compra de 35,5% das ações para o FIP CMB**

42. Com base na cessão do RSB1 para o FIP CMB da opção de compra dos 35,5% ainda não exercidos, em que o FIP teria a obrigação de pagar um total de R\$ 47,6 milhões, somados o preço da cessão e o preço de exercício, a Acusação infere um *valuation* de R\$ 134,1 milhões para a CMB, novamente acima dos R\$ 68,4 milhões que toma como referência.

43. Também novamente se aplica a improcedência da tese acusatória, diante do estudo da Colliers que já estimava valor de R\$ 145,2 milhões àquela época.

44. Ademais, a Defesa também demonstrou que a transferência das ações somente foi efetivada em setembro de 2013, quando nova avaliação da Colliers, de maio de 2013, apontava o valor de R\$174,2 milhões para a CMB. Como é de junho de 2013 o memorando da gestora recomendando o exercício da opção de compra de 35,5% das ações da CMB se elas fossem avaliadas em R\$ 140 milhões, afasta-se a leitura da acusação de que a documentação teria tido o propósito de regularizar a decisão já tomada.

45. Discordo da interpretação da Acusação de que a avaliação da Colliers estaria eivada de “premissas irreais” por supor que os empreendimentos viriam a estar prontos, sendo que quase nenhuma licença havia ainda sido obtida. Correta a afirmação da Defesa de que para projetar as receitas futuras do empreendimento, o avaliador deve considerar que o projeto seria realizado, pois, caso contrário, a projeção de receita seria simplesmente nula e nenhum empreendimento poderia ser avaliado em fase pré-operacional. Cabe ao avaliador verificar as condições do projeto e refletir em seus cálculos eventuais riscos que afetem as projeções futuras e o valor justo obtido.

46. Concluindo, é improcedente a tese acusatória de que o FIP CMB teria deliberadamente assumido a obrigação de pagar valores indevidos pelos 35,5% da CMB.

- **Cessão de 3,5%**

47. Por fim, a Acusação afirma ser irregular a transferência dos 3,5% de ações de CMB do FII RSB1 para o FIP CMB, que teria destinado ilicitamente o valor de R\$ 3,98 milhões do FIP CMB para a Finance, por uma intermediação que a Acusação considera desnecessária.

48. Esta negociação difere das até agora examinadas e merece repetir sua descrição, resumidamente: em 4.4.2013, o RSB1 outorga à Finance uma opção de compra das ações, com preço de exercício de R\$ 5,52 milhões. Em 17.4.2013, a Finance cedeu os direitos relativos a esse contrato ao FIP CMB, por R\$ 3,98 milhões (total de R\$ 9,5 milhões pelos 3,5% de ações).

49. Para a Acusação, pelo fato de os fundos estarem sob a mesma gestão, não haveria fundamentação econômica para a intermediação da Finance na operação, que teria sido, por isso, fraudulenta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

50. Embora à primeira vista essa estruturação me tenha causado estranheza, é plausível a argumentação da ICLA de que o negócio foi feito nesses termos para que o FIP CMB pudesse indicar um membro para o Conselho de Administração e outro para a Diretoria do CMB. Trata-se de direitos que eram da Finance, decorrente de suas negociações com a GSS, e pelos quais teria demandado uma contrapartida. Além disso, a Finance e a GSS asseguraram que o preço final a ser pago pelo FIP CMB pelos 3,5% de ações, no prazo de um ano, sem juros ou correção monetária, seria, pelo menos, 10% menor do que o valor econômico da CMB, a ser verificado por meio de avaliação econômica. Também robustece a coerência da narrativa a demonstração de que a transferência desses 3,5% de ações da CMB foi negociada no âmbito da aquisição dos 39% como um todo, considerando os direitos e prerrogativas que o fundo teria ao final.

51. Sobre o suposto “*valuation*” implícito da aquisição dos 3,5%, não faz sentido considerá-lo isoladamente. Se uma única ação fosse transferida por um preço que, multiplicado pela quantidade de ações emitidas, implicaria um *valuation* de R\$ 1 bilhão, mas junto com ela fossem negociados direitos que compõem o conjunto de contrapartidas que o adquirente pretende ter ao final da negociação, o resultado final pode estar perfeitamente dentro da expectativa de investimento promissor por parte do comprador. Foi o que a Defesa demonstrou ter ocorrido. O preço médio total da aquisição é o que importa, assim como os direitos que foram adquiridos pelo FIP CMB, e ambos se mostram embasados por avaliações contemporâneas, compatíveis com a documentação com que a ICLA registrou cada fatia da aquisição.

- ***Conclusão sobre a aquisição de 39% das ações da CMB***

52. Pelo exposto nesta seção, concluo que não se sustenta a tese da Acusação, de que os diferentes contratos, notas técnicas e avaliações que suportaram as operações que formalizaram a transferência dos 39% da CMB teriam constituído artil na suposta operação fraudulenta.

III.II. AQUISIÇÃO DE 51% DAS AÇÕES DA CMB

- ***21% em três opções de 7% cada***

53. Reproduzindo sinteticamente a estruturação da transferência dos 51% da CMB, ela consistiu na outorga da GSS à Finance, em outubro de 2013, de opção de compra dos 51% remanescentes, com preço de exercício de R\$ 23,6 milhões e prêmio de R\$ 2 milhões (Rel. §§ 25-27). A Finance então cede progressivamente esses direitos ao FIP CMB, por três cessões de 7% por R\$ 10,5 milhões cada (total de 21% por R\$31,5M).

54. A Acusação, em razoável interpretação – até porque compatível com sua compreensível percepção de aquisições superfaturadas – enxergou nos contratos uma negociação prejudicial ao FIP porque entendeu que os R\$ 31,5 milhões seriam referentes apenas à cessão das opções, ainda sendo devido um preço de exercício. A interpretação é razoável porque o contrato dizia que eram



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

transferidas as “obrigações financeiras” da cedente, que tipicamente incluiriam o preço de exercício. Porém, na prática o que a Defesa demonstrou ter ocorrido é que não houve pagamento adicional. Nesse sentido, o Quarto Termo de Cessão (1199254) contém, nos “considerandos”, a linguagem expressa no sentido de que os 21% de ações, dos três contratos de 7%, foram cedidos efetivamente ao FIP CMB. No mesmo sentido, a quitação outorgada pela GSS em relação aos valores pagos pelo FIP CMB, num acordo global firmado para encerrar procedimentos diversos envolvendo as partes (1402544, doc. 20).

55. O que esses fatos permitem concluir é que as coisas se passaram como acordado, quando se considera o ramo da equação não levado em conta pela Área Técnica, pelo qual o pagamento aos controladores da GSS pelos 51% de ações da CMB seria feito pela venda das ações sociais da sociedade, e não pelo exercício da opção.

56. Com efeito, na mesma data em que a GSS outorgou a opção de compra dos 51% para a Finance, 10.10.2013, os controladores da GSS firmaram promessa de compra e venda com a empresa Marca D'Água, ligada à Finance, tendo por objeto a transferência da totalidade das quotas sociais, pelo valor de R\$ 25,5 milhões, praticamente o mesmo preço de exercício da opção, somado ao prêmio. Em 3.12.2013, houve o distrato desse negócio e, em 20.12.2013, foi firmada promessa de compra e venda com o mesmo objeto e nos mesmos termos, desta vez entre a GSS e a Cine, sociedade de propósito específico também ligada à Finance⁴. Ambos os instrumentos fazem expressa referência (i) a que a motivação da promessa de compra e venda é o fato de a GSS ter entre seus ativos a participação de 51% na CMB; e (ii) à existência do contrato de opção de compra das ações da CMB outorgado pela GSS à Finance.

57. A motivação para essa estruturação, como explicado pela representante da GSS à fiscalização, foi que *“o poder licitante exigia que o proponente atendesse a determinadas qualificações técnicas para a condução do projeto de revitalização”* e, por isso, era necessário manter no projeto os sócios da GSS, decidindo-se, assim, para a alteração de controle da CMB, em realizar a compra da totalidade das quotas sociais da GSS e, posteriormente, proceder à alteração de controle da CMB. Nessa estruturação, como descrito pelo representante da LAD, administradora do FIP CMB após a saída da ICLA, o FIP CMB pagou à Finance pela cessão das ações, tendo a Finance, por meio da Cine, pago aos controladores da GSS. Posteriormente a GSS, já sobre controle indireto da Finance, fez a transferência das ações para o FIP CMB.⁵

⁴ Docs. 0742216, 0742217 e 0742218 do processo de origem 19957.007168/2018-11. A manifestação da GSS anexada ao PAS também informa sobre os contratos com a Marca D'Água e a Cine (1199202).

⁵ Docs. 0865422 e 0889820 do processo de origem 19957.007168/2018-11.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

58. Observe-se que a Polícia Federal identificou o envio, pela Finance, de R\$ 11,5 milhões à Cine (1200039 e 12000419), transferência, inclusive, referenciada no item 161 da peça acusatória, mas que não foi objeto de apuração adicional.

59. Essa documentação dá suporte suficientemente robusto para a fundamentação apresentada. Afinal, como a Superintendência não se aprofundou nesses fatos, o que há é bastante para refutar a tese acusatória de que, além do valor pago pela cessão das ações, o FIP CMB deveria arcar com o exercício da opção. Afinal, as provas não apontam pagamento adicional e demonstram a transferência das ações.

- ***Os 30% finais***

60. Em 10.2.2015, a Finance firmou com o FIP CMB um quarto termo de cessão, por R\$ 45 milhões, tendo por objeto os direitos e deveres dos 30% restantes das ações da CMB.

61. Assim como nos três termos anteriores, a Acusação entendeu que o memorando interno da gestora recomendando a aquisição das ações com base em *valuation* de R\$ 150 milhões teria sido violado, porque um preço exercício de R\$ 15 milhões ainda teria que ser pago pelo FIP CMB à GSS, levando o preço final a R\$ 60 milhões e pressupondo um *valuation* de R\$ 200 milhões para a CMB, superior ao do memorando e ao do laudo da Colliers (R\$ 174 milhões).

62. Porém, pelas mesmas considerações feitas quando da análise da cessão da parcela de 21%, entendendo não subsistir a tese de que o FIP CMB teria pagado, pelas ações, um sobrepreço em relação ao valor justo. Veja-se a seguir o resumo da aquisição dos últimos 30%.

63. Em 30.9.2015 foi aditado o quarto termo de cessão, adiando o vencimento para 30.6.2016, quando se adiou novamente para 30.9.2017 (1199255). Como contrapartida para a segunda dilação, de 18 meses, houve o aumento do saldo devedor de R\$ 13,7M para R\$ 22,4M.

64. Em setembro de 2017 houve um segundo e um terceiro aditamentos, pelos quais (i) o prazo para pagamento do saldo devedor do FIP para com a Finance foi prorrogado para 9.10.2021; (ii) o saldo devedor passou de R\$ 20,66M (valor que atingira com um pagamento de R\$1,74M) para R\$ 22,6 milhões; (iii) o número total de ações aumentou em 1.961.538 ações (1199257 e 1199268).

65. Para a Acusação, o aumento do saldo devedor (§62) representava taxa de 38,97% ao ano para a Finance, que na visão acusatória seria excessiva – com base na taxa Selic de 2015 e 2016 que teria ficado “*entre 13% a.a.*” (sic). Além disso, o FIP teria posição privilegiada na negociação, por ser o único interessado no projeto. Quanto aos demais aditamentos, a Acusação alega que o aumento do número de ações não poderia aumentar o saldo devedor, pois o contrato aditado fora pactuado por preço certo, sem constar quantidade de ações nem preço por ação.

66. Assim, para a Acusação, a ICLA teria promovido reavaliações do saldo devedor fazendo uso de fundamentos artificiais, para destinar mais recursos à Finance, além dos valores já



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pactuados pela cessão, aumentando de R\$ 45 milhões para R\$ 57,7 milhões o custo do termo de cessão da parcela de 30% após os aditamentos.

67. Entendo, porém, que a defesa da ICLA explicou os pontos da Acusação, com evidências robustas: Em cada renegociação, o valor econômico atribuído à CMB tinha respaldo em novas avaliações baseadas nos desenvolvimentos que o projeto vinha tendo (obtenção de licenças e autorizações necessárias). Além disso:

- (i) O aumento no preço tinha justificativa na inclusão de mais ações e na extensão do prazo de pagamento;
- (ii) Ao contrário do que disse a Acusação, o FIP CMB estaria na pior posição para negociação, pois tinha realizado quase a totalidade dos investimentos e dependia daquela última transação para efetivamente adquirir o controle da CMB; e
- (iii) O termo de cessão fazia referência expressa às ações detidas pela GSS à época da assinatura da opção, o que não incluía 1.961.538 posteriormente subscritas e integralizadas pela GSS, sendo esperado que o aumento do número de ações aumente o preço da cessão.

68. O que me parece é que a Acusação tentou se substituir às partes em decisões negociais, como se não houvesse independência entre as partes e todas as decisões pudessem ser conduzidas em benefício do FIP CMB, quase como se “esquecendo” que o ativo era da Finance e que esta tem o legítimo interesse de auferir os maiores resultados para sua atuação. É compatível com a tese de um grande esquema fraudulento, e compreensível diante da realidade que a Acusação entendeu ter havido pelo recorte da realidade que chegou a seus olhos. Porém, diante das explicações e das evidências documentais apresentadas pela Defesa, não se comprovou a articulação de qualquer ardil com fito a colocar os cotistas do FIP CMB em erro.

• ***Conclusão sobre a aquisição de 51% das ações da CMB***

69. De tudo o exposto, também em relação à transferência de 51% das ações da CMB, concluo que não se sustenta a tese da Acusação, de que os diferentes contratos e seus aditamentos, memorandos internos e avaliações fizeram parte de um ardil para, de forma fraudulenta, desviar os recursos aplicados pelo FIP CMB para a ICLA e para a Finance, e seus respectivos sócios e/ou administradores, em prejuízo dos cotistas do FIP CMB.

IV. TRANSFERÊNCIAS SUPOSTAMENTE INDEVIDAS

70. Independentemente do suporte documental que afasta a narrativa acusatória da fraude pela aquisição superfaturada dos 90% da CMB pelo FIP, remanesce a questão das transferências supostamente indevidas. Afinal, ainda que o FIP CMB, no final do dia, tenha adquirido as ações da CMB por valor econômico razoavelmente estimado, ainda assim seria possível a caracterização



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de operação fraudulenta, por meio de rebates sem contrapartida. Esta construção não me parece compor a tese acusatória, mas trato das questões a nível fático.

71. A Acusação destaca um conjunto de transferências bancárias, realizadas pela Finance e pessoas ligadas para a ICLA e pessoas ligadas, que considera como indevidas, pois teriam sido feitas após o FIP CMB realizar pagamentos à Finance de parcelas dos preços acordados nos termos de cessão. Seriam, assim, rebates irregulares, *kickbacks* recebidos pelos tomadores de decisão do fundo, em detrimento dos cotistas. As transferências foram identificadas pela Polícia Federal, em investigação própria sobre o projeto Cais Mauá e listadas no §82 do Relatório.

72. Em suas manifestações na fase de investigação, os Acusados não explicaram as transferências, só o fazendo em sede de defesa. Alegam que, por existir investigação policial concomitante sobre os mesmos fatos, reservaram-se no direito de não se manifestar no processo administrativo, até inteirarem-se do que lhes seria imputado na esfera criminal.

73. Não obstante as defesas trazerem esses novos documentos e informações, não apresentados na fase de investigação, a Acusação optou por não utilizar a prerrogativa de apresentar manifestação técnica complementar sobre tais pontos, prevista no art. 38 da Resolução 45. Afirmou apenas que *“diante da peça acusatória e do teor das defesas dos acusados, não se faz necessário complementar a manifestação da área técnica nos autos”* (1410830).

74. Porém, assim como a revelia não torna incontroversas as alegações da acusação, também na situação presente a ausência de manifestação da Superintendência acusadora sobre os elementos de defesa trazidos pelos Acusados não os torna incontestes⁶.

75. Dito isso, as defesas buscam justificar as transferências de, principalmente, três formas: (i) prestação de serviços não relacionados ao projeto Cais Mauá; (ii) pagamentos feitos por engano e devolvidos prontamente; e (ii) mútuos pessoais.

IV.1. Prestação de serviços não relacionados ao Projeto Cais Mauá

76. Nesse grupo, estão transferências que ICLA, Luiz e Júlia alegam terem sido feitas como pagamento por serviços prestados pelos beneficiários ligados à ICLA, sem relação com o Projeto Cais Mauá e oriundos de outras relações comerciais legítimas entre Finance, ICLA e suas partes relacionadas:

- a) Finance para ICLA – as transferências, no total de R\$ 1,7 milhões, foram pagamentos por serviços de assessoria técnica à Finance na prospecção de oportunidades de investimentos e análise de viabilidade econômica e financeira, ligadas a investimentos no setor de infraestrutura (implantação de trens sobre trilhos na cidade de Porto Alegre). Foi

⁶ Registro a contribuição de Marcelo Vieira Ribeiro, assessor de minha equipe, que me trouxe esta ponderação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

apresentado o contrato do respectivo serviço, a cobrança dos valores devidos e vários documentos em demonstração da prestação dos serviços (1402540, docs. 39, 40 e 41).

- b) Silvio para ICLA – Divide-se o valor total transferido de R\$ 641 mil entre duas justificativas, (i) R\$ 242,5 mil por engano (v. a seguir, §78) e (ii) R\$ 398, mil referentes a “Análise de Oportunidade de Investimentos” (1402540, doc. 39) elaborada pela ICLA, tendo sido juntados pela defesa em demonstração da prestação dos serviços o contrato e um documento produzido com a análise (1402540, docs. 40 e 41).
- c) Huber Participações para a ICLA – as transferências totalizaram R\$ 4,5 milhões e referem-se a pagamentos por serviços de estruturação de fundos de investimento, consultoria financeira e intermediação na venda de CCIs. Foram juntados cinco contratos de prestação de serviços (1402540, docs. 42-46), suas notas de cobranças (1402540, docs. 47, 49, 51, 53 e 55) e os documentos oriundos dessas relações (1402540, docs. 48, 50, 52, 54 e 56), em demonstração da prestação dos serviços.
- d) Huber Participações para Hórus – as transferências totalizaram R\$ 2,8 milhões e foram pagamentos por serviços de prospecção de oportunidades de investimento e consultoria em investimento imobiliário. Como evidência a Defesa apresenta dois contratos de prestação de serviços (1402540, docs. 57 e 58), notas de cobrança (1402540, docs. 59 e 60) e documentos em demonstração da prestação dos serviços (1402540, docs. 61 e 62).
- e) Hórus Participações para Julia– com base nas transferências da Huber para a Hórus, a Acusação estabeleceu um vínculo de transferência indevido da Hórus para Julia. Porém, como expus, houve justificativa coerente para a movimentação financeira entre a Huber e a Hórus e, sem maiores detalhes sobre a transferência da Hórus para Julia Abreu, não há como considerar que esta seria considerada como ilícita (afinal, a Acusação sequer especificou qual valor Julia teria recebido do montante total recebido pela Hórus).
- f) Huber Participações para Positiva – a transferência foi no valor de R\$ 360 mil e refere-se ao pagamento por serviços de intermediação na venda de CDBs. Como provas, foram apresentados o contrato de prestação de serviços, celebrado em 31.03.2014 (1402540, doc. 67), a cobrança por meio de nota (1402540, doc. 68) e documentos em demonstração da prestação dos serviços 1402540, doc. 69).
- g) Huber Participações para a IAP 2006 – a transferência foi no valor de R\$ 281.550,00 e estaria relacionada a um contrato tratado do pagamento por serviços de consultoria financeira. Foram apresentados o contrato de prestação de serviços, celebrado em 27.01.2015 (1402540, doc. 70), a cobrança por meio de nota (1402540, doc. 71) e os documentos em demonstração da prestação dos serviços (1402540, doc. 72).

77. A favor da regularidade desses pagamentos, a defesa anexou também extenso Parecer Contábil, que analisou os contratos e atestou que “os valores cobrados pelos serviços prestados



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

em todos os contratos listados, e na proposta, apresentam coerência devido a sua complexidade, escopos e volumetria de horas trabalhadas” (1402540, Doc. 36).

78. Como mencionado, a Acusação não se manifestou sobre esses documentos e alegações, nem na peça acusatória (pois a eles não tivera acesso), nem na manifestação complementar.

79. Entendo que os documentos apresentados em suporte a cada transferência, acrescida da auditoria anexada pela defesa, justificaram de forma consistente, a meu ver, a prestação dos serviços e respectivos pagamentos, não se sustentando a tese de que tais transferências teriam configurado vantagens indevidas para seus beneficiários.

IV.2. Pagamentos diversos ou feitos por engano e devolvidos

80. Nesse grupo, situam-se as seguintes transferências:

- a) Ademir para ICLA – A transferência de R\$ 75.090,00, em 29.9.2014, foi feita por engano e restituída no mesmo dia, comprovado pelos registros contábeis da ICLA (1402540, doc. 38).
- b) Silvio para ICLA – A transferência de R\$ 242,5 mil, em 29.9.2014, foi feita por engano e restituída no mesmo dia, comprovado pelos registros contábeis da ICLA (1402540, doc. 38).
- c) Huber Participações para a Wired e Wired para Júlia– As transferências para a Wired estão suportadas por duas NFs em 26.5.2015 e 30.7.2015, no total de R\$ 533,8 mil (1402540, docs. 63 e 64). A empresa tinha entre seus sócios Julia, a quem a Acusação imputa o recebimento de R\$ 393,6 mil. A defesa reconhece apenas R\$ 48,9 mil, acrescentado que a Wired possuía um total de 27 sócios, todos profissionais liberais que prestavam serviços para diversas empresas. Júlia, com 1,18% de participação, não teria conhecimento de todos os serviços prestados pela sociedade. Ademais, o que mais importa é o pagamento da Huber para a Wired ter tido contrapartidas, como evidenciado pelas notas fiscais; a distribuição de resultados de uma sociedade para uma sócia presume-se lícita, e como não há detalhes sobre a transferência da Wired para Júlia, não há evidência de ilicitude no pagamento.

81. Pelas considerações acima, entendo que as transferências acima também não corresponderam a tentativas de obtenção de vantagem indevida. Além da demonstração de erros como duplicidade de contabilização, falta

IV.3. Mútuos

82. Por fim, este último grupo envolve transferências que, segundo as defesas, seriam relativas a contratos de mútuo firmados entre alguns dos Acusados, como parte de uma dinâmica de desenvolver maior relação de confiança e ampliar relações comerciais:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- a) Silvio para Luiz– A Polícia Federal identificou duas transferências de Silvio para Luiz R\$ 798 mil em 8.6.2013, e R\$ 200 mil em 30.8.2013. Em sua defesa, Luiz apresentou dois contratos de mútuo emprestando os valores indicados a Silvio, o primeiro datado de 10.4.2013 e, o segundo, de 10.7.2013, “*sendo o comprovante de depósito ou de transferência eletrônica prova da entrega dos recursos*”. Não há prova direta de transferências bancárias de Luiz para Silvio, mas, para cada contrato, foi apresentado um recibo dando quitação do valor total do mútuo, referenciando a conta corrente de Luiz. Os recibos têm as datas de 8.6.2013 e 30.8.2013, ou seja, a alegação da Defesa é que as transferências identificadas na investigação policial seriam os pagamentos dos mútuos (1402540, docs. 75 e 76).
- b) Ademir para Luiz – A Polícia Federal identificou a transferência em 2013 de R\$ 1.099.000,00 de Ademir para Luiz, por meio de cinco transações. Em sua defesa, Luiz apresentou três contratos de mútuo que, somados, chegam ao valor indicado. O primeiro, datado de 08.01.2013, tinha Ademir Schneider como mutuante e Luiz Abreu como mutuário, e valor de R\$ 240.000,00, transferidos em três parcelas de R\$ 80.000,00 em 08, 10 e 14.01.2013. Foi apresentado um recibo de quitação em espécie do valor integral por Luiz Abreu, na data de 31.01.2013. O segundo, datado de 04.06.2013 e, o terceiro, de 10.06.2013, tinham Luiz Abreu como mutuante e Ademir Schneider como mutuário, e valores de R\$ 401.000,00 e R\$ 458.000,00, sem apresentação dos comprovantes dessas transferências de Luiz Abreu para Ademir Schneider. Para cada um, foi apresentado um recibo dando quitação a Ademir Schneider do valor total do mútuo, referenciando a conta corrente de Luiz Abreu, datados de 08.06.2013 e 30.08.2013, que se supõe sejam as datas das transferências identificadas pela Polícia Federal (1402540, doc. 80).
- c) Sandra Huber para Luiz Abreu – A Polícia Federal identificou a transferência em 2013 de R\$ 800.000,00 de Sandra Huber para Luiz Abreu, por meio de três transações. Em sua defesa, Luiz Abreu apresentou um contrato de mútuo 10.03.2013, no valor de R\$ 800.000,00, sem apresentação do comprovante dessa transferência de Luiz Abreu para Sandra Huber. Foram apresentados três recibos dando quitação a Sandra Huber do valor total do mútuo, referenciando a conta corrente de Luiz Abreu e, datados de 20.06.2013, de R\$ 200.000,00, 21.06.2013, de R\$ 300.000,00, e 26.06.2013, de R\$ 300.000,00, que se supõe sejam as datas das transferências identificadas pela Polícia Federal 1402540, doc. 81)
- d) Silvio Marques para OITW Participações e MHFT – A Polícia Federal identificou a transferência, por Silvio Marques, para as sociedades do Grupo NSG, OITW Participações, R\$ 515.000,00 em sete transações, e MHFT, R\$ 281.500,00, em quatro transações. Da mesma forma que nos casos acima, a defesa de Luiz Abreu, controlador das citadas sociedades, apresentou contratos de mútuo e recibos de quitação, dois em que ele aparece



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

como mutuante e teria, em nome das empresas, emprestado os valores em espécie e recebido os pagamentos em conta bancária, e outro em que o mutuante é Sílvio Marques, que emprestou por meio de transferência bancária e recebeu o pagamento de Luiz Abreu em espécie (1402540, docs. 77, 78 e 79).

- e) Ademir Schneider e Huber Participações para Paulo Lima: Em sua defesa, Paulo Lima, ex-diretor da ICLA, justificou o recebimento, em 2014, de valores de Ademir Schneider (R\$ 43.600,00) e da Huber Participações (R\$ 81.360,00) pelo fato de ter precisado de recursos para fazer frente a despesas imprevistas. Também anexou contratos de mútuo e recibos de quitação, mas sem apresentar comprovantes bancários das transferências referentes ao pagamento dos mútuos (1402525 a 1402530).
- f) Huber Participações para Julia Abreu – A Acusação aponta a transferência de R\$ 202.818,02 da Huber Participações para Julia Abreu, em 12.02.2015, poucos dias depois da Huber haver recebido, em 27.01.2015, R\$ 9,1 milhões da Finance, que na mesma data havia recebido R\$ 10,7 milhões do FIP CMB. A defesa de Júlia Abreu alegou tratar-se de recursos para custear um programa de MBA no exterior, que teria feito em benefício da CMB. Apresentou contrato de mútuo datado de 03.02.20015 e recibos de quitação emitidos entre março e julho de 2015, sem apresentar comprovantes bancários (1402540, doc. 74). Também apresentou informações sobre o MBA, que indicam ter sido ele realizado entre setembro de 2015 e setembro de 2017 (1402540, doc. 73).

83. A defesa conjunta de ICLA, Luiz e Júlia Abreu alega que a Acusação teria destacado apenas as transações feitas pela Finance e suas partes relacionadas na condição de mutuantes, sem relacionar as transferências provenientes da ICLA ou suas partes relacionadas, seja como mutuante ou como pagamento de valores a elas emprestados. Com isso, teria se omitido, na peça acusatória, que os mútuos foram quitados, fato que afastaria qualquer hipótese de recebimento de vantagem indevida, pois teria havido o retorno dos recursos transferidos, nos termos contratados.

84. Em outras palavras, diz a Defesa que a peça acusatória traria apenas o fluxo de dinheiro direcionado às pessoas ligadas à ICLA, não relacionando o que possuía o sentido oposto, trazido pelos documentos apresentados na defesa. Concordo que a Defesa traz suporte documental para o que afirma e que, supondo verídicas as afirmações dos defendentes acerca da realização dos mútuos, fica descaracterizada a vantagem indevida que, na tese acusatória, teria consistido nesses repasses. Apenas faço uma ressalva em respeito ao trabalho desenvolvido pela Acusação, que ao que tudo indica não tinha qualquer elemento para supor que tivesse havido fluxo no sentido contrário – afinal, tais afirmações e documentos só vieram a seu conhecimento quando da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

apresentação das peças de defesa. Assim, não cabe dizer que a Acusação foi omissa. A meu ver, foi coerente com as evidências de que dispunha quanto a esta parte do processo.

85. Tratando do teor das provas, a prática usual permite a comprovação de transferências vultosas por meio de instrumentos seguros (comprovantes bancários, depósitos identificados, extratos, etc). Desse modo, a falta de extratos bancários ou outros registros objetivos que demonstrem as transferências dos valores enfraquece em certa medida a narrativa da Defesa.

86. Por outro lado, conforme consignado nos contratos de mútuo e nos recibos de quitação, boa parte dos valores teria sido pago em espécie, além de, como alegado pelos Defendentes, por conta e ordem, cancelamento de outras dívidas etc., pelas pessoas ligadas à ICLA aos beneficiários da Finance. Realmente, o pagamento em espécie é forma juridicamente aceita de transferir valores e quitar dívidas, e bem mais comum na época dos fatos do que hoje. Pode até ser indício de outras irregularidades, ainda mais quando se lida com entidades de previdência complementar e quantias elevadas como alguns dos mútuos, mas se a Acusação não seguiu linha investigatória quanto a isso, nem fez ilações nesse sentido, certamente não cabe ao julgador fazer. O que existe nos autos e corrobora a narrativa de que parte das transferências se deu em dinheiro vivo é que os próprios relatórios da Polícia Federal mencionam ter identificado o uso de volumes significativos de dinheiro vivo em transações entre os envolvidos (doc. 1199959, p. 54). Se isso pode ser considerado indício de irregularidades de outras naturezas, como afirmado pela autoridade policial, dentro do recorte fático destes autos essa circunstância objetivamente aumenta a verossimilhança da alegação de esse fluxo em espécie, em parte, correspondeu aos mútuos.

87. Se o relato policial de que as pessoas envolvidas neste caso faziam uso de quantidade substancial de dinheiro em espécie fortalece a tese da defesa, de outro lado não me soa a mais crível das explicações, no contexto de uma relação de negócios, a justificativa apresentada para tantos mútuos – *“estretar as relações comerciais entre as partes e desenvolver, de forma mais rápida e efetiva, uma relação de confiança entre elas”*. Porém, este é um processo sancionador e isto traz duas considerações: uma de mérito e outra de devido processo legal.

88. Quanto ao mérito, o grau de convicção sobre a ocorrência de fatos constitutivos da irregularidade deve ser além da dúvida razoável⁷. O teste real da aplicação dessa garantia se dá quando o julgador considera até mais provável a ocorrência dos fatos como narrados pela acusação, do que sua ocorrência conforme a versão da defesa. É que não basta apenas achar mais provável que o fato seja o da acusação. É preciso chegar a uma convicção firme o suficiente para afastar o inaceitável risco da condenação injusta. E os contratos de mútuo, em conjunto, me trazem uma

⁷ “[A] existência de contra indícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência”. PAS CVM nº 06/95, Rel. Diretora Norma Jonssen Parente, j 05.05.2005.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

dúvida suficiente para impedir essa convicção. Alguns deles até me levam a considerar mais provável sua veracidade (como especificarei ao individualizar as impressões sobre cada acusado).

89. Essa questão de mérito é reforçada por uma circunstância processual. É preciso ter em conta que os defendentes juntaram documentos em que afirmam a ocorrência de fatos desconstitutivos do que a acusação lhes imputa. Nomeadamente, disseram ter realizado entre si negócios jurídicos – os mútuos – e transferido e recebido, reciprocamente, os recursos financeiros relativos a esses negócios – as declarações de que as transferências bancárias identificadas pela Polícia teriam sido precedidas do recebimento dos recursos a título de mútuo.

90. Esses documentos por si só podem até não constituir prova direta das transferências neles afirmadas. Ocorre que para lhes negar a capacidade probatória, é preciso afirmar – ainda que implicitamente – que são documentos falsos. É direito do acusado silenciar acerca do que lhe é imputado, e é uma garantia do devido processo até mesmo o direito de fazer afirmações falsas em sua defesa. Porém, há um salto formidável entre a afirmação que um acusado mentiu em seu depoimento e a afirmação que apresentou à autoridade julgadora um documento falso.

91. Esse salto pode ser dado, conforme o caso. Mas refutar uma prova com a afirmação de que ela é falsa não pode ser algo trivial. Produzir um documento falso e juntá-lo nos autos é conduta tipificada criminalmente. Parece-me impróprio, num processo que se pauta pelo respeito ao contraditório, fazer uma afirmação taxativa de que não só um, mas vários defendentes, praticaram o crime de falsidade ideológica, sem que sequer tenham sido convidados a falar a respeito e se defender dessa alegação.

92. E oportunidade processual houve para isso: a manifestação técnica complementar. Reitero o que afirmei mais acima (§ 74) sobre a inexistência da consequência de tornar incontroversa a matéria por não ser respondida, tanto na revelia quanto na falta de manifestação complementar. Afirmações não documentadas, provas indiretas, indícios – elementos como esses podem perfeitamente ser objeto do juízo de conveniência da Acusação para se manifestar. Ela pode considerar que não precisa falar nada a respeito e contar com a expectativa de que os julgadores compartilhem sua visão de que, por exemplo, determinado fato não está devidamente provado pela defesa, ou de que o fato provado não afasta a imputação. Mas se a única razão para que o conteúdo de um documento seja desconsiderado é que ele seria falso, chegar a essa conclusão mencionando-a pela primeira vez no julgamento não me parece compatível com o devido processo legal. A Acusação deveria usar a oportunidade que tem para reagir às alegações da Defesa para expor sua oposição, por exemplo às afirmações e documentos trazidos, a fim de que se pudesse, no julgamento, desconsiderar a prova – não por eventual insuficiência de seu poder probatório, o que está inteiramente dentro do livre convencimento motivado, mas pela acusação implícita sem direito a defesa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

93. Finalmente, no que se refere aos mútuos em conjunto, a cronologia das transferências enfraquece a tese acusatória de elas terem constituído vantagens indevidas desviadas dos pagamentos feitos pelo FIP CMB à Finance.

94. Uma coisa seria mostrar que a cada transferência do FIP CMB para a Finance, havia transferências no sentido oposto, destinadas a tomadas de decisão sobre o uso dos recursos do fundo de investimento. Isto seria um indício relevante de fraude.

95. Por isso, um descasamento temporal entre as transferências é um importante contraindício. Não prova a independência entre as transferências – afinal, pode-se justamente por cautela aguardar para transferir vantagens indevidas, para reduzir aparências de irregularidade. Porém, o descasamento temporal é um indício relevante da falta de relação entre as transferências e os pagamentos relativos ao Cais Mauá, e a Acusação não traz elementos sobre essa questão. Sua tese é apenas a de que as transferências identificadas pela investigação da Polícia Federal seriam vantagens indevidas, mas não aprofunda a demonstração de compatibilidade entre a cronologia dos pagamentos e das transferências. Há apenas a demonstração de que ocorrem num mesmo lapso temporal, porém muito longo.

96. A Defesa, por sua vez, apresenta essa cronologia cruzada e aponta uma significância muito pouco representativa dos valores de transferências de mútuos, frente às quantias das remunerações legitimamente estipuladas e não questionadas pela Acusação.

97. São contraindícios fortes do entendimento de que os mútuos seriam vantagens indevidas travestidas de negócios lícitos, que em conjunto com os demais e me impedem de ter a convicção necessária para entender presente a fraude.

V – Dolo na conduta individualizada de cada acusado

98. Apesar de o dolo ser um elemento fundamental para a caracterização da fraude, a Acusação faz esforços quase inexistentes de demonstrá-lo. A suposta construção de que teria havido dolo é, para os acusados do polo Finance, o argumento de que esta teria recebido o triplo do que recebeu a GSS, e quanto aos acusados do polo ICLA, o recebimento de recursos.

99. Não há uma mínima tentativa de descrição de como a Acusação entendeu a presença do dolo de cada um dos acusados. Embora isto flerte com a inépcia⁸, considerando que as defesas apresentaram em suas argumentações elementos para descaracterizá-los, resumo minha percepção das alegações e das circunstâncias de cada defendente para tentar enxergar o que na narrativa acusatória pode ser indicativo do dolo – ou, de maneira mais ampla, da intencionalidade de praticar

⁸ Em que pese a colocação do Douto Representante da PFE, durante esta sessão de julgamento, de que o processo administrativo não poderia depender dos mesmos rigores do processo criminal em virtude de falta de formação jurídica de quadros da autoridade administrativa acusadora, entendo que o devido processo legal não pode ser prejudicado pela composição interna dos órgãos da Administração Pública.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

as condutas, independentemente de juízo sobre os outros elementos que constituiriam a operação fraudulenta.

Luiz Eduardo Franco de Abreu:

100. Luiz é descrito como acionista, diretor e presidente do Conselho de Administração da ICLA, e também diretor e presidente do Conselho de Administração da Gestora. Ele era considerado conhecedor de todas as operações e detentor de significativa influência nas empresas do grupo, incluindo a administradora e a gestora.

101. No polo ICLA, é o único que me parece ter uma demonstração clara, nos autos, de ter domínio dos fatos e intencionalidade de ter praticados as condutas. Note-se que em relação aos mútuos, onde afasto a infração por solucionar a dúvida pelo benefício ao réu e pelas considerações acerca dos documentos comprobatórios dos mútuos, foi o suposto destinatário dos maiores volumes – ou mutuante dos maiores valores.

102. Embora não considere presentes os demais elementos da operação fraudulenta, entendo suficientemente demonstrada sua intencionalidade em praticar os atos.

Julia Abreu

103. Julia teve envolvimento com a parte do desenvolvimento dos negócios do Cais Mauá, chegando a ser presidente da CMB. Tinha cargos relevantes nas empresas do grupo ICLA, mas pelo seu papel no negócio, quantias reduzidas das transferências financeiras que a envolvem, e comprovação da realização da pós-graduação para a qual afirma ter recebido o mútuo (com pertinência, inclusive, para o negócio), entendo não estar suficientemente demonstrada a intencionalidade da prática dos atos, por falta da mesma robustez probatória que enxergo presente para Luiz.

Paulo Lima

104. Paulo demonstra ter tido papel secundário no grupo ICLA, sem envolvimento no *front* em que a Acusação afirma ter havido os negócios e transações ilegais.

105. Suas funções não incluíram a gestão de recursos.

106. O recebimento de valores que a Acusação lhe atribui é diminuto. Na verdade, a Defesa demonstrou que ele recebia de empresas do grupo ICLA. A acusação alega que essas empresas teriam recebido quantias indevidas da Finance ou de pessoas a ela ligadas. Mas a Acusação nem mesmo alega que Paulo tivesse qualquer papel de mando na ICLA. Não há nem alegação nem prova de que Paulo sequer soubesse a origem dos recursos dessas empresas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

107. Assim, os elementos dos autos me permitem ter mais que dúvida razoável sobre sua possível intencionalidade, chegando a firme convicção no sentido contrário.

Ademir José Schneider

108. Era sócio e administrador da Finance Moinhos à época dos fatos. Como foi remetente de transferências financeiras de maior expressão, entendo presente a intencionalidade em suas condutas.

Silvio Marques Dias Neto:

109. Sócio e administrador da Finance Moinhos Assessoria e Consultoria Empresarial Ltda. Ele também era sócio da Huber Bittencourt Participações e Assessoria Ltda. à época dos fatos.

110. Realizou diversas e vultosas transferências de recursos. É identificado como remetente de valores para diversos destinatários, incluindo sócios e empresas ligadas à ICLA. Pelos volumes e por seu papel nas empresas do polo Finance, entendo caracterizada sua intencionalidade.

José Antônio Ramos Bittencourt:

111. Pela Finance, buscou novo gestor e administrador para o FIP Cais Mauá. Em meados de 2017, ele procurou a REAG Administradora, apresentando-se como empresário e idealizador do projeto de revitalização do Porto Cais Mauá, com o objetivo de encontrar um novo gestor e Administrador para o FIP Cais Mauá.

112. Não há elementos, a meu ver, que indiquem seu envolvimento nas transferências mais questionáveis, e concluo pela insuficiência da demonstração de sua intencionalidade.

Sandra Mara Huber:

113. Era sócia da Finance e da Huber à época dos fatos. Remeteu alguns recursos para Luiz Abreu, porém pelo conjunto dos fatos me parece inconclusiva a presença de sua intencionalidade, e entendo haver dúvida razoável quanto a isto, de modo que considero não estar suficientemente demonstrada.

Camila Bittencourt Lopes:

114. Camila era sócia da Finance e da Huber. A Acusação não traz qualquer elemento de seu envolvimento em transferências questionadas, apenas recebendo recursos diretamente da Finance e não os remetendo a terceiros. Assim como Paulo Lima, no polo ICLA, os elementos dos autos me levam além da dúvida razoável sobre sua possível intencionalidade, tendo até razoável



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

convicção da ausência de qualquer envolvimento naquilo que as transferências têm de questionáveis.

VI - CONCLUSÃO

115. Diante da ausência dos elementos caracterizadores da operação fraudulenta, nos termos expostos nas seções anteriores, voto pela **absolvição** de todos os acusados da prática de operação fraudulenta, nos termos da Instrução CVM nº 8:

- a) **ICLA Consultoria S.A.;**
- b) **Luiz Eduardo Franco de Abreu;**
- c) **Júlia Costa Franco de Abreu;**
- d) **Paulo José de Lima;**
- e) **Finance Moinhos Assessoria e Consultoria Empresarial LTDA.;**
- f) **Ademir José Schneider;**
- g) **Sandra Mara Huber;**
- h) **José Antônio Ramos Bittencourt;**
- i) **Silvio Marques Dias Neto; e**
- j) **Camila Bittencourt Lopes.**

Rio de Janeiro, 25 de março de 2025.

João Accioly

Diretor Relator