



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.008718/2020-25

Reg. Col. nº 2435/21

Acusado: ICLA Consultoria Ltda.

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

Camila Bittencourt Lopes

Assunto: Apurar suposta operação fraudulenta na administração e na destinação dos recursos de fundo de investimento em participações.

Relator: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Tendo pedido vista do presente processo para me deter com mais vagar sobre a minuciosa análise realizada pela I. Diretora Marina Copola em seu voto vista, peço vênia para dela discordar e seguir as conclusões do I. Diretor Relator João Accioly, pela absolvição de todos os acusados, pelas razões que exponho brevemente a seguir.

2. Trata-se de acusação de operação fraudulenta na gestão e destinação de recursos do Fundo de Investimentos em Participações Cais Mauá do Brasil ("FIP CMB"), realizada pela ICLA Consultoria Ltda. ("ICLA") no que diz respeito ao seu investimento da sociedade homônima ("Sociedade" e "CMB"), negócio intermediado pela Finance Moinhos Assessoria e Consultoria Empresarial Ltda. ("Finance" ou, em conjunto com a ICLA e demais pessoas físicas acusadas, os "Acusados").



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.gov.br/cvm

3. Para a acusação, a operação, embora tenha se dado por meios privados e empregado instrumentos que não caracterizam valores mobiliários, se adequaria ao tipo ilícito na medida em que serviu como um subterfúgio para subtrair valores dos cotistas do FIP CMB. O caminho acusatório consiste em constatar que o investimento na Sociedade gerou benefício econômico maior para a Finance, intermediadora, do que para a detentora original das participações societárias da CMB, o que serviria como indício de que os valores praticados não teriam fundamento negocial legítimo, mas apenas o intento de gerar prejuízo aos cotistas do FIP CMB.

4. Para a presente análise, não custa relembrar que este Colegiado tem entendimento consolidado no sentido de que são três os elementos essenciais a serem identificados para a devida caracterização de operação fraudulenta nos termos do item I c/c item II, alínea "c", da Instrução CVM nº 8/1979, a saber, (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 para terceiros.

5. Ao fazer o exercício de identificar a prova da presença desses elementos na acusação, enfrente mesmo problema que narrou o Diretor Relator: constato que a desproporção dos lucros da Finance, tão enfatizada e repisada pela acusação, é, por si só, incapaz de levar a qualquer conclusão sobre a prática de ilícito.

6. Se não estamos falando em operação com partes relacionadas, que inspira maiores cuidados em relação à equitatividade e à usualidade dos valores praticados, consideramos que qualquer preço praticado, ainda que pareça desproporcional para terceiros não envolvidos, deve ser visto a priori como resultado de negociação legítima entre partes independentes - nos termos da economia clássica, reflexo do sacrifício que o indivíduo está disposto a fazer em nome do bem almejado. Como bem notou o I. Relator, a aparente desproporção ou estranheza de preços serve apenas como um primeiro indício, que clama por investigação sobre a sua natureza possivelmente fraudulenta ou até mesmo descuidada da negociação (neste último caso, seria ensejada a acusação de quebra de deveres fiduciários pelo gestor de recursos de terceiros, o que não se verifica aqui). Para provar que uma determinada negociação foi fraudulenta, é preciso demonstrar parcialidade e falta de independência dos negociadores, apontando claramente os conluíus que os teriam levado a se desviar do procedimento aprovável.



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.gov.br/cvm

7. Nesse sentido, o que a acusação faz é apontar uma série de transações supostamente realizadas entre a ICLA e pessoas a ela relacionadas, bem como entre Finance e suas próprias pessoas relacionadas, de modo a demonstrar que o sobrevalor obtido pela Finance na operação de intermediação teria sido repassado de maneira espúria aos gestores de recursos de terceiros, que teriam se utilizado de toda a situação para auferir lucros às custas dos investidores do FIP CMB. Entretanto, as transações relatadas nos quadros 9 a 16 do Termo de Acusação não são individualizadas ou devidamente discriminadas, sendo identificado apenas o valor global enviado de uma pessoa a outra e o número de transferências realizadas. Isso foi arguido, inclusive, como argumento de inépcia da acusação pela Finance, dada a dificuldade que gerou às defesas.

8. As defesas, por sua vez, se esforçaram por demonstrar que havia fundamento econômico para que a Finance tivesse ganhado mais dinheiro que a detentora original das participações sociais da Sociedade. A razão estaria no fato de que, mais do que "intermediadora", a Finance foi responsável por assumir a gestão da CMB ainda em fase pré-operacional e conduzi-la até o amadurecimento do projeto. Assim, teria sido remunerada pela valorização que gerou ao negócio.

9. Em relação às transferências entre ICLA e Finance, as defesas se esforçaram para demonstrar a existência de fundamentos econômicos legítimos para as transações, juntando um montante muito considerável de documentos e informações nesse sentido.

10. Feitas as defesas e trazidos aos autos tantos documentos novos que ajudariam na elucidação do caso, a área técnica poderia ter lançado mão da faculdade de realizar manifestação técnica complementar a respeito das razões de defesa, nos termos do art. 38 da Resolução CVM nº 45/2021. A acusação optou por não o fazer, demonstrando confiança de que já tinha se desincumbido do ônus de demonstrar a existência dos elementos do tipo de operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários e que os muitos documentos juntados pelas defesas em nada mudariam essa análise.

11. No voto-vista da Diretora Marina Copola, tais documentos e informações foram detidamente analisados, porém sob viés do qual, novamente pedindo as devidas vênias, me



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.gov.br/cvm

permito apartar. Isso porque a Diretora parece concordar com a acusação no sentido de que a aparente desproporção dos preços pagos à Finance por si só configuraria artil e geraria prejuízo aos cotistas do FIP CMB. A partir daí, parece haver uma inversão do ônus da prova: os Acusados é que precisam provar, em *standards* consideravelmente elevados, o fundamento econômico para a estrutura contratual empregada, para os preços praticados e para as transações realizadas.

12. Além do expediente gerar um problema de inversão do ônus da prova, na minha visão se corre o risco de desprivilegiar os princípios do contraditório e da ampla defesa, consagrados e garantidos no art. 5º, LV, da Constituição da República Federativa do Brasil¹. Isso porque a acusação em momento nenhum realizou uma análise detida dos documentos e informações apresentados pelos Acusados a propósito de defender a legitimidade dos fundamentos econômicos que ensejaram tanto a precificação dos serviços da Finance quanto as transferências financeiras realizadas por ICLA e Finance e respectivas pessoas relacionadas.

13. A doutrina tem classicamente entendido que o direito ao contraditório tem duas decorrências diretas, isto é, que o acusado deve ter direito a ser informado sobre o que pode ser utilizado contra ele em um processo para que, então, tenha direito de reagir². O direito à ampla defesa, por sua vez, entendido como "*adequada resistência às pretensões adversárias*"³, implica que a parte deve ter direito de opinar e se defender de um argumento que possa ser usado contra ela antes da decisão pelo julgador, como enuncia Justen Marçal Filho:

*“Pouca utilidade teria um procedimento administrativo em que não fosse prevista a livre manifestação de todos os interessados. [...] Não existe ampla defesa quando apenas se assegura a garantia de recurso, sem oportunidade de manifestação prévia. Ou seja, a participação do interessado tem de ser efetiva e real.”*⁴

¹ “[A]os litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes”.

² Cf. GRINOVER, Ada Pellegrini. Defesa, contraditório, igualdade e par condicio na ótica do processo e estrutura cooperatória. In: Processo constitucional em marcha. São Paulo: Max Limonad, 1985, p. 5-6.

³ CINTRA, Antonio Carlos de Araújo; GRINOVER, Ada Pellegrini; DINAMARCO, Cândido Rangel. Teoria Geral do Processo. 27. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 90.

⁴ MARÇAL FILHO, Justen. Curso de Direito Administrativo. 10. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 369.



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.gov.br/cvm

14. Assim sendo, entendo que era ônus da acusação analisar cada um dos documentos apresentados pelas defesas e demonstrar como corroboravam, ou não, para a tese de que o preço praticado na operação de investimento do FIP CMB não era fruto de negociação livre e desinteressada entre agentes independentes, mas de conluio formado com a intenção específica de obter vantagem ilícita às custas dos cotistas. Se fizermos esse trabalho argumentativo só agora, corremos o risco de inovar sobre a tese acusatória e tolher o direito dos acusados de se pronunciarem especificamente a esse respeito.

15. Por essas razões, concluo por acompanhar o Diretor Relator para absolver os Acusados das acusações contra eles formuladas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 16 de dezembro de 2025

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo
Presidente Interino