



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
Sede em São Paulo atualmente em reformas
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: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO COMPLEMENTAR DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Tendo lido atentamente o minucioso voto da Diretora Marina Copola, entendi ser pertinente elaborar esta manifestação complementar para registrar considerações que me parecem relevantes acerca de certos pontos do meu voto neste processo, à luz das bem fundamentadas e a meu ver muito plausíveis divergências manifestadas pela Diretora.
2. Como argumentei no voto de relatoria, a obtenção de lucros “extraordinários” ou “desproporcionais” em relação à função desempenhada não constituem ilícito ou, isoladamente, indícios de infração¹. Indivíduos racionais buscarão maximizar seus ganhos. Esse é o comportamento não só normal, como necessário ao funcionamento do mercado (aliás, como também bem ressaltado pelo Presidente Interino em seu voto-vista, o que incluo durante a sessão ao ouvir sua leitura). Em geral, a estratégia utilizada para maximizar os próprios resultados será lícita, mesmo que às vezes, em análise superficial e “intuitiva”, possam parecer questionáveis. Por óbvio, casos há em que a estratégia viola pactos com os demais envolvidos nas transações, ou, como ocorre nas modalidades de fraude (em sentido amplo), deturpa a formação de vontade para aparentemente cumprir os pactos.

¹ Faço referência ao § 15 de meu voto: “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

3. O ponto é que a existência de lucros extraordinários nada quer dizer sobre a licitude dos negócios que os geraram. Apenas pode servir de mote a justificar investigação sobre *como* foram obtidos, dada a menor frequência com que ocorrem em mercados competitivos

II – CONSIDERAÇÕES PONTUAIS

4. De início, apresento alguns contra-argumentos acerca de certas passagens do voto-vista da Diretora.

5. O início de seu voto diz que “*não há evidência de fundamento econômico ou negocial*”² para a estrutura jurídica implementada no projeto de revitalização. Discordo da precisão dessa afirmação. Claro que é perfeitamente aceitável que alguém analise estes autos e entenda que não existem evidências **suficientemente convincentes** quanto às razões econômicas e comerciais na adoção de uma estrutura jurídica de cessões envolvendo a Finance. Tal entendimento está dentro do escopo de livre convencimento do julgador sobre o poder probatório dos documentos juntados. Porém, parece-me qualitativamente diferente dizer que simplesmente não existem, *tout court*, elementos suscetíveis de servirem como prova desse fundamento. Considerando o extenso conjunto documental constante dos autos, é claro que se pode ter um entendimento de que ele não é *convincente*, mas não me parece adequado dizê-lo *inexistente*.

6. Quanto à afirmação da Diretora de que a atuação da Finance “*não se manteve constante*”³ ao longo do tempo, desconheço o que isso deveria significar ou quais deveriam ser as implicações jurídicas e fáticas dessa variação, pois não me consta existir algum dever de “constância”, nem razão para que existisse. Não há em meu voto qualquer pressuposição de que a atuação da Finance deixou de comportar variações ao longo dos anos. Pelo contrário, é legítimo e compreensível que a Finance tenha iniciado sua atuação com um foco (e.g., identificar um comprador do projeto da CMB) e que, durante o desenvolvimento do projeto, tenha passado a considerar o negócio como oportunidade de investimento e adotado um papel mais empreendedor que intermediário.

7. Já em relação ao desconforto manifestado no voto-vista da Diretora em relação aos mútuos conferidos à CMB, chamou-me a atenção a ressalva acerca da “*utilização de instrumentos pouco transparentes e incompatíveis com o profissionalismo e o cuidado esperados em uma companhia de elevado porte e que possuía recursos oriundos de entidades de [...] RPPS*”⁴.

² §4 do voto da Diretora Copola.

³ §5 do voto da Diretora.

⁴ §6 do voto da Diretora.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

8. Sobre a falta de transparência, não me parece necessário o desconforto. Os mútuos foram refletidos nas demonstrações financeiras auditadas da CMB, referentes aos exercícios de 2014 a 2017, com expressa menção na nota explicativa nº 8 – que identifica mutuantes, valores, taxas e prazos (doc. SEI nº 0700872).
9. Quanto à suposta incompatibilidade dos mútuos com “profissionalismo”, também me escapa qual a base jurídica para tal entendimento. É perfeitamente lícita a utilização de mútuos para financiar uma empresa, até porque só há apenas duas grandes categorias: ou é por participação, ou é por dívida. Reconheço que os autos revelam uma certa falta de rigor formal com a estrutura jurídica da operação (tal como os mutuantes não serem apenas a Finance, mas por vezes seus sócios). Mas não há forma rígida prevista para concessão de mútuos e a atuação de um ou mais sócios ao invés da pessoa jurídica pode limitar-se a questão de organização interna dos mutuantes – questão alheia à mutuária.
10. Ademais, não vejo por que a presença de fundos de pensão como detentores indiretos de parte do capital social deveria gerar preocupações com os mútuos, até porque a companhia foi tomadora dos empréstimos, não o contrário. O fato de a companhia possuir recursos oriundos de entidades de previdência complementar tem a mesma relevância para determinar se ela deve ou não receber recursos a título de mútuo, quanto a informação sobre se choveu ou não em Istambul no dia de seu registro na junta comercial.
11. Por fim, em relação à discordância da Diretora quanto à minha afirmação de que a Finance “*comprou incipiente para vender operacional*”, reconheço ser pertinente a divergência⁵. As expressões que usei foram imprecisas. *Pretendi* denotar um sentido mais amplo, figurativo, como “comprou *brownfield* para vender *greenfield*”, “comprou na fase inicial para vender em estágio de maturação mais avançado” ou coisa que o valha. Mas não foi o que *escrevi*. Assim, registro a correção: a ideia é que o projeto ficou menos incipiente do que era, ou mais próximo de estar operacional, devido aos significativos avanços nas tratativas de autorizações para estruturá-lo (v. §22 de meu voto de relatoria).

III – FALTA DE CONTRADITÓRIO SOBRE A ALEGADA FALSIDADE DE PROVAS

12. O que me pareceu mais importante na tese acusatória foram as evidências da confusa dinâmica de pagamentos envolvendo o FIP CMB e os Acusados. Independentemente da proporção das transferências, se houvesse a comprovação do desvio de recursos do FIP CMB, como pagamentos a título de serviços fictícios ou superfaturados, **e tivesse sido essa a tese acusatória** (que não é, como afirmo no §70 de meu voto), com direito à ampla defesa e contraditório, aí realmente seria possível concluir que os Acusados receberam vantagem indevida decorrente do emprego de ardil.

⁵ §16 do voto-vista.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

13. Afinal, as análises da Polícia Federal sobre tais pagamentos servem de indícios de que consistiriam em rebates indevidos. Aliás, significativa a plausibilidade dessa suposição: a tese dos *kickbacks* poderia ser a última peça de um quebra-cabeça para compreender uma operação, à primeira vista, desnecessariamente complexa e confusa. A análise dos contratos constante do voto da Diretora Marina Copola robustece essa plausibilidade.

14. No entanto, minha discordância – desenvolvida nos §§ 72-73 do meu voto⁶ – consiste na inadmissibilidade jurídica, por circunstâncias processuais deste caso, de se imiscuir tão profundamente no teor dos contratos, a ponto de se utilizar até mesmo o rodapé de um dos documentos apresentados pela Defesa, **sem qualquer contraditório**, para se concluir pela sua falsidade⁷. Não há problema em se fazer uma análise nesse nível de detalhe – pelo contrário, é louvável e desejável a atenção destinada ao material probatório. Mas para afirmar falsidade, **isto tem que ser submetido ao contraditório**.

15. E não foi isso que ocorreu. Pelo contrário, o processo foi encaminhado à Acusação para que elaborasse sua manifestação complementar. Ao fazê-lo, ela afirmou expressamente que, *“diante da peça acusatória e do teor das defesas dos acusados, não se faz necessário complementar a manifestação da área técnica nos autos”*⁸.

16. A manifestação complementar é uma prerrogativa da superintendência que elaborou o termo de acusação, cf. art. 38 da Resolução CVM 45. Trata-se de oportunidade para que a Acusação faça uma réplica em relação a novos fatos e argumentos trazidos pelos Acusados na peça de defesa. Mesmo sem a manifestação complementar, o julgador deve fazer seu juízo subjetivo de convencimento sobre o que é apresentado como elementos probatórios. Inclusive, foi esse tipo de análise que quando afirmei que a justificativa dada aos contratos de mútuo – *“estreitar as relações comerciais”* – não me parecia crível⁹.

⁶ 72. ... [N]a fase de investigação, os Acusados não explicaram as transferências, só o fazendo em sede de defesa. Alegam que [...] [se reservaram] no direito de não se manifestar [...] 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).

⁷ No § 68 do voto divergente: “Em relação ao conteúdo da carta, a IAP não especifica quais teriam sido os ‘processos pertinentes do setor financeiro’ da Huber Participações analisados ao longo dos três meses. Como conclusão do trabalho, a IAP sugeriu que a Huber Participações adotasse normas para as atividades rotineiras dos colaboradores, recomendando a implementação de um relatório de registro de auditoria, normas de conta a pagar, gestão de fluxo de caixa e documentos relacionados à gestão de um fundo financeiro destinado ao pagamento de pequenas despesas – procedimentos bastante básicos para uma organização empresarial que, supostamente, teria contratado serviços milionários ligados ao mercado financeiro. Ressalto que a documentação sugerida e encaminhada pela IAP consiste em modelos que foram modificados apenas para constar menções à Huber Participações. Inclusive, **no rodapé** da ‘Planilha de Controle de Fundo Fixo’, é possível verificar que **nem mesmo foi retirada a referência à ‘NSG Capital’**.” (Grifei).

⁸ Doc. nº 1410830, ao qual faço menção no § 73 do voto.

⁹ Conforme §§7 e ss. de meu voto:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

17. Entretanto, existem limites **processuais** de até onde o julgador pode ir nessa avaliação. Se a defesa apresenta uma quantidade vasta de documentos para rebater a alegação de pagamentos indevidos, não me parece poder o Colegiado, **ao julgar o caso**, fazer especulações inéditas sobre sua veracidade ou o contexto em que teriam sido elaborados. Primeiro, porque, analogamente ao processo penal, a convicção dos membros do Colegiado deve se pautar **nas provas produzidas em contraditório** (CPP, art. 155)¹⁰ – e ao ter a oportunidade de contraditar as provas, a Acusação calou-se.

18. Segundo, porque a própria questão da alegação de falsidade de documento é tratada de modo rigoroso não só na esfera penal, como na civil, **onde também se exige que seja aberto o contraditório** às partes envolvidas¹¹. Não pode bastar para cumprir o requisito do contraditório que os acusados tenham a primeira oportunidade de se manifestar sobre o tema apenas ao apresentar o recurso contra sua condenação.

19. Reconheço que pode causar algum desconforto que os contratos não tenham sido apresentados em nenhum momento da fase pré-sancionadora, a despeito de os Acusados terem sido oficiados para prestar esclarecimentos durante as investigações. Não vejo como evitar a cogitação de os documentos terem sido apresentados apenas na peça original de defesa como parte da estratégia processual defensiva. Mas é legítimo que ambos os lados desenvolvam suas estratégias para alcançar seus objetivos, com base nas regras vigentes. E a conclusão não se altera: em cenários como esse, caberia à Acusação, no exercício do contraditório, apresentar manifestação complementar para impugnar a legitimidade dos

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 – *“estreitar 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 razoável. [...] 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 dúvida suficiente para impedir essa convicção [...].

89. Essa questão de mérito é reforçada por uma circunstância processual. [...] [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 [...].

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.

91. [...] [R]efutar 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.

¹⁰ (CPP) Art. 155. O juiz formará sua convicção pela livre apreciação da prova produzida em contraditório judicial, não podendo fundamentar sua decisão exclusivamente nos elementos informativos colhidos na investigação, ressalvadas as provas cautelares, não repetíveis e antecipadas.

¹¹ No processo penal, o juiz poderá proceder à verificação da falsidade de documento de ofício (CPP, art. 147) ou quando provocado. **Em qualquer um dos casos, há a instauração de um incidente em que as partes podem se manifestar (CPP, art. 145)**. No processo civil, a falsidade deve ser alegada em sede de contestação ou réplica (CPC, art. 430), **observada a abertura de contraditório à parte contrário e a realização de exame pericial (CPC, art. 432)**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

documentos. Esse seria o momento de tentar contornar a estratégia processual defensiva. Não no julgamento, não sem contraditório.

20. A Diretora Copola cita o PAS nº 19957.007626/2019-94 (do FIP LSH), de minha relatoria, como precedente para a desconsideração de documentos de defesa. Supostamente, haveria uma incoerência entre o que lá fiz, pois analisei contratos apresentados como fundamento econômico de transferências financeiras que, segundo a tese acusatória, seriam fraudulentas e concluí que não eram legítimos (concordando, afinal, com a Acusação), enquanto neste processo considerei tal análise inadmissível.

21. Apresento aqui o marcante *distinguishing* em relação ao processo ora julgado. **Naquele caso**, pude avaliar a validade dos documentos e concluir por sua invalidade **apenas porque a Acusação se manifestou expressamente sobre eles já na peça acusatória**, apontando contradições materiais e falhas de conteúdo que os tornavam inverossímeis. O contraditório teve como ser, e foi, exercido. Em convencimento motivado, **apoiado em prova sujeita ao contraditório**, concluí que os documentos não tinham verossimilhança.

22. **Nestes autos**, a Acusação não se desincumbiu desse ônus. Portanto, ainda que haja dúvida sobre a idoneidade dos documentos, diante da ausência de contraditório sobre esse ponto, a dúvida deve ser resolvida em favor dos Acusados. Como anotei no voto de relatoria:

92. [...] 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.

IV – CONCLUSÃO

23. Com essas considerações adicionais e a retificação mencionada no §11 acima, mantenho as conclusões de meu voto de relatoria.

Rio de Janeiro, 16 de dezembro de 2025.

João Accioly
Diretor Relator