



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003612/2020-35

Reg. Col. 1905/20

Acusados: Jose Carlos Cardoso
Fernando Passos

Assunto: Apuração de responsabilidade de ex-diretores do IRB – Brasil Resseguros S.A. por suposta divulgação seletiva de informações sigilosas e relevantes (art. 155, §1º da Lei 6.404/1976 c/c arts. 3º e 8º da Instrução CVM nº 358/2002 e art. 16 da Instrução CVM nº 480/2009); divulgação de informação falsa ao mercado (art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009 c/c art. 6º da Instrução CVM nº 358/2022); inobservância deliberada do limite estabelecido pelo conselho de administração para recompra de ações (art. 155 da Lei 6.404/1976); e prática de liberalidade em pagamento a administradores em inobservância ao limite global de remuneração estabelecido em assembleia geral (art. 152 c/c 154, §2º, a) da Lei 6.404/1976).

Relator: Presidente Interino Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SPS, com fundamento no artigo 9º da Lei nº 6.385/1976, e na Resolução CVM nº 23/2021, para apurar eventual responsabilidade de José Carlos Cardoso (“José Cardoso” e Fernando Passos (“Fernando” e em conjunto com José Cardoso, “Acusados” ou, quando individualmente referidos, “Acusado”), respectivamente diretor presidente e diretor vice-presidente executivo financeiro e de relações com

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

investidores do IRB – Brasil Resseguros S.A. (“IRB” ou “Companhia”), pelas seguintes condutas:

- (i) José Carlos Cardoso, na qualidade de diretor presidente do IRB, por suposta prática de liberalidade em pagamento a administradores em inobservância ao limite global de remuneração estabelecido em assembleia geral (art. 152 c/c 154, §2º, a) da Lei 6.404/1976); e
- (ii) Fernando Passos, por infração aos seus deveres fiduciários em razão de suposta: (a) divulgação seletiva de informações sigilosas e relevantes da Companhia (art. 155, §1º da Lei 6.404/1976 c/c arts. 3º e 8º da Instrução CVM nº 358/2022 e art. 16 da Instrução CVM nº 480/2009); (b) divulgação de informação falsa ao mercado negando a renúncia do presidente do conselho de administração do IRB (art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009 c/c art. 6º da Instrução CVM nº 358/2022); (c) inobservância deliberada do limite de recompra de ações da Companhia estabelecido pelo conselho de administração (art. 155 da Lei 6.404/1976); e (d) prática de liberalidade em pagamento administradores em inobservância ao limite global de remuneração estabelecido em assembleia geral (art. 152 c/c 154, §2º, a) da Lei 6.404/1976).

2. O presente Processo foi inicialmente instaurado a partir do Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.001517/2020-05 (“Processo de Origem”), o qual foi promovido pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) para apurar se a divulgação de informações pelo IRB sobre renúncia e eleição de membros da administração do IRB foi regular. Em paralelo, foram instaurados outros procedimentos investigativos, relacionados à divulgação de outras informações ao mercado e à apuração de supostas irregularidades contábeis, tendo tais processos de modo geral surgido na esteira de denúncias feitas pela Squadra Investimentos – Gestão de Recursos Ltda. (“Squadra” ou “Gestora”), que abalaram a confiança do mercado sobre a Companhia, em especial quanto à realização de suposta fraude contábil pela administração do IRB e à divulgação de falsa informação de que Berkshire Hathaway seria investidor do IRB.

3. Depois dessas investigações foram promovidos diferentes processos administrativos sancionadores, com diferentes objetivos. Nesse sentido, este Colegiado já julgou e condenou Fernando Passos pela divulgação da falsa informação de que Berkshire



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Hathaway no Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.003611/2020-91², tendo absolvido José Cardoso da mesma imputação. Está pendente de julgamento, por sua vez, o Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.003588/2023-87, que estava suspenso em razão da existência de negociação de proposta de termo de compromisso, que foi finalmente negada em Reunião do Colegiado de 02.12.2025. Neste último processo, que também está sob minha relatoria por conexão, José Cardoso e Fernando Passos são acusados por irregularidades contábeis ao lado de membros do conselho de administração do IRB.

4. Já o presente PAS versa basicamente sobre a atuação de Fernando Passos após as denúncias feitas pela Squadra³: suposta comunicação seletiva com agentes de mercado e jornalistas em resposta às cartas da Squadra; negação da saída do presidente do conselho de administração; e superação do limite supostamente definido pelo conselho de administração para recompra de ações. Além dessas condutas, Fernando Passos e José Cardoso são acusados de liberalidade por aprovarem o pagamento de “bônus” a administradores de uma controlada e ao próprio Fernando Passos, antes da ocorrência das denúncias, em meio a venda de ativos dessa controlada.

5. Como nota introdutória, friso que apesar de este Colegiado já ter condenado um dos Acusados, Fernando Passos, por infração que teria ocorrido na mesma época necessário se centrar sobre as condutas específicas apresentadas no presente caso e nas evidências de autoria e materialidade apresentadas e não no “histórico” dos Acusados para fins de julgamento da conduta, embora possa ser levado em consideração na dosimetria das penas.

II. PRELIMINARES

II.A. FERNANDO PASSOS

II.A.1. Nulidades do Compartilhamento de Informações da Polícia Federal

6. A defesa de Fernando Passos arguiu a nulidade absoluta da Peça Acusatória e, por consequência, do PAS, alegando que o Relatório nº 2/2023-CVM/SPS/GPS-2 se fundamenta em provas obtidas no âmbito do Inquérito Policial 2020.0043250 (“IPL 2020.0043250” ou

² PAS CVM SEI nº 19957.003611/2020-91, j. em 19.12.2024, dir. rel. Daniel Maeda.

³ Embora não esteja expresso na Peça Acusatória, entendo que a narrativa que une as acusações é uma aparente tentativa de evitar que os preços das ações do IRB caíssem.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

“Inquérito Policial”), que foram anuladas pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região TRF-2, em razão da suspeição do juiz. A defesa invocou a tese firmada pelo Supremo Tribunal Federal no Tema 1.238, que afirma a inadmissibilidade, em processos administrativos, de provas consideradas ilícitas pelo Poder Judiciário. A referida decisão foi mantida pelo Superior Tribunal de Justiça (“STJ”), conforme decisão no Recurso Especial nº 2237192 – RJ⁴.

7. Subsidiariamente, a defesa de Fernando Passos pediu o reconhecimento da nulidade das provas obtidas por meio do IPL 2020.0043250, em observância à decisão do TRF-2, e o seu desentranhamento deste processo. Além disso, argumentou que, em razão da nulidade das provas, as acusações relativas à disseminação seletiva de informações em resposta à Squadra, de divulgação da renúncia de I.S.M. e de vazamento de informações sobre programa de recompra das ações da Companhia seriam nulas, ante a ausência de provas.

8. Todos esses argumentos já foram analisados por mim antes deste voto, tendo decidido, na qualidade de relator do presente PAS, pelo desentranhamento das provas apontadas pela defesa de Fernando Passos, em linha com a decisão do TRF-2 e do STJ, e o tarjamento de trechos apontados por ela na Peça Acusatória que fariam referência às provas nulas, com o posterior desentranhamento da versão original da Peça Acusatória. Aproveito para explicar novamente as razões de minha decisão.

9. Embora reconheça a ilicitude das provas derivadas do Inquérito Policial e a necessidade de desentranhamento desses elementos, a preliminar de nulidade integral do da Peça Acusatória e do Processo Administrativo não merece prosperar.

10. O presente PAS foi instaurado a partir de investigações conduzidas pela Superintendência de Processos Sancionadores em um processo administrativo autônomo, que não se baseou exclusivamente nas provas provenientes da Polícia Federal, mas também em documentos fornecidos pela Companhia, depoimentos e outros documentos obtidos de forma independente por esta CVM, de forma que não atinge a validade do procedimento administrativo em sua totalidade.

⁴ Doc. SEI nº 2546765.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

11. Entendo, assim, que a ilicitude reconhecida pelo Poder Judiciário não implica inadmissibilidade da prova obtida na esfera administrativa, restringindo-se aos elementos probatórios diretamente oriundos do Inquérito Policial. Essa, inclusive, foi a determinação expressa do TRF-2:

Também não é atingida por ilicitude direta ou derivada a investigação interna conduzida pela IRB BRASIL RESSEGUROS, que também lastreia a denúncia, nem mesmo o que consta nos Processos Administrativos da CVM (cuja decisão de compartilhamento é nula - processo 5041415-05.2020.4.02.5101/RJ, evento 15, DESPADEC1, mas não as anteriores), não havendo óbice que o inquérito policial prossiga (com nova análise sobre o mencionado compartilhamento e observando o que foi anulado), podendo ser requeridas e deferidas as diligências pertinentes (como eventuais quebras de sigilo, ainda que estas já tenham sido feitas e anuladas), bem como que ser oferecida nova denúncia.

12. A regulamentação da CVM, por sua vez, prevê que os efeitos de nulidade só se estendem aos atos posteriores que dependam ou decorram do ato anulado, conforme art. 40 da Resolução CVM nº 45/2022 (“RCVM 45”). Assim, tendo em vista a explícita determinação judicial e as normas desta Autarquia, entendo que não posso, como relator, determinar a anulação de todo este PAS em razão da nulidade de certas provas.

13. A Peça Acusatória de fato continha múltiplas referências a provas obtidas pelo compartilhamento de informações anulado pelo TRF-2, como bem notado pela defesa de Fernando Passos, mas também faz referência a diversas outras provas, obtidas pela CVM, bem como traz acusações que não possuem nenhuma relação com as informações obtidas através da Polícia Federal. Além disso, observo, que a própria defesa foi bem capaz de notar exatamente quais parágrafos faziam referência às provas anuladas.

14. Entendo, ainda, que irregularidades na peça de acusação de um PAS não gera nulidade para todo o processo, podendo a peça ser emendada para retificação. Nesse sentido, lembro que no processo administrativo da CVM a peça acusatória sempre passa por exame pela PFE-CVM para verificar o cumprimento dos requisitos legais, nos termos do art. 7º da Resolução CVM nº 45/2021, podendo a PFE-CVM determinar que acusação faça ajustes em sua peça inicial. Também pode o relator devolver à área técnica os autos caso a peça



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

acusatória não tenha observado os requisitos legais, para retificação e complementação, nos termos do art. 41 da Resolução CVM nº 45/2021.

15. Não me pareceu adequada, porém, a sugestão da defesa de José Cardoso de devolver os autos para a Acusação preparar uma nova Peça Acusatória, não só porque a Acusação já tomou conhecimento das provas desentranhadas, mas também porque poderia apresentar novos argumentos e evidências, gerando toda uma rediscussão do caso. Entendo que a situação extraordinária do presente processo imponha considerações parecidas com as feitas em relação a manifestações complementares, nas quais, como já se manifestou a Diretora Marina Copola⁵, deve-se preservar, o quanto possível, a estabilidade da peça acusatória, de modo a evitar um contencioso infinito.

16. Além disso, noto que, com exceção das provas anuladas, não há alteração do conjunto de provas juntadas aos autos e que devem ser levadas em consideração como um todo pelo Colegiado, de modo que não deveria haver mudança na Peça Acusatória, salvo para reduzir os argumentos e conclusões baseados nas provas nulas, mantido o resto da peça com as mesmas informações e argumentos já apresentados aos Acusados.

17. Assim, visando a economia processual e para evitar um contencioso infundável, determinei que a SPS realizasse o tarjamento de todos os parágrafos da Peça Acusatória que faziam referência às provas anuladas e a reapresentasse nos autos, com o desentranhamento do documento não tarjado. Em meu voto, porém, considerei as provas – não anuladas – constantes dos autos e não só as referidas pela Peça Acusatória, como é usual na atuação do Colegiado.

18. É verdade que ao excluir as provas e tarjar trechos da Peça Acusatória determinadas infrações podem se mostrar bastante frágeis, mas vejo os elementos mínimos de admissibilidade da acusação, conforme art. 6º da RCVM 45, inclusive de autoria e materialidade. Se as provas e argumentos apresentados são insuficientes para levar a uma condenação, esta já me parece ser uma questão de mérito. Por tal razão, entendo não ser cabível a anulação das acusações pretendidas pela defesa do Acusado.

⁵ PAS CVM nº 19957.009359/2021-12, j. em 20.06.2024.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

19. O presente PAS prossegue assim com a análise das demais provas e elementos de informação obtidos de forma autônoma pela CVM no curso de sua investigação.

II.A.2. Quebra da Cadeia de Custódia de Provas e Oitiva de Administradores

20. Para além das nulidades citadas acima, referentes ao IPL 2020.0043250, a defesa de Fernando Passos pediu acesso aos dados originais, extraídos de aparelhos celulares, em formato original, de onde teriam sido retiradas mensagens apresentadas neste PAS de Fernando e outros executivos do IRB, e acesso aos relatórios dos profissionais forenses que teriam periciado informações usadas na Peça de Acusação. Por fim, solicitou a realização de nova oitiva de todos os depoentes que se apresentarem perante a Acusação na fase instrutória.

21. Todos os pedidos em questão se baseiam em um argumento mais geral de proteção ao direito de defesa, pelo qual Fernando Passos sustenta a necessidade de observância da cadeia de custódia das provas apresentadas nos processos administrativos sancionadores e de participação ativa da defesa na produção de provas, em especial na colheita de depoimentos. Por essa razão, sustenta a nulidade, por ilicitude, das provas nas quais não haveria comprovação de cadeia de custódia.

22. Tais argumentos são oriundos de interpretações de normas e princípios do direito processual penal, os quais, para a defesa de Fernando Passos, poderiam ser levados em consideração em razão da gravidade das sanções que podem ser aplicadas no âmbito de processos administrativos sancionadores, conforme explicita a 2ª manifestação do Acusado⁶.

23. Evidentemente, o Colegiado desta CVM deve observar os princípios da ampla defesa e do direito ao contraditório nos processos administrativos sancionadores, não apenas em razão da previsão expressa do art. 2º da RCV 45, mas também por aplicação dos ditames constitucionais.

24. A aplicação por analogia do código de processo penal, porém, deve observar os termos do art. 4º do Decreto-Lei n 4.657/1942, a Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro, e por isso só cabe nos casos em que há alguma omissão das normas relativas a

⁶ Doc. SEI nº 2224851.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

processos administrativos sancionadores da CVM e desde que não seja contraditória com essas normas.

25. Entendo que assegurar a higidez das provas usadas em processos administrativos sancionadores realmente é importante, mas não implica adoção automática das formalidades do processo penal, até porque o processo administrativo adota os princípios do formalismo moderado, da verdade material e da economia processual.

26. No caso concreto, observo que os pedidos de acesso a documentos e informações não podem ser atendidos, pois a CVM não recebeu aparelhos celulares ou seus dados, e nem os periciou, mas apenas teve acesso a mensagens obtidas na Investigação Interna conduzida pelo IRB. Todos os documentos utilizados na apuração dos fatos, portanto, constam destes autos.

27. Noto que não existe qualquer impedimento para que as áreas técnicas desta CVM recebam documentos e informações de terceiros em suas investigações. Pelo contrário, o art. 38, § 2º da Lei nº 9.784/1999 estabelece que só podem ser recusadas provas ilícitas, impertinentes, desnecessárias ou protelatórias. E caberia ao próprio acusado que alega que tais provas são ilícitas comprovar essa ilicitude, conforme, art. 42 da RCVM 45, art. 20, *caput*, da Lei nº 13.506/2017 e art. 36 da Lei nº 9.784/1999.

28. Muito embora a defesa do Acusado tenha feito extensas considerações, bem embasadas em doutrina e jurisprudência penal, sobre as consequências da quebra da cadeia de custódia, em relação ao caso concreto simplesmente afirmou que determinadas mensagens teriam sido produzidas, manipuladas e adulteradas unilateralmente pelo IRB, sem apresentar qualquer prova de sua alegação, e concluiu que “constata-se a ausência nos autos da cadeia de custódia nas mencionadas mensagens”, o que inclusive me parece distinto de concluir que houve quebra da cadeia de custódia.

29. Para além disso, tendo a entender que, em razão das peculiaridades dos processos administrativos sancionadores, em especial os princípios que o informam, eventual quebra da cadeia de custódia afeta a valoração da prova, mas não necessariamente resulta em nulidade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

30. Quanto ao pedido de oitiva de executivos do IRB, noto que é baseado na interpretação de que o uso de tais depoimentos só seria admitido se o acusado pudesse participar da oitiva. Mais uma vez, me parece um caso no qual princípios do processo penal não se aplicam ao processo administrativo sancionador. Não apenas por conta dos princípios peculiares ao processo administrativo já elencados, mas também porque a instrução processual em processos administrativos ocorre, de ofício, em fase pré-litigiosa, antes da abertura ao contraditório.

31. Assim, em processos que correm nesta CVM os investigados de fato não participam da fase de instrução, que é movida de ofício pelas áreas técnicas e inclusive sob sigilo sobre as informações necessárias à elucidação dos fatos, se encerrando com a citação dos acusados para apresentar defesa, conforme art. 10, § 2º, da lei nº 6.385/1976, arts. 2º, Parágrafo Único, XII, e 29 da Lei nº 9.784/1999, arts. 3º, 4º, 6º, 8º, 9º, 14 e 21 da Resolução CVM nº 45/2021.

32. O direito ao contraditório e a ampla defesa, por sua vez, é protegido pela possibilidade de o acusado apresentar defesa depois de instaurado o litígio, em linha com os princípios constitucionais, e nessa etapa, aí sim, apresentar e pedir a produção de provas. No presente caso, porém, não vejo razão para deferir o pedido de colher novos depoimentos de todas as pessoas escutadas por esta CVM feito na 2ª manifestação complementar, pois baseada em premissa que não se sustenta em processos administrativos, a necessidade de participação de um acusado na colheita de todos os depoimentos, não tendo sido apresentado qualquer motivo pelo qual tais depoimentos seriam pertinentes para esclarecimento dos fatos ou para a defesa.

33. Em relação aos depoimentos solicitados originalmente nas razões de defesa propriamente ditas, vejo maior razão, pois, em tese, são voltados a depoentes específicos e a esclarecimento de fatos específicos. Considero, porém, que a comprovação de que os diretores do IRB não participavam das deliberações do conselho de administração não tem qualquer pertinência com a acusação feita e nem chegou a ser contraditada pela SPS. Quanto à oitiva dos membros do conselho de administração, noto que a renúncia não se efetiva com a comunicação ao conselho, mas à companhia, nos termos do art. 151 da Lei das S.A., além de a acusação apontar que I.S.M. teria apresentado a renúncia primeiro aos diretores, não ao conselho, de modo que não é necessário para esclarecimento dos fatos conhecer a opinião dos conselheiros sobre o assunto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

34. Feitas tais considerações, adianto que algumas considerações feitas pela Defesa me parecem importantes, mas para fins de valoração das provas, questão de mérito, de modo que não acolho os pedidos de produção de provas e disponibilização de provas e nem a nulidade por quebra de cadeia de custódia.

II.B. JOSÉ CARDOSO

II.B.1. *Supostas inépcia e nulidade da Acusação*

35. A defesa de José Cardoso pleiteou a inépcia e nulidade da acusação alegando que o Termo de Acusação ignorou o contexto de “grande fraude” orquestrada por Fernando Passos.

36. Argumentou, ainda, que a “suposta” assinatura do executivo nos documentos do IRB não pode ser prova válida, visto que a própria SPS reconheceu a existência de “múltiplas versões” dos documentos. A defesa sustenta que a atuação irregular ampla de Fernando Passos envolvia, supostamente, falsificação e adulteração de documentos, tendo sido José Cardoso vítima desse esquema, como demonstrado em outros casos.

37. O pleito de inépcia da acusação por considerar a atuação de Fernando Passos uma fraude global e desqualificar a assinatura de José Cardoso sob o argumento de falsificação não é acolhido.

38. A defesa de José Cardoso busca desconstituir a prova documental com base na alegação de que a falsidade documental, por parte de Fernando Passos, seria um padrão de conduta reiterado do Acusado, o que colocaria a assinatura de José Cardoso suspeita, como se fosse parte do esquema fraudulento.

39. Tal linha argumentativa incorre em uma avaliação de caráter de Fernando Passos para deslegitimar a prova contra José Cardoso, o que não constitui um fundamento jurídico adequado para a nulidade da acusação, pois ao julgador é necessário se ater estritamente aos elementos probatórios existentes nos autos.

40. A presunção de que um documento é inválido apenas porque um co-acusado tem um suposto histórico de falsificação não exime José Cardoso de demonstrar, com provas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

específicas, que sua assinatura nos documentos deste PAS foi forjada, coagida ou obtida mediante vício de consentimento. Como expliquei acima, em processos administrativos cabe a quem faz determinada alegação comprová-la, não tendo o Acusado trazido qualquer elemento para colocar em dúvida os documentos apresentados. Assim, afasto a preliminar suscitada.

II.B.2. Conexão com PAS CVM nº 19957.003588/2023-87 e Retirida do Presente Processo de Pauta

41. Em 23.12.2025 os procuradores do acusado José Carlos Cardoso apresentaram petição⁷, por meio da qual pleitearam a retirada do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003612/2020-35 da pauta de julgamento designada para a presente data, às 15h, sob o argumento central de sua conexão com outros processos administrativos sancionadores, notadamente o PAS CVM nº 19957.003588/2023-87 (“PAS DFs”), bem como da suposta necessidade de saneamento prévio de questões probatórias.

42. Entendo não haver necessidade de que o presente Processo Administrativo Sancionador seja apreciado na mesma sessão de julgamento de outros feitos apontados como conexos – não obstante o reconhecimento da conexão entre os processos – consoante previsto no art. 36, §5º, da Resolução CVM nº 45/2021⁸.

43. Inicialmente, registro que um dos processos apontados como conexos⁹ já foi objeto de julgamento pelo Colegiado no ano passado, circunstância que, por si só, esvazia a alegação de necessidade de apreciação conjunta de todos os feitos relacionados, uma vez que inexiste, nesse ponto, risco atual de decisões conflitantes.

44. No que se refere ao PAS DFs, observo que seu curso processual permaneceu suspenso por período significativo em razão das tratativas relacionadas à eventual celebração de termo de compromisso, que se findou apenas neste mês, no dia 02.12.2025. Tal circunstância, contudo, não impede o regular prosseguimento e julgamento de outros processos conexos que se encontrem em estágio avançado de instrução, sob pena de se

⁷ Doc. 2547847.

⁸ “Art. 36. Os processos devem ser distribuídos por conexão quando:

[...]

§ 5º Os processos conexos devem ser apreciados na mesma sessão de julgamento, salvo decisão fundamentada do Relator.”

⁹ PAS CVM nº 19957.003611/2020-91, Rel. Diretor Daniel Maeda, j. em 19.12.2024.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

condicionar indefinidamente o exercício da função sancionadora da Autarquia a eventos negociais cuja duração e desfecho não são previsíveis.

45. Embora os processos estejam ligados por circunstâncias fáticas e por compartilharem determinados elementos probatórios, as questões centrais a serem analisadas no presente feito não se confundem com aquelas submetidas ao exame no PAS DFs, nem dependem, para sua adequada apreciação, de prévio julgamento daquele processo.

46. Ademais, a conexão prevista no art. 36, §5º, da Resolução CVM nº 45/2021 não impõe, de forma absoluta, o julgamento conjunto dos processos, tratando-se de faculdade atribuída ao Relator, a ser exercida à luz das particularidades do caso concreto.

47. Sobre o tema, o Sr. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, do c. Superior Tribunal de Justiça, sedimentou:

“[N]a linha da jurisprudência desta Corte, a reunião dos processos por conexão configura faculdade atribuída ao julgador, sendo que o art. 105 do Código de Processo Civil (‘Havendo conexão ou continência, o juiz, de ofício ou a requerimento de qualquer das partes, pode ordenar a reunião de ações propostas em separado, a fim de que sejam decididas simultaneamente’) concede ao magistrado certa margem de discricionariedade para avaliar a intensidade da conexão e o grau de risco da ocorrência de decisões contraditórias. (...) Na mesma linha, consoante entendimento assente nesta Corte, justamente por traduzir faculdade do julgador, a decisão que reconhece a conexão não impõe ao magistrado a obrigatoriedade de julgamento conjunto. A avaliação da conveniência do julgamento simultâneo será feita caso a caso, à luz da matéria controvertida nas ações conexas, sempre em atenção aos objetivos acima declinados (evitar decisões conflitantes e privilegiar a economia processual).”¹⁰

48. Entendo, portanto, que o processo em pauta se encontra devidamente instruído e apto a julgamento, não havendo óbice jurídico ou processual que justifique sua retirada da pauta.

¹⁰ STJ, REsp nº 1.255.498 - CE, 3ª Turma, j. em 19.06.2012. No mesmo sentido: STJ, REsp nº 1.366.921, 3ª Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 24.02.2015; TJRJ, Agravo de Instrumento nº 0040312-91.2015.8.19.0000, 24ª Câmara Cível, Rel. Des. Celso Silva Filho, j. em 19.08.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

49. Quanto à alegação de fatos novos e de nulidade de provas em razão da sentença tratada no item II.A.1, o saneamento já foi realizado por meio de despacho proferido por mim, pelas razões expostas naquele item. Julguei não ser necessário tirar o presente PAS de pauta em razão dessa decisão porque: 1) ela já foi informada pela defesa do Acusado Fernando Passos desde a apresentação de suas razões de defesa, tendo trazido aos autos decisão do TRF-2 sobre o assunto e agora decisão do STJ; 2) a decisão resultou apenas na redução da quantidade de provas constantes dos autos deste processo, que já estavam disponíveis a ambos os Acusados; e 3) entendi não ser adequada a apresentação de uma nova peça de acusação pela SPS, mas apenas o seu tarjamento, o que entendo que opera em benefício dos Acusados, que já tiveram oportunidade de apresentar suas razões contra cada argumento e evidência apresentado pela Acusação. Para além disso, noto que a exclusão de provas não afetou a conduta sobre a qual José Cardoso foi acusado, de forma que entendo lhe faltar interesse de agir.

50. Dessa forma, em atenção aos princípios da eficiência processual e da razoável duração do processo, não vislumbro prejuízos no julgamento do presente PAS na presente sessão de julgamento e separada dos demais feitos conexos, inexistindo risco concreto de decisões contraditórias ou conflitantes, em linha com o art. 36, §5º, da Resolução CVM nº 45/2021 e com a prática já adotada por esta Autarquia¹¹.

III. MÉRITO

III.A. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

51. O presente PAS versa sobre condutas, ao menos em tese, muito graves e que se inserem em um contexto de grande projeção midiática, derivada em grande medida da disputa pública entre Squadra e IRB, bem como das investigações policiais e administrativas, inclusive feitas por esta própria Autarquia. Nesse contexto, o acusado Fernando Passos, especificamente, já foi condenado a multa de alto valor por esta Autarquia, ao afirmar para o mercado e seus colegas que a mais famosa firma de investimentos de todo o mundo, Berkshire Hathaway, era investidora do IRB.

¹¹ PAS CVM nº 19957.004381/2021-68, Rel. Presidente João Pedro Nascimento, j. em 11.04.2023. PAS CVM nº 19957.005388/2017-11, de minha relatoria, j. em 31.10.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

52. O presente PAS, a princípio, parece guardar grandes semelhanças com o caso já julgado pelo Colegiado: a grande maioria das condutas imputadas indicaria em tese uma tentativa, em grandes linhas, de manipular os agentes de mercado em meio a uma crise de confiança do IRB, embora a conduta específica de “manipulação de mercado” não esteja aqui em julgamento. A própria defesa de José Cardoso, inclusive, propõe que o Colegiado analise este caso por uma “perspectiva global” de uma “grande fraude” cometida por Fernando Passos.

53. Entendo, porém, que ao julgador a coerência seja um valor fundamental. Assim, reitero algumas considerações que já fiz no PAS 19957.005388/2017 11¹², relatado por mim: “cumpre à Administração Pública exercer seu poder punitivo à luz da lógica do constitucionalismo garantista, voltada à proteção dos administrados em face do *jus puniendi* estatal”. Por essa razão, entendo que cabe ao acusador o ônus de provar a punibilidade do acusado em relação às infrações específicas imputadas, enquanto o julgador deve se ater estritamente aos elementos probatórios existentes nos autos, de modo a observar o devido processo legal e o princípio da presunção de inocência.

54. Tais considerações me levaram, e continuam a me levar, a concluir que em casos de projeção midiática e nos quais há investigações em outras searas, o julgador deve com ainda mais rigor se atentar estritamente ao que consta dos autos, de modo inclusive a se evitar o *trial by media* (julgamento pela mídia), consistente, nas palavras do saudoso advogado e professor Antônio Evaristo de Moraes Filho, como “o julgamento antecipado da causa, realizado pela imprensa, em regra com veredito condenatório, seguido da tentativa de impingi-lo ao Judiciário”¹³.

55. Assim, lembro que já votei na condenação de Fernando Passos por sua mentira acerca do investimento do Berkshire Hathaway, em razão de estarem, naquele caso, presentes todos os elementos de autoria e materialidade suficientes para formação da minha convicção. O presente PAS, porém, trata de condutas diversas e de outras provas, que devem ser analisadas em sua especificidade.

¹² J. em 31.10.2023.

¹³ MORAES FILHO, Antonio Evaristo de. In BARANDIER, Antonio Carlos, in As Garantias Fundamentais e a Prova (e outros temas), Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris Ltda., 1997



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

56. Feitas tais ressalvas, observo um trabalho exemplar feito pela SPS em sua investigação, que reiteradamente buscou por novas provas documentais e depoimentos durante uma investigação que durou alguns anos. Como única ressalva, noto que a estratégia investigativa desta CVM parece ter sido a de ampliar a quantidade de informações obtidas, ao invés de confirmar provas relevantes por outras fontes, o que acabou reduzindo, a meu ver, o valor probatório de evidências chaves, em especial quando presentes contra indícios relevantes.

57. Apesar desse bom trabalho, adianto que o desentranhamento dos autos de informações compartilhadas pela Polícia Federal com a CVM parece ter enfraquecido sobremaneira algumas acusações específicas feitas pela SPS, que embora contenham elementos mínimos de autoria e materialidade para não serem ineptas, não são suficientes para levar a uma condenação. Além disso, observo na Peça Acusatória, especificamente, uma particular dependência de provas documentais produzidas pelo IRB de forma unilateral, sobre as quais avalio necessário algum ceticismo.

58. Como expliquei ao decidir sobre a preliminar apresentada por Fernando Passos, entendo que não existe alguma nulidade, neste âmbito administrativo, sobre as provas apresentadas pelo IRB, mas a valoração que faço delas é afetada não apenas por terem sido produzidas de forma unilateral e por uma Companhia que litiga diretamente contra os Acusados, mas também pelas evidentes deficiências nas práticas de governança corporativa e de gestão de documentos do IRB na época dos fatos, que se tornou evidente neste processo. Essas deficiências, inclusive, me trazem certa dúvida se alguns dos problemas específicos do IRB não seriam muito mais estruturais do que parecem.

59. Feita essa introdução, passo para a análise do mérito.

III.B. DISSEMINAÇÃO SELETIVA DE INFORMAÇÕES

60. A primeira acusação feita pela SPS neste PAS é voltada apenas a Fernando Passos e consiste na suposta disseminação seletiva de informações pelo então DRI do IRB, o que, no entender da Acusação, violaria o art. 155, §1º da Lei 6.404/1976 c/c arts. 3º e 8º da Instrução CVM nº 358/2022 e art. 16 da Instrução CVM nº 480/2009.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

61. Embora não exista uma infração específica de “disseminação seletiva de informações”, noto que a Acusação fez uma tipificação impecável: de fato, ao disponibilizar informações relevantes a pessoas determinadas há violação ao dever de sigilo previsto no art. 155, §1º da Lei das S.A. e no art. 8º da Instrução CVM nº 358/2002, e também ao dever do DRI de zelar pela divulgação de informações de forma ampla, conforme arts. 16 da Instrução CVM nº 480/2009 e art. 8º da Instrução CVM nº 358/2002.

62. Apesar de muito bem tipificada a conduta em tese, não vejo provas suficientes de materialidade.

63. Noto que a referida acusação teve sua origem em meio ao embate público entre Squadra e o IRB. De forma bastante resumida, a acusação sobre esse assunto se iniciou a partir de denúncia da Squadra de que administradores do IRB estariam se reunindo com investidores do mercado, a portas fechadas, para apresentar contra-argumentos àqueles apresentados pela própria Squadra.

64. A partir dessas informações, a área técnica enviou ofícios ao IRB e a instituições financeiras para obter esclarecimentos, bem como gravações e apresentações de teleconferências realizadas pelos executivos do IRB com agentes do mercado. Ao analisar o material obtido das investigações conduzidas de forma autônoma pela CVM, conforme deixa claro a Peça Acusatória, a conclusão foi a de que essas evidências “não nos permitiram concluir que nas aludidas reuniões tivessem sido tratados assuntos que não fossem de conhecimento público acerca do IRB” ou que tratassem de informação não divulgada ao mercado, em linha com o que o próprio IRB havia afirmado em seus comunicados ao mercado.

65. Essa constatação corrobora a avaliação de que a acusação era frágil e que o material obtido por meios próprios da área técnica não logrou comprovar a infração naquele momento. O conjunto probatório que sustentou a acusação detalhada no relatório só foi reunido posteriormente, por meio de compartilhamento de informações com a Polícia Federal.

66. Portanto, removidas, por reconhecimento de nulidade, as provas obtidas por meio do compartilhamento com a Polícia Federal, que constituiu a base de incriminação, as provas válidas remanescentes são insuficientes para sustentar a condenação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

67. Dessa forma, voto pela absolvição de Fernando Passos quanto à acusação de disseminação seletiva de informações (art. 155, §1º da Lei 6.404/1976 c/c arts. 3º e 8º da Instrução CVM nº 358/2022 e art. 16 da Instrução CVM nº 480/2009).

III.C. IRREGULARIDADES NA DIVULGAÇÃO DA RENÚNCIA DE I.S.M.

68. A segunda acusação feita pela SPS neste PAS, também voltada exclusivamente a Fernando Passos, se refere a supostas falhas na comunicação do IRB ao mercado sobre a renúncia de I.S.M., então presidente do conselho de administração eleito pela União, por meio de *Golden Share*.

69. As irregularidades imputadas foram “divulgar informação falsa ao mercado ao negar pedido de renúncia de [I.S.M.] ao cargo de presidente do Conselho de Administração” e fazer isso por meio de comunicado ao mercado, o que violaria o art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009 c/c art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002.

70. A Acusação trata do comunicado ao mercado divulgado pelo IRB na esteira de matéria jornalística que noticiou que I.S.M. teria se “demitido”. Nesse comunicado, a Companhia negou peremptoriamente a renúncia do conselheiro, a qual acabou sendo divulgada no dia seguinte, em outro comunicado ao mercado.

71. A SPS apurou que I.S.M. teria informado sua intenção de renunciar quase uma semana antes aos gerentes responsáveis pelos departamentos jurídico e de governança corporativa da Companhia, os quais, por sua vez, o teriam ajudado a “formalizar” sua renúncia perante a União e informado sua saída a Fernando Passos e José Cardoso.

72. Em seu depoimento, o gerente jurídico B.A. informou que havia uma certa dúvida se I.S.M. poderia apresentar sua renúncia diretamente à Companhia, tendo em vista ter sido eleito por meio de *Golden Share*. Para o gerente, o procedimento correto seria mesmo aquele que acabou sendo adotado pelo IRB, ou seja, a apresentação de uma carta de renúncia à União, a quem supostamente caberia formalizar a saída do administrador.

73. A SPS, por sua vez, afirmou que renúncia se operaria tão logo a Companhia tivesse conhecimento desse ato, o que teria ocorrido quando I.S.M. informou seu desejo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

pessoal de sair, o qual “seria suficiente para a Companhia divulgar ao mercado a iminente saída do executivo”.

74. Em relação a essa controvérsia, o art. 151 da Lei nº 6.404/1976 prevê que a renúncia de administrador se torna eficaz, em relação a companhia, a partir do momento que ele entrega seu pedido de renúncia por escrito para a companhia, razão pela qual esta CVM já decidiu que basta a entrega da carta de renúncia para que ela se torne eficaz perante a companhia¹⁴. Eu mesmo já me posicionei acerca do assunto, defendendo que a renúncia é “ato unilateral e eficaz perante a Companhia desde a sua comunicação”¹⁵. Assim, a manifestação do desejo de renunciar, de maneira informal, e para alguns funcionários da companhia não formaliza a renúncia de membro do conselho de administração.

75. Não me parece, porém, que só caiba divulgar a renúncia de um administrador quando ela se efetivar perante a companhia, uma postura formalista que não condiz com o regime de divulgação de informações de companhias abertas, pautado pelo *full and fair disclosure*. Ao contrário, lembro que a posição praticamente unânime do Colegiado da CVM é a de que a informação relevante não precisa ser necessariamente um fato ocorrido ou definitivo¹⁶. Inclusive, este Colegiado já decidiu que a divulgação de um fato relevante sobre a saída de um executivo é necessária mesmo quando a renúncia não esteja formalizada, em situação bastante similar à deste PAS, como se vê em voto do antigo Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes:

21. A meu sentir, o vazamento da informação, por si só, já se afigurava suficiente a exigir do Acusado algum esclarecimento, ainda que a decisão acerca de sua renúncia ainda não estivesse amadurecida e formalizada junto à companhia. As notícias veiculadas na imprensa em 21, 23 e 24.09.14 decerto não configuravam apenas rumores, posto que foram posteriormente confirmadas por meio do fato relevante divulgado pela Companhia em 25.09.13, após questionada pela CVM. Afinal, ele detinha o total domínio sobre os acontecimentos, não dependia de qualquer outra informação, nem da decisão de terceiros, estava apto a prestar os

¹⁴ PAS CVM nº 02/2004, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 07.12.2005.

¹⁵ Manifestação proferida no PAS CVM nº 19957.003980/2023-26, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 03.12.2024.

¹⁶ Tal como me posicionei no PAS CVM nº 19957.015040/2022-07, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 13.06.2025. No mesmo sentido, os PAS CVM nºs (i) RJ2004/6238, Rel. Pres. Marcelo Trindade, julgado em 05.10.2005; (ii) RJ2006/5928, Dir. Pres. Pedro Marcílio, julgado em 17.04.2007; (iii) RJ2012/10128, Relatora Diretora Ana Novaes, julgado em 10.09.2013; e (iv) RJ2016/7190, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, julgado em 09.07.2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

esclarecimentos sobre a decisão de renunciar aos cargos que ocupava, mas optou por manter o mercado numa incerteza indesejável.¹⁷

76. Destaco que o Diretor Relator do processo referido acima baseou sua decisão no fato de que a intenção do executivo havia vazado para a imprensa e já era suficientemente concreta para não ser apenas um rumor, além de consistir em informação relevante, devido aos cargos ocupados pelo renunciante – diretor-presidente e DRI – e, em especial, ao momento delicado da companhia.

77. Sem abrir mão da coerência com o precedente, não dou razão, em abstrato, para a Acusação em sua afirmativa de que seria “razoável considerar” que o “desejo” manifestado por I.S.M. aos gerentes do IRB seria suficiente para divulgar ao mercado a saída iminente do executivo antes mesmo do vazamento da informação, até porque desejos mudam e na prática de uma companhia aberta me parece até natural que a renúncia de administradores seja negociada e organizada, inclusive para facilitar a sua substituição, só havendo divulgação da saída de administradores quando ela for certa ou tiver sido formalizada.

78. Lembro, inclusive, que apesar de a retenção de informações ser uma “exceção” nos termos da regulamentação da CVM, a prática das companhias aberta brasileiras parece ser a de manter a informação sob sigilo até que o ato ou fato se concretize¹⁸, inclusive para evitar que a proliferação de informações preliminares e apenas potenciais possa ser interpretada como uma forma de “guidance” ao mercado, atraindo escrutínio sobre o conteúdo e o acompanhamento das divulgações.

79. Além disso, não existe previsão na regulamentação da CVM de um comunicado específico para divulgar o “desejo” de renúncia de um investidor e mesmo a renúncia formal só ensejaria, obrigatoriamente, a atualização do Formulário de Referência em 7 (sete) dias úteis, nos termos do art. 24, § 3º, I, da Instrução CVM nº 480/2009, muito embora reconheça que a prática usual das companhias é a de divulgar ao menos um comunicado ao mercado sobre o assunto.

¹⁷ PAS CVM nº RJ2014/2050, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 18.03.2015.

¹⁸ Como reconhecido pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no PAS CVM nº 19957.005949/2016-09, j. em 09.07.2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

80. Dessa forma, só seria obrigatória a divulgação da renúncia em um comunicado próprio caso a informação consistisse fato relevante para fins do art. 3º da Instrução CVM nº 358/2002, cuja avaliação deveria levar em consideração não só o potencial impacto da informação sobre os investidores, mas também a probabilidade de sua ocorrência, como já se posicionou o Presidente Marcelo Barbosa¹⁹, até porque não cabe ao DRI divulgar conjecturas e especulações sem o mínimo de concretude e que podem acabar afetando indevidamente a decisão dos investidores.

81. Mesmo sendo a informação um fato relevante, poderia ainda o DRI decidir por não a divulgar, caso entendesse que sua revelação colocaria em risco interesse legítimo da companhia, exceção que deixaria de existir quando a informação escapasse ao controle da companhia ou quando ocorresse oscilação atípica, nos termos do art. 6º da Instrução CVM nº 358/2002. Ou seja, mesmo se a intenção de I.S.M. renunciar fosse um fato relevante, a obrigatoriedade de sua divulgação, assumindo que era uma informação detida pela Companhia, só ocorreria, efetivamente, a partir da matéria jornalística que noticiou a saída do conselheiro.

82. No presente PAS, não se está a discutir, porém, se houve uma omissão do DRI em prestar esclarecimentos sobre as notícias de saída de um administrador, como no caso do PAS CVM nº RJ 2014/2050, pois o IRB de fato apresentou uma resposta. O que se discute é se o DRI teria feito a Companhia “mentir” nessa resposta e se ela havia sido divulgada da forma adequada.

83. Entendo que, de fato, a informação passada ao mercado objetivamente não correspondia aos fatos, até porque o comunicado ao mercado divulgado pelo IRB não informava que I.S.M. não havia renunciado “formalmente”, mas sim que “NÃO houve pedido de renúncia”, negando, inclusive, que o pedido de renúncia que já havia sido apresentado à União pelo *chairman*. Digo que não correspondia aos fatos, porém, a partir das informações que constam dos autos deste processo e não daquelas que estavam disponíveis para Fernando Passos, que é quem importa para fins de apuração de responsabilidade.

¹⁹ PAS CVM nº 19957.008986/2020-47, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 23.11.2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

84. Como me manifestei recentemente²⁰, não se pode presumir onisciência de um DRI, até porque fazer isso seria lhe imputar responsabilidade objetiva por falhas informacionais, o que não é admitido no direito brasileiro. É claro que se aplica a esses diretores um padrão de diligência mais elevado do que o usual, em razão de suas atribuições, quanto ao dever de manterem-se informados sobre os negócios sociais, mas que não pode ser considerado absoluto. Tanto é assim que a Instrução CVM nº 358/2002 (substituída pela Resolução CVM nº 44/2021) em seu art. 3º, §1º, previa o dever de outros administradores e até dos acionistas controladores em comunicar o DRI acerca de fatos relevantes que tenham conhecimento, de forma a apoiar a transferência de informações a esses executivos.

85. Entendo que para se comprovar que Fernando Passos teria feito a Companhia “mentir”, violando o art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009, deveria a Acusação então demonstrar que o DRI tinha, ou deveria ter, frente ao seu dever de manter-se informado, conhecimento da informação verdadeira, ou no mínimo que ele havia atuado de forma negligente ou imprudente, fazendo a Companhia divulgar informações sobre as quais não teria a mínima certeza se eram verdadeiras, por exemplo. Não me parece, porém, que isto esteja bem comprovado nos autos.

86. A Peça Acusatória fez um excelente trabalho em confirmar que dois gerentes do IRB de fato tomaram conhecimento do desejo de I.S.M. de renunciar quase uma semana antes da divulgação de notícia sobre o assunto. Isso não comprova, porém, um conhecimento dos fatos pelo DRI, a quem cabia divulgar informações ao mercado. As provas de que o DRI teria conhecimento da renúncia de I.S.M. antes da divulgação da matéria jornalística sobre a saída do *chairman* são consideravelmente mais tênuas e possuem contra indícios relevantes.

87. As evidências de que Fernando Passos teria conhecimento da saída de I.S.M. consistem exclusivamente de depoimentos prestados pelos então gerentes do IRB, os quais afirmaram ficar sabendo do desejo de I.S.M. de renunciar no dia 19.02.2020 e que teriam realizado uma reunião com ambos os Acusados sobre o assunto logo depois disso, muito embora só um deles, B.A., tenha apresentado²¹ clareza sobre quando essa conversa teria

²⁰ PAS CVM nº 19957.017629/2024-01, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 02.12.2025.

²¹ Docs. SEI nº 1112900, 1112914, 1112919 e 1112922.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ocorrido, enquanto a outra depoente foi reticente acerca de detalhes desse encontro, afirmando apenas que teria ocorrido no final de fevereiro de 2020²².

88. Ao assistir os depoimentos de Fernando Passos, fiquei com sinceras dúvidas se essa reunião de fato ocorreu. Isso porque o depoente não apenas negou peremptoriamente ter se reunido com gerentes do IRB para falar da saída de I.S.M., como na verdade sequer parecia saber que I.S.M. teria falado primeiro com eles, supondo que as perguntas dos inspetores da CVM acerca do conhecimento de outras pessoas da Companhia sobre a renúncia de I.S.M. se referiam a conversas entre o *chairman* e sua secretaria²³. Aos ser esclarecido que D.T. e B.A. afirmaram ter feito uma reunião presencial com ele no dia seguinte ao que souberam do desejo do *chairman* de renunciar, Fernando negou que essa reunião tenha ocorrido²⁴. Também alegou que sequer estava no Rio de Janeiro, onde ficava a sede do IRB, naquela semana²⁵.

89. Além disso, o Acusado afirmou que na data de divulgação da notícia sobre a renúncia de I.S.M., em 27.02.2020, ele teria tentado verificar essa informação e observado que o conselheiro mantinha seus acessos e benefícios corporativos, tendo concluído que o *chairman* não havia renunciado, o que indicaria, ao menos em tese, que a forte negativa apresentada no comunicado ao mercado não decorreria necessariamente de uma atitude imprudente ou negligente em apurar os fatos. Ainda segundo o Acusado, ele só soube do processo de renúncia I.S.M. quando o próprio conselheiro lhe ligou na noite daquele mesmo dia, tendo recebido na madrugada do dia 28.03.2020 e-mail com cópia do protocolo da carta de renúncia – mas não da própria carta.

90. Pode muito bem ser que o desconhecimento do DRI sobre a renúncia de I.S.M. seja mais uma das “mentiras” de Fernando Passos, mas entendo que cabia a Acusação ter verificado melhor se essas alegações, que me soam bastante detalhadas e específicas, não se sustentavam. Na verdade, a única prova documental relativa ao assunto é o e-mail de I.S.M.²⁶ a Fernando Passos, encaminhado pelo próprio *chairman* a esta CVM, e que na verdade parece confirmar a versão do Acusado: nele consta que os dois teriam falado por telefone e

²² Doc. SEI nº 1111284.

²³ Doc. SEI nº 1293363.

²⁴ Doc. SEI nº 1349108.

²⁵ Doc. SEI nº 1349101.

²⁶ Doc. SEI nº 1070689.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que, em razão disso, o conselheiro encaminhava o protocolo da carta de renúncia apresentada à União.

91. Entendo que eventual desconhecimento do DRI sobre a renúncia de I.S.M. não decorreria propriamente de uma atitude omissa em relação ao dever de informar-se, pois me parece que cabia ao próprio I.S.M. informar seu desejo diretamente a Fernando Passos, se entendesse ser essa uma informação relevante, nos termos do art. 3º, §1º da Instrução CVM nº 358/2002. Não identifiquei sinais de alerta que indicassem a necessidade de uma apuração própria dos fatos, ao menos antes da notícia sobre a renúncia, momento a partir do qual o DRI, de qualquer forma, teria tentado agir, segundo sua versão dos fatos.

92. Nesse sentido, se Fernando Passos não sabia do desejo de I.S.M. renunciar e concluiu que na verdade isto não havia acontecido, era na verdade até desejável que fizesse a Companhia se pronunciar em resposta à notícia divulgada, como já explicou o Diretor Pedro Marcílio em julgamento de sua relatoria: “[deve o DRI] atuar preventivamente, impedindo que informações incorretas sejam tidas como verdadeiras, mesmo quando divulgadas por terceiros. Ele também tem o poder de complementar informações incompletas e divulgar informações não conhecidas.”²⁷

93. Havendo dúvidas se Fernando de fato sabia que I.S.M. havia comunicado funcionários do IRB e a União sobre sua renúncia, não me parece estar suficientemente demonstrado que o Acusado divulgou informação que sabia ser falsa.

94. A SPS imputou também a Fernando Passos irregularidade pelo fato de a resposta da Companhia à notícia de renúncia de I.S.M. ter sido formalizada como um comunicado ao mercado, ao invés de fato relevante. A Acusação é bastante sintética sobre o assunto, alegando apenas que a resposta da Companhia teria “potencial impacto na cotação e na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter as ações do IRB”, de modo que “deveria ter sido feita via Fato Relevante”. Ou seja, apenas afirma a definição de fato relevante.

95. A definição de fato relevante é dada pelo art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, e complementada, à época dos fatos, pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002. Com base

²⁷ PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcílio, j. em 17.04.2007.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

nesses dispositivos, é considerado relevante todo ato ou fato que possa influir de maneira ponderável: (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

96. Como tive oportunidade de explicar recentemente²⁸, me parecia claro que o critério de “relevância” definido pela regulamentação desta Autarquia se baseia na perspectiva dos investidores, não se admitindo seguir cegamente “precedentes” do próprio emissor. Por essa lógica, em meio a potenciais especulações acerca da saída do *chairman* durante as denúncias feitas pela Squadra, me parece que o assunto ganharia particular relevo para os investidores e talvez um fato relevante fosse necessário por ser forma mais adequada para “esclarecer o fato e aprimorar a fidedignidade de informações e a sua disponibilidade ao mercado em geral”²⁹.

97. Observo, porém, que essa minha posição restou vencida no referido PAS CVM nº 19957.017629/2024-01, caso no qual me parecia até mais evidente a necessidade de divulgação de fato relevante em resposta a matérias jornalísticas, pois presente oscilação atípica causada, segundo a própria defesa, pelas referidas notícias. Para mim, a conjunção de fatores tornava evidente a influência da informação, não divulgada como fato relevante, sobre a decisão dos investidores.

98. Ao ler o voto da I. Diretora Marina Copola, acompanhado em grande medida pelo Diretor João Accioly, refleti que a posição que eu vinha adotando acerca da divulgação de fatos relevantes, embora me parecesse seguir as posições mais consolidadas desta CVM, talvez não seja a mais adequada para avaliar condutas de diretores de relações com investidores.

99. Ao julgar que em face de oscilações atípicas e um “caos informacional” caberia ao DRI divulgar fato relevante para reduzir assimetrias informacionais, posso ter indevidamente me colocado no próprio lugar do DRI, ao invés de analisar qual foi efetivamente o processo

²⁸ PAS CVM nº 19957. 017629/2024-01, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 02.12.2025.

²⁹ Conforme voto do Presidente Rel. João Pedro Nascimento no PAS CVM nº 19957.009010/2021- 72, j. em 15.08.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

decisório adotado, se as justificativas apresentadas para as escolhas tomadas são razoáveis e se o fato parecia mesmo relevante.

100. Assim, as práticas setoriais e os “precedentes” da própria companhia de fato podem ser levados em consideração como parte da avaliação se um fato é ou não relevante, como sugeriu a Diretora Marina Copola, pois são alguns dos poucos elementos disponíveis para um DRI avaliar a relevância de uma determinada informação. Além disso, talvez a prática de não divulgar certas informações como fatos relevantes possa acabar gerando uma reação exagerada do mercado quando se decide divulgar dessa forma. Ainda assim, entendo que a avaliação do caso concreto continua a ser necessária e não se pode simplesmente excluir previamente toda uma categoria de informações da divulgação de fato relevante, devendo-se efetivamente dar destaque ao que é destaque para os investidores.

101. Vejo com até mais razão a aplicação desse racional ao presente PAS, pois me parece incontrovertido que era uma prática do IRB divulgar a saída de conselheiros como comunicados ao mercado. Essa prática, de modo geral, me parece razoável, pois o conselho de administração é órgão de funcionamento colegiado e que não se envolve na gestão ordinária dos negócios, de modo que a renúncia de um dos seus membros não costuma afetar de forma apreciável o funcionamento de uma companhia.

102. Observo que no PAS CVM nº RJ2014/2050, onde houve aplicação de multa pela não divulgação por meio de fato relevante a respeito da intenção de saída de administrador, o entendimento deste se deveu não apenas ao fato de o renunciante ser DRI e Diretor Presidente, de forma que a renúncia por si só alteraria bruscamente a alta gestão da companhia, mas principalmente pelo momento específico em que isto teria ocorrido: de grave crise financeira em meio a qual não estaria presente o diretor responsável por organizar os demais administradores e pela relação com os acionistas.

103. No caso específico da renúncia de I.S.M., eleito por *Golden Share*, vejo ainda menos elementos para considerar que se trataria de um fato relevante: ainda que fosse o *chairman*, sua saída não só não afetaria o órgão, como a sua substituição caberia a um único acionista, a União, que já havia sido informado da renúncia do conselheiro, de forma que não afetaria nem a mesma a decisão futura dos demais investidores de exercer um direito inerente às suas ações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

104. Apesar disso, a renúncia de I.S.M. ganhou razoável cobertura jornalística da imprensa especializada, o que talvez apontasse interesse do mercado e potenciais subsequentes negociações de ações em bases assimétricas. Noto, porém, que tais reportagens apontavam que I.S.M. teria renunciado em 20.02.2020, em meio às denúncias da Squadra, e em razão de suposto desconforto do *chairman* com a administração, sem que o IRB tivesse avisado o mercado. Ou seja, eram informações especulativas e que se mostrariam inverídicas pela própria investigação da SPS, de modo que a informação de interesse naquele momento não era aquela que a Companhia detinha – que I.S.M. não havia renunciado – e nem a verdadeira, que se apuraria posteriormente por esta Autarquia – que I.S.M. estava em processo de renúncia por motivos estritamente pessoais.

105. Assim, entendo que negar a renúncia de I.S.M. por meio de um fato relevante conduziria os investidores a concluir que aquele assunto era um assunto relevante, quando na verdade não era, o que inclusive poderia atrair atenção para as outras informações divulgadas e que se mostravam inverídicas frente a apuração do DRI naquele momento – e que se mostrariam falsas na investigação feita pela SPS. Me parece, portanto, que a resposta por meio de comunicado ao mercado foi adequada, considerando que divulgar um fato relevante acabaria por ampliar o ruído na comunicação, aumentar as especulações informacionais e distorcer a percepção de risco, como bem colocou a Diretora Marina Copola no PAS CVM nº 19957.017629/2024-01:

Nesse contexto, a postura adotada pela companhia foi proporcional, ainda que imperfeita, das especulações acerca de suposto favorecimento do controlador – narrativa que, em tese, não correspondia ao conteúdo e nem à natureza da Transação – a administração divulgou comunicado ao mercado, esclarecendo a lógica da operação. Tal medida era coerente com a decisão inicial: não se estava, ao menos teoricamente, diante de um fato relevante, de modo que a situação demandaria apenas um esclarecimento pontual, e não a utilização do instrumento formal, cujo uso indevido pode amplificar ruídos e distorcer percepções de risco.³⁰

106. Observo, ainda, que a SPS não indicou ter havido oscilação atípica em meio à cobertura da saída de I.S.M. A efetiva ocorrência de oscilação atípica não é necessária para se concluir que uma divulgação de fato relevante, até porque a conduta que se avalia é se

³⁰ Voto da diretora Marina Copola no PAS CVM nº 19957.017629/2024-01, Presidente Relator Otto Lobo, j. em 02.12.2025.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

havia probabilidade de afetar a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter valores mobiliários ou exercer direitos a eles inerentes.

107. Noto, porém, que “casos de natureza sancionadora envolvendo a divulgação de fatos relevantes são algumas das raras ocasiões em que algum viés retrospectivo sobre a decisão tomada é admitido”³¹, de modo que a falta de indícios de oscilação atípica me parece um forte indício de que a informação não era relevante para os investidores, ainda mais considerando-se essa ausência em meio a forte cobertura midiática que a cercava.

108. Finalmente, observo que a SEP, ao se defrontar, no PA 19957.001517/2020-05, com as renúncias de outros membros do conselho de administração do IRB que também foram divulgadas por meio de comunicado ao mercado, depois de identificar que não houve oscilação atípica no período, acabou decidindo pela conclusão do processo³².

109. Feitas essas considerações, voto pela absolvição de Fernando Passos quanto à acusação de divulgar informação falsa ao mercado (ao art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009 c/c art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002).

III.D. INOBSERVÂNCIA DE LIMITE PARA RECOMPRA DE AÇÕES ESTABELECIDO PELO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

110. Em relação à terceira acusação feita pela SPS na Peça Acusatória, também voltada exclusivamente a Fernando Passos, trata-se da suposta inobservância de limite para recompra de ações supostamente determinado pelo conselho de administração da Companhia, o que, no entender da SPS, seria uma violação ao art. 155 da Lei nº 6.404/1976. A meu ver, novamente cabe razão à defesa.

111. Noto que o art. 155 da Lei das S.A. trata do dever de lealdade que um administrador tem para com a companhia:

“Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

³¹ *Ibid.*

³² Doc. SEI nº 13158000.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

112. A lealdade é uma conduta esperada dos administradores que, porém, não se materializa apenas nesse artigo, mas também nos artigos 154, 156 e 245 da Lei das S.A.³³, pois, na verdade, é um padrão geral de conduta tal como o dever diligência em sentido amplo.

³³ Nesse sentido, por entender a existência de um dever de lealdade em sentido amplo, que perpassa os artigos 154, 155, 156 e 245: voto do diretor João Accioly no PAS CVM nº 19957.010613/2019-01, dir. rel. Marina Copola, j. em 19.10.2024; e PAS CVM nº 19957.008642/2019-02, Dir. Rel. Flávia Sant'Anna Perlingeiro, j. em 25.07.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Ambos são os padrões que informam como deve ser a conduta dos administradores dentro das suas atribuições, que, afinal, lhes são dadas para atuar em busca dos fins e no interesse da companhia, nos termos do art. 154, *caput*, da Lei das S.A.

113. A definição de padrões gerais de conduta, por sua vez, é uma decorrência do fato de que os acionistas, titulares do capital próprio, delegam a gestão do patrimônio social para terceiros, os administradores, realizar atividades empresariais, muito embora estes não tenham a mesma exposição a riscos e benefícios delas, razão pela qual poderiam não atuar no melhor interesse dos acionistas. Assim, os padrões gerais de conduta informam como deve ser feita a gestão social, sob pena de responsabilização civil.

114. Não vejo, evidentemente, problemas em imputar condutas desleais que não se enquadrem a outros artigos ao art. 155, o qual inclusive textualmente traz o dever de lealdade para o sistema da Lei das S.A. Porém, não observar determinações do conselho de administração não é, em si, uma conduta desleal.

115. O dever de lealdade tem o seguinte significado, de acordo com Luiz Gastão Paes de Barros Leães:

*“[O] artigo 155 da Lei 6.404, de 1976, instituiu o dever de lealdade, consagrando no sistema societário brasileiro o standard of loyalty do direito norte-americano, segundo o qual os administradores, na condução dos negócios sociais, deverão privilegiar os interesses da sociedade, e não os seus próprios interesses, ou os interesses de terceiros. Esse dever deflui do caráter fiduciário das funções do administrador, já que a relação jurídica que prende os administradores à sociedade é uma nítida relação de confiança - ou seja, a sociedade confia a gestão dos negócios sociais aos administradores, sob o pressuposto de que eles irão desempenhá-la no interesse exclusivo da companhia.”*³⁴

³⁴ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “Os Deveres Funcionais dos Administradores de S.A.”. In: *Novos Páreceres*. São Paulo: Singular, 2018, p. 641-646.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

116. Para configurar a atuação desleal de um administrador é necessário demonstrar que ele atuou, dolosamente, de forma contrária aos interesses da companhia, privilegiando interesses próprios ou de terceiros.

117. Embora o desvio de poder, como pude me manifestar recentemente³⁵, seja uma conduta desleal no exercício das atribuições legais e estatutárias, ou seja, no que lhe dá o “poder”, que seria desviado, o dever de lealdade em sentido amplo não se resume a hipótese de desvio de poder, sendo também aplicável a condutas contrárias ao interesse da companhia exercidos fora de suas atribuições, como deixa claro, por exemplo, a vedação ao *insider trading* no art. 155, § 1º da Lei das S.A. Afinal, não se pode admitir que os administradores recebam poderes de gestão relevantes, com remuneração compatível às suas responsabilidades, para no minuto que fecharem o expediente, usarem todas as informações que receberam através de seus cargos em benefício próprio ou de outros.

118. O fato de o dever de lealdade em sentido amplo não se restringir ao desvio de poder, porém, não significa que qualquer atuação com excesso de poderes, ou seja, que viole atribuições legais ou estatutárias ou normas e determinações de instâncias superiores, seja uma conduta desleal. O que caracteriza esse dever é a atuação contrária aos interesses da companhia, que é então o que se deve demonstrar e não foi feito pela Acusação.

119. A recompra de ações, porém, é uma forma plenamente legítima de efetivar a distribuição dos resultados sociais, a qual, inclusive, é o próprio objetivo das sociedades anônima, embora possa, eventualmente, ser contrária aos interesses da companhia, como por exemplo caso coloque em risco a sua solvência, ou caso seja utilizada para beneficiar determinadas pessoas, em detrimento da companhia.

120. Noto que a Acusação até chegou a sugerir que a inobservância do referido limite teria sido realizada por um interesse particular do DRI e que a sua intenção talvez fosse a de influenciar os preços das ações do IRB, muito embora a própria SPS não tenha identificado ilícito de manipulação de mercado. Não houve qualquer demonstração, porém, quanto a esse suposto interesse particular de Fernando Passos e, muito menos, de que ele seria contrário ao do IRB, que afinal é o que importa quando se trata de lealdade.

³⁵Conforme manifestação de voto no PAS CVM nº CVM 19957.005572/2019-22, Dir. Rel. Marina Copola, j. em 09.12.2025.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

121. Quanto à intenção de afetar o preço das ações, a SPS concluiu que “verificou-se a inequívoca tentativa deliberada de influenciar os preços da ação, aproveitando-se da quantidade de ações que seriam recompradas, com o objetivo de elevar, manter, ou diminuir o ritmo de queda das cotações de IRBR3”. Noto, porém, que na verdade as recompras de ações modo geral visam exatamente fazer isso, como sinalização do valor da companhia³⁶, e a Acusação sequer aponta que a suposta atuação nesse sentido seria contrária aos interesses do IRB.

122. Talvez o que a Acusação quisesse dizer, mas não disse, é que o limite estabelecido visaria a solvência da Companhia. Mas não há nenhuma demonstração de que as 2,5 milhões de ações recompradas a mais do que o “limite” colocaram a saúde financeira do IRB em risco, ou mesmo que o objetivo da regra sugerida fosse mesmo essa.

123. Assim, entendo que não foi demonstrada conduta desleal de Fernando Passos.

124. De modo geral, os atos praticados fora das atribuições estatutárias e legais dos administradores são considerados atos *ultra vires*³⁷ e são, portanto, atos exercidos com excesso de poder e não com desvio de poder, como tive oportunidade recente de explicar³⁸. Excesso de poder pressupõe inobservância das atribuições estatutárias ou legais, o que viola a indelegabilidade de atribuições legais prevista no art. 139, mas também a previsão de que os administradores devem exercer as suas atribuições legais e estatutárias para buscar os fins e no interesse da companhia, art. 154, *caput*, da Lei da S.A. O art. 158, II, prevê, ainda, que administradores respondem pelos atos ilegais ou que violem o estatuto.

125. Assim, esclareço também, que atos ilegais podem sim ser sancionados por via administrativa, desde que imputada a infração correta. E inclusive como infração ao padrão

³⁶ Como nota, por exemplo, a Análise de Impacto Regulatório feita pela CVM, ao elencar as principais motivações para recompra de ações: “Sinalização aos acionistas sobre o valor da companhia – Esta é a motivação mais tratada na literatura sobre recompras, com diferentes linhas de análise. Vermaelen (1981, p.140) aponta o efeito ambíguo de sinalização quando a companhia anuncia um programa de recompra de ações. Se, por um lado, a empresa poderia estar sinalizando ausência de usos internos mais rentáveis para o caixa livre (o mesmo seria válido para o pagamento de dividendos), por outro, ela também poderia estar indicando que, na sua avaliação, as suas ações estariam subavaliadas. Há inclusive discussões na literatura se o mero anúncio de recompra (ainda que sem execução posterior) seria capaz de gerar tais efeitos sinalizadores, a exemplo do estudo empírico de Gabrielli e Saito (2004, p.58) sobre o mercado brasileiro.” (CVM. Impactos da recompra de ações em bolsa na liquidez de longo prazo. Rio de Janeiro: CVM, 2017, p. 9.

³⁷ LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas. Vol. II. São Paulo: Renovar, 2009, p. 457.

³⁸Conforme manifestação de voto no PAS CVM nº CVM 19957.005572/2019-22, Dir. Rel. Marina Copola, j. em 09.12.2025.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

geral de conduta leal dos administradores, se a conduta for contrária aos interesses sociais, podendo ser imputada como: desvio de poder, quando realizada dentro das atribuições do administrador, ou infração ao dever de lealdade mais amplo, no caso daquela que esteja fora de suas atribuições, mas relacionada ao exercício de cargo de administrador³⁹, como por exemplo o *insider trading*.

126. Não há, na Lei das S.A., artigo que trate especificamente da observância de normas internas e de decisões emanadas por órgãos hierarquicamente superiores. Não me parece que seja uma decisão fortuita.

127. A lei define atribuições específicas a cada um dos órgãos, indelegáveis, mas sistematicamente comprehende-se que a estrutura organizacional das sociedades anônimas é hierarquizada, até porque a assembleia-geral tem poderes para decidir sobre todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar resoluções sobre isso (art. 121, *caput*, da lei das S.A.), enquanto o conselho de administração fixa a orientação geral dos negócios (art. 142, I), cabendo à diretoria atuar dentro desses parâmetros em seu papel de tornar a companhia presente em seu atos, de acordo com as suas atribuições (art. 144, *caput*).

128. Não há dúvidas, assim, de que a assembleia-geral pode orientar as decisões do conselho de administração e, este, da diretoria, mas não são ordens autoexecutáveis e a lei nem mesmo estabelece um dever de segui-las. Pelo contrário, as atribuições de cada órgão são indelegáveis e os seus membros são responsáveis dentro dessas atribuições. A estrutura hierarquizada é operacionalizada, na verdade, pelo fato de que a assembleia-geral pode destituir os conselheiros e estes, a diretoria. O que significa que não só pode o administrador, no âmbito de suas atribuições, não observar as decisões do órgão hierarquicamente superior, como na verdade deve fazer isso no caso de ser a decisão ilegal, como explicam os autores da Lei nº 6.404/1976, José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho:

“Na hipótese de conflito entre deliberação da assembleia e o preceito legal de não violar a lei ou estatuto, este há de prevalecer. É inquestionável que a Assembleia Geral não pode validamente dar instruções ilegais aos administradores e que estes não têm apenas a faculdade – mas o dever – de não cumprir ordens ilegais. Mas nem sempre a ilegalidade de uma ordem é manifesta, ou incontrovertida, e toda empresa

³⁹ Evidentemente, se a conduta não possui nenhuma relação com o cargo exercido, não me parece sequer que seja uma questão de direito societário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de algum porte mantém serviço de assistência jurídica, de que se valem os administradores para se assegurarem da legalidade de seus atos. O administrador conserva, evidentemente, a liberdade de agir segundo suas convicções, e se não consegue convencer os serviços jurídicos ou a maioria da assembleia da ilegalidade da ordem, deve recusar-se a cumpri-la; mas o fato de assim agir não impede que a Assembleia Geral exerça o poder de destituí-lo.”⁴⁰

129. Caso a ordem seja legal, mas o administrador entenda que não é conveniente ou *ad interesse* da companhia, embora não haja um dever de não a seguir, nada impede que o administrador, por sua convicção, faça isso:

“Tal como observado quanto ao aspecto da legalidade, ou não, da ordem recebida, o administrador que está convicto de que a ordem não atende à conveniência ou ao interesse da companhia, e não consegue convencer seus superiores hierárquicos da sua opinião, pode deixar de cumpri-la, ficando sujeito a ser destituído pelo órgão competente.”⁴¹

130. Salvo em casos nos quais se demonstrar evidente que a não atuação prejudicaria de fato os interesses da companhia, não me parece que uma atuação do tipo seria uma infração ao dever de lealdade. Entendo que a forma adequada de lidar com questões assim é mesmo a destituição.

131. Assim, não me parece que a não observância de uma política interna ou mesmo de uma ordem do conselho de administração, pela diretoria, seja, em si, uma violação aos deveres fiduciários do administrador. O que evidentemente, não significa que as duas coisas não possam acontecer ao mesmo tempo, como o administrador, por exemplo, que deixa de observar normativo interno para beneficiar terceiros em prejuízo da companhia. Mas não é a inobservância da política interna, no exemplo, que torna a conduta desleal, e sim a atuação para beneficiar terceiro em prejuízo da companhia.

⁴⁰ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Órgãos Sociais”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coords.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1126.

⁴¹ *Ibid.*, p. 587.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

132. É claro que a questão não é totalmente sem controvérsias. Em alguma medida, deixar de observar uma determinação da assembleia geral que não seja ilegal talvez possa violar o dever de lealdade, por consistir em uma oposição frontal à vontade da companhia concretamente apresentada⁴², a depender da visão que se tenha sobre o que consiste o “interesse da companhia”⁴³. De qualquer forma, não me parece o caso de decisões do conselho de administração e de políticas internas definidas pela própria administração.

133. Observo que problemas de tipificação da conduta imputada, apesar de muito graves, não são irremediáveis nesta Autarquia, podendo o Colegiado dar nova definição jurídica ao fato, inclusive com base em prova constante apenas dos autos e não do termo de acusação, conforme art. 47 da Resolução CVM nº 45/2021. Entendo, porém, que o instituto deve ser aplicado com grande parcimônia, de forma que o Colegiado, como órgão julgador, mantenha-se devidamente afastado da instrução processual e da acusação⁴⁴, além de evitar um contencioso infundado. Desse modo, entendo que deve ser aplicado às situações nas quais é evidente que os elementos apresentados pela acusação e constantes dos autos apontam para uma outra conduta, diferente da imputada⁴⁵.

134. No presente PAS, porém, simplesmente não me parece que a conduta descrita pela acusação e as provas juntadas sobre o programa de recompra apontem para algum descumprimento de dever fiduciário ou violação a norma legal ou estatutária, enquanto a

⁴² O Diretor João Accioly faz uma interessantíssima reflexão em nota de rodapé do PAS CVM nº 19957.004588/2020-51 nessa linha de raciocínio, embora não se tratando propriamente do dever de lealdade estabelecido na Lei das S.A. e sim do dever de lealdade dos prestadores de serviços de fundos de investimento, que devem lealdade aos investidores propriamente: “Assim, em suma, entendo haver elementos indicativos de que a violação de determinações tão claras do regulamento, e diante do que alegaram os Acusados, sobre terem feito conscientemente a escolha, poderia constituir quebra do dever de lealdade, por ter sido uma infração deliberada à escolha dos investidores, ou seja, com o elemento de dolo – a intenção final de obter resultados positivos não impede, como argumentei pela questão das preferências e diferenças de valor percebido, que se possa caracterizar o privilégio de um interesse em detrimento do outro.” (PAS CVM nº 19957.004588/2020-51, Dir. Rel. João Accioly, j. em 09.07.2024).

⁴³ O diretor Fernando Galdi sugere, nesse sentido, que a assembleia geral é “a manifestação máxima da vontade dos acionistas e, em última instância, da própria companhia” (PAS CVM nº 19957.011101/2019-53, Dir. Rel. Fernando Galdi, j. em 16.11.2021). Embora me pareça correta a proposição, noto que os acionistas não participam do dia a dia da gestão e que cabe aos diretores avaliar o interesse social em casos específicos que se apresentem a eles.

⁴⁴ Necessidade bem defendida pela Diretora Marina Copola no PAS CVM nº 19957.009359/2021-12, j. em 20.06.2024, ao tratar da impossibilidade de se fazer um “aditamento” da acusação por meio de manifestação complementar.

⁴⁵ Como exemplo, destaco a manifestação de voto do Diretor João Accioly no já citado PAS CVM nº 19957.005572/2019-22, Dir. Rel. Marina Copola, j. em 09.12.2025, na qual notou que a descrição feita pela acusação era exatamente a de outra conduta que não a efetivamente imputada aos 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.cvm.gov.br

mera inobservância de uma suposta ordem do conselho de administração, por si só, não gera responsabilização perante esta CVM.

135. Além disso, eu tenho dúvidas de que a aprovação do referido limite era do conhecimento do Acusado quando de sua execução.

136. Não me parece controverso que o Acusado sugeriu o referido limite, mas ele nega ter sido essa regra aprovada na reunião do conselho do IRB de 19.02.2020, enquanto a Acusação sustenta que houve essa aprovação, conforme uma ata do conselho de administração recebida pela CVM. Não me parece, porém, que se possa confiar absolutamente no referido documento. Não que seja falso, mas porque a própria CVM recebeu do IRB outra versão, com redação diferente, e seu conteúdo diverge do extrato de ata disponibilizado à CVM, de forma que talvez não seja o único registro da reunião e talvez nem mesmo o último. Também não é possível verificar quando a ata foi assinada, sendo bem possível que isto tenha ocorrido meses depois da saída de Fernando Passos da administração do IRB, e nem mesmo se o documento foi enviado ao DRI enquanto ele executava o programa.

137. Inclusive, me parece muito estranho que o Acusado teria sugerido, por sua própria conta, estabelecer um sublimite para recompra de ações e depois, em pouco tempo, deixado de observar esse próprio limite. Não se trata de um procedimento previsto na Instrução CVM nº 567/2015. Assim, a única razão que conseguiria ver para isso é a hipótese estapafúrdia de que o Acusado estaria sugerindo que o conselho de administração proferisse determinadas ordens apenas para poder descumpri-las.

138. Quanto ao conhecimento ou não da determinação do conselho, observo que a ata recebida pela Autarquia no âmbito das investigações⁴⁶ em 14.01.2021 não é um documento registrado na junta comercial e que nem sequer contém reconhecimento de firma. Não quero dizer, com isso, que o documento seja falso, mas apenas que não é possível ter certeza quanto ao momento em que ele foi elaborado e assinado, nem se é a única ou última versão do registro da reunião. Essa dúvida surge, inclusive, porque meses antes de receber essa ata, em 13.08.2020, a CVM recebeu uma outra versão⁴⁷, não assinada e com redação diferente, do

⁴⁶ Doc. SEI nº 1177009.

⁴⁷ Doc. SEI nº 1074927 (“ANEXO 1- Ata da 237ª Reunião Extraordinária do CONAD 19.02.20”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

documento. Ambos os documentos só foram enviados para a CVM quando já se tinha passado alguns meses da reunião.

139. Tendo a entender, assim, que, no mínimo, há indícios de que a versão do documento usada como prova pela Acusação foi produzida depois de agosto de 2020, já que o IRB havia enviado naquele mês uma versão não assinada do documento, com outro texto, o que de qualquer forma ocorreu meses depois da saída de Fernando Passos.

140. Para além disso, noto que o extrato da ata da reunião disponibilizado por meio do sistema Empresas.NET⁴⁸ não contém o limite que teria sido estabelecido pelo conselho. Observo que esse documento é o único no qual se pode ter absoluta segurança sobre, pelo menos, a data que foi disponibilizado ao mercado – 19.02.2020, a mesma data em que teria ocorrido a reunião do conselho.

141. A SPS, porém, optou por escolher a ata assinada pelos conselheiros como “verdadeira” porque “foi assinada por todos os conselheiros presentes, os quais rubricaram cada uma das páginas do documento”, de forma que entendo que queira dizer que o extrato divulgado ao mercado seria uma versão “falsa”, assinada “apenas pela Secretaria da Reunião”.

142. Noto, porém, que para fins de divulgação o usual, quando não se adota prática de elaborar a própria ata como um sumário dos fatos, é mesmo a publicação de extrato de ata, em analogia ao art. 130, § 3º da Lei das S.A. E o que se divulga, por ser uma divulgação, geralmente é a cópia ou certidão do extrato, que deve ser assinada pelo secretário ou presidente, não pelos conselheiros, como prevê o item 1.1 da Seção VI do Manual da Sociedade Anônima do DREI.

143. Evidentemente, o extrato pode conter redação distinta do documento originário, mas me parece bastante notável que o documento reproduza praticamente por inteiro a Nota Técnica elaborada pela área do Acusado, com exceção do sublimite para recompra de ações, e seja idêntico às atas recebidas pela CVM exceto quanto a esse ponto e em relação à previsão de que a recompra poderia ser realizada por controladas. Essas pequenas diferenças, inclusive, de fato parecem demonstrar que a prática do IRB, alegada por Fernando Passos,

⁴⁸ <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=739133>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

era mesmo a de reproduzir trechos de uma nota técnica que foram aprovados e deixar de reproduzir os que não foram: mesmo na versão assinada que a CVM recebeu não consta um trecho da Nota Técnica sobre a possibilidade de usar recursos de controladas para a recompra.

144. Para além disso, a defesa de Fernando aponta que o DRI não participava das deliberações do conselho de administração e que ele só teria recebido o extrato da ata, que expressamente não continha o limite para execução da recompra, razão pela qual teria entendido que a matéria não foi aprovada.

145. Ante ausência outros indícios de que ele tivesse sido informado dessa aprovação e inclusive tendo em vista que a versão “final” da ata pode ter sido produzida somente depois de agosto de 2020, entendo que não está comprovado que Fernando Passos teria “dolosamente” infringido o sublimite aprovado pelo conselho de administração para execução do programa de recompra de ações.

146. Noto que a CVM colheu depoimentos de diversas pessoas presentes na referida reunião, de modo que poderia muito bem ter questionado a eles sobre o que havia sido realmente aprovado ali, se o limite de recompra existia. Podia, também, ter pedido à Companhia que enviasse os *e-mails* corporativos que indicassem quais atas foram encaminhadas a Fernando Passos e quando ou os registros de acesso a documentos corporativos por ele ou pessoas de sua equipe, bem como poderia ter solicitado para a Junta Comercial do Rio de Janeiro cópia da ata do conselho de administração registrada ou o livro de registro de reuniões do conselho. Como não o fez, entendo que remanescem dúvidas que operam em benefício do acusado.

147. Por fim, gostaria de destacar que não entendo que esta CVM só possa se valer de documentos registrados ou que tenham firma reconhecida e deve ter muito cuidado ao tratar de casos de falsidades de documentos, que não se pode presumir. As dúvidas que levantei no presente caso se deveram, especificamente, ao fato de haver ao menos três versões razoavelmente diferentes de um mesmo registro de reunião, indicando evidentes problemas de governança corporativa e em práticas de gestão de documentos. Além disso, tratava-se de questão peculiar a este caso saber quando a prova documental foi produzida, tendo em vista que deveria comprovar o conhecimento do Acusado prévio à sua atuação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

148. Assim, voto pela absolvição da acusação de violação ao dever de lealdade na execução de recompra de ações em quantidade superior àquela supostamente determinada pelo conselho de administração (art. 155 da Lei das S.A.).

III.E. PAGAMENTOS DE BÔNUS A EXECUTIVOS DO IRB E DO IRB PARTICIPAÇÕES

149. A quarta e última acusação é formulada contra Fernando Passos e José Cardoso, acusados de suposto ato de liberalidade e inobservância de limites de remuneração de administradores definidos por assembleia geral na realização de pagamentos ao próprio Fernando Passos e aos dois executivos do IRB Participações Imobiliárias S.A. (“IRB Participações”), M.M. e P.D.

150. De forma bastante resumida, a Acusação entende que determinados pagamentos feitos para Fernando, P.D. e M.M. pelo IRB Participações, no âmbito das alienações de uma sociedade estrangeira, a UAIC, e de participações em shopping centers, seriam irregulares porque ultrapassariam o limite de remuneração do IRB e do IRB Participações, de modo que os diretores teriam se apropriado de competência da assembleia geral e do conselho de administração do IRB, resultando em um ato de liberalidade. Assim, a conduta foi tipificada como uma violação conjunta aos art. 152 e 154, § 2º, “a” da Lei das S.A.

151. Embora a Acusação tenha imputado uma infração única de inobservância dos limites de remuneração pela soma de pagamentos feitos a M.M., P.D. e Fernando Passos, a conduta descrita em cada caso é distinta. Enquanto a venda de participações nos shopping centers Esplanada Sorocaba, Internacional Shopping Guarulhos, ParkShopping Brasília, Praia de Belas – Porto Alegre e Shopping Barra – Salvador foi aprovada em uma ata que supostamente conteria a aprovação de pagamento de bônus a M.M., P.D. e Fernando Passos, no caso da venda da UAIC os pagamentos foram formalizados em uma notificação de indenização pelo encerramento da subsidiária assinada pelos Acusados e posterior transferência desse pagamento para o IRB participações⁴⁹ e em relação ao Minas Shopping não há documento que vincule os Acusados.

152. Assim, devo dizer que a acusação não é muito clara sobre qual exatamente é a conduta imputada aos administradores como infração em relação à venda da participação no Minas Shopping. A Acusação se limitou a apontar que os pagamentos feitos a P.D. e M.M.

⁴⁹ Conforme Doc. SEI nº 1074925 (Anexo 16 – Documentos esclarecimento [S.M.]).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

superavam o limite de remuneração dos administradores do IRB Participações para o exercício de 2019, sem especificar quais os elementos de autoria que vinculariam os Acusados à inobservância desses limites.

153. Além disso, muito embora a SPS tenha apontado que Fernando Passos recebeu valores nessa operação, ainda teoricamente dentro dos limites de remuneração aprovados, e tinha conhecimento dos pagamentos, não chegou a demonstrar que o Acusado sabia exatamente quanto M.M. e P.D. receberam, para se imputar conhecimento de que o limite de remuneração havia sido ultrapassado. Já no caso de José Cardoso, não há nenhum elemento que aponte que ele tinha conhecimento desses pagamentos ou deveria conhecê-los.

154. Nesse sentido, mesmo se José Cardoso e Fernando Passos tivessem algum dever de monitorar pagamentos feitos no âmbito do IRB Participações, sobre o qual não foram acusados, não vejo elementos mínimos de autoria em relação à conduta de “deixar de observar os limites de remuneração do IRB e do IRB Participações” no caso da venda da participação no Minas Shopping.

155. Já nas vendas de participações nos demais shopping centers, Fernando e José Cardoso tê-las-iam aprovado, na qualidade de representantes do IRB, junto com “os custos referentes à conclusão das vendas e bônus on/off aos envolvidos na transação”, ao menos em uma das versões da ata da assembleia geral extraordinária de 13.12.2019 (“AGE IRB Par 13.12.2019”). Observo, porém, que tal item teria sido aprovado, expressamente, “com base na orientação de voto definida pelo Conselho de Administração do IRB RE”.

156. Independentemente de essa ata ser verdadeira ou não, como discute a defesa de José Cardoso, eu não consigo ver mínimos elementos de autoria quanto a acusação feita ao então diretor-presidente do IRB, pois mesmo nessa versão do texto não há nenhuma informação pela qual se pudesse sequer imaginar que os bônus seriam pagos a Fernando e diretores do IRB Participações e muito menos que os valores superariam o limite de remuneração dos administradores dessas duas companhias. Lembro que as duas notas técnicas sobre o assunto foram direcionadas, na verdade, ao conselho de administração, não ao diretor presidente, não havendo elementos de prova de que José Cardoso as tivesse conhecido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

157. Além disso, noto que a determinação do conteúdo do voto era atribuição expressa do conselho de administração do IRB e José Cardoso estava na referida assembleia apenas como representante do IRB. Isso não significa que o Acusado devesse simplesmente seguir ordens do conselho, pelas razões que expus em tópico anterior deste voto, mas a avaliação do seu dever de agir deve ser feita tendo em vista os sinais de alerta então presentes e, a meu ver, não havia na redação da ata qualquer indício de que seriam bônus “irregulares” ou que poderiam resultar na liberalidade que lhe é imputada. Observo, inclusive, que um dever de agir assim não seria relativo à conduta desleal, mas na verdade a diligência, decorrência de um suposto dever de supervisão.

158. Quanto a UAIC, vejo problema parecido, pois o documento que “formalizava” os pagamentos de indenização continha apenas uma lista de beneficiários, sem informar os valores que seriam recebidos, o que acabou sendo operacionalizado no âmbito do IRB Participações, sob administração dos próprios P.D. e M.M., de modo que não me parece possível imputar ao Acusado conhecimento da superação do limite de remuneração do IRB Participações⁵⁰.

159. Nesse sentido, já adianto meu voto pela absolvição de José Cardoso.

160. A conduta de Fernando Passos, porém, é muito diferente, pois não há grande dúvida de que o Acusado detinha informações suficientes sobre quem eram os beneficiários do bônus pagos no caso da venda da UAIC e das participações nos demais *shopping centers* – ele próprio, dentre eles – e de quais valores seriam pagos, suficientes para perceber que ultrapassariam os limites de remuneração do IRB e do IRB Participações. Apesar disso, não me parece que Fernando Passos tenha cometido as infrações que lhe são imputadas. A meu ver, a conduta ora tratada não constitui um ato de liberalidade.

161. Antes de me adentrar na questão da liberalidade, observo que os pagamentos feitos ao próprio Fernando Passos, independentemente da qualificação que tenham recebido nos registros de pagamentos internos, não podem ser considerados remuneração para fins do art. 152 da Lei das S.A., pois decorrentes não da sua atuação como administrador do IRB, mas pagos pelo IRB Participações por sua atuação em operações desta controlada e da UAIC,

⁵⁰ Os pagamentos feitos a Fernando Passos, por sua vez, estavam tecnicamente dentro dos limites de remuneração da administração do IRB até a venda dos demais *shopping centers*. Como explico abaixo, porém, tais pagamentos sequer poderiam ser considerados remuneração, pois referentes a serviços prestados a controladas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

nas quais o Acusado não exercia qualquer cargo, o que foi inclusive frisado pela SPS na Peça Acusatória. Lembro que “remuneração” e inclusive “outros benefícios” de que trata o art. 152 da Lei das S.A. se referem aos pagamentos feitos em razão dos cargos ocupados:

“Os “benefícios de qualquer natureza” a que se refere a lei devem ser interpretados de modo amplo, como quaisquer vantagens oferecidas aos administradores, mas devem se restringir aos benefícios pagos aos administradores em razão dos cargos que ocupam na administração. Em outras palavras, pagamentos feitos aos administradores a outro título, por exemplo, pela venda de um ativo ou prestação de serviço à sociedade administrada, não estão sujeitos ao artigo 152 da Lei nº 6.404/1976.”⁵¹

162. Mesmo que Fernando Passos integrasse a administração do IRB Participações, conforme entendimento acima, os pagamentos a título de remuneração estariam sujeitos aos limites do próprio IRB Participações, conforme entendimento deste Colegiado⁵², que inclusive é reproduzido nas orientações da SEP, a qual informa ser apenas uma recomendação a aprovação em assembleia da remuneração da Companhia e de suas controladas:

“Segundo seu entendimento, a melhor interpretação do comando do artigo 152 da Lei nº 6.404/76 é a de que cabe à assembleia geral de cada companhia aprovar a remuneração de seus próprios administradores pelo cargo nela exercido, observados os critérios gerais nele previstos — que servem como balizadores para a decisão assemblear —, sem prejuízo, contudo, da adoção de mecanismos de governança que permitam aos acionistas da companhia definirem a instrução de voto nas assembleias da controlada.

⁵¹ PAS CVM nº 19957.010686/2017-22, dir. rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 07.07.2020. Referido entendimento foi referendado pela Diretora Flávia Perlingeiro no PAS CVM nº 19957.010505/2018-49, dir. rel. Flávia Perlingeiro, j. em 14.12.2021.

⁵² Me refiro ao seguinte trecho da decisão do Colegiado no Processo CVM nº 19957.007396/2017-00, o qual descreve a posição de Gustavo Gonzalez, acompanhada pelo restante do Colegiado: “Assim, no caso de um administrador que ocupe cargos tanto na sociedade controladora quanto na sociedade controlada, em geral, o tempo dedicado às funções em cada uma das companhias e as responsabilidades decorrentes dos cargos ocupados, amparariam a diferença nas remunerações atribuídas nas sociedades, tornando-as proporcionais, e servindo como forma de controle – a ser feito *a posteriori* – quanto a eventuais abusos verificados no caso concreto”. O referido entendimento, inclusive, é reproduzido no Ofício Circular CVM SEP 2025:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Recomenda-se, nos casos em que administradores da companhia aberta, que também ocupam cargos de administradores nas subsidiárias integrais e controladas, e recebem sua remuneração, tanto diretamente, pela própria companhia, quanto indiretamente, por meio dessas subsidiárias integrais e controladas, que levem ao escrutínio da assembleia geral da companhia aberta, tanto a parcela suportada pela própria companhia quanto a parcela suportada por suas subsidiárias integrais e controladas.”⁵³

163. Ou seja, também não se teria verificado a conduta de liberalidade por inobservância dos limites de remuneração nos pagamentos feitos a Fernando Passos. Ainda assim, tais pagamentos poderiam ser uma liberalidade de outro tipo, que não a especificada, e não tenho grandes dúvidas de que Fernando Passos tinha conhecimento dos pagamentos que seriam feitos a P.D. e M.M. e deveria saber que eles ultrapassariam o limite de remuneração do IRB Participações, bem como que atuou para que eles fossem realizados. Embora essas condutas, em tese, sejam bastante graves, não vejo que no caso concreto possam levar a uma condenação por desvio de poder na modalidade “praticar ato de liberalidade”.

164. O art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 consagra o núcleo normativo dos deveres fiduciários dos administradores, estabelecendo que estes devem exercer suas atribuições no interesse da companhia, observadas as exigências do bem público e da função social da empresa. Trata-se de dispositivo estruturante do regime jurídico da administração societária, voltado a assegurar que o poder de gestão seja exercido de forma finalisticamente vinculada, e não segundo interesses pessoais, de terceiros ou alheios ao objeto social.

165. A expressão “fins”, no contexto societário, tem interpretação ampla: abrange tanto a atividade econômica a que a companhia se dedica (o objeto social), quanto a finalidade lucrativa – isto é, a obtenção de resultado positivo e sua partilha entre os sócios. Isso, porém, não se traduz em obrigação de resultado por parte dos administradores, que não respondem pela simples ausência de lucro, mas sim por não buscar diligentemente os fins da companhia.

166. A norma delimita o espaço de discricionariedade legítima do administrador, reconhecendo-lhe liberdade decisória apenas na medida em que suas escolhas se mantenham funcionalmente conectadas ao interesse da companhia. O art. 154, *caput*, da Lei das S.A.

⁵³ OFÍCIO CIRCULAR/ANUAL-2025-CVM/SEP, p. 80.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

opera, portanto, como cláusula geral de contenção do abuso do poder de administração, servindo de parâmetro tanto para a avaliação da regularidade dos atos de gestão quanto para a aferição de eventual responsabilização.

167. Se o *caput* do art. 154 da Lei das S.A. estabelece como os administradores devem agir dentro de suas atribuições, a inobservância dessa forma de agir, dentro das atribuições legais ou estatutárias, consiste em desvio de poder. Como bem lembra Waldecy Lucena⁵⁴, “desvio de poder” se refere ao ato que observa as formalidades legais, mas não o “espírito” da norma. Uma simples infração à norma posta, como seria uma inobservância de atribuições legais estatutárias, seria uma atuação com “excesso de poder” e não com “desvio de poder”, como expliquei em tópico anterior deste voto. Por ser um ato que não observa o espírito da norma e decorrência de dever de lealdade em sentido amplo, entendo que é conduta que só admite modalidade dolosa de culpa.

168. O que faz o § 2º do art. 154 da Lei nº 6.404/1976 é, precisamente, exemplificar hipóteses específicas de desvio de poder. São hipóteses nas quais, atuando dentro de suas atribuições formais, o administrador incorre em desvio de poder, por afastar-se da finalidade para a qual os poderes de administração lhe foram conferidos.

169. Apesar de o art. 154, *caput*, tratar da satisfação do “bem público e da função social da empresa”, entendo que as vedações previstas no § 2º, em razão de suas matérias, possuem escopo delimitado e visam a proteger diretamente o interesse patrimonial da companhia, e não valores abstratos de moralidade ou legalidade em sentido amplo, como bem explica Nelson Eizirik:

*“[A]s vedações previstas nas 3 (três) alíneas do § 2º decorrem da regra segundo a qual o administrador deve atuar para lograr os fins e no interesse da companhia, não dos seus próprios ou de seus eleitores.”*⁵⁵

170. No que se refere à alínea “a”, o dispositivo veda expressamente ao administrador “praticar ato de liberalidade à custa da companhia”, expressão que, segundo interpretação consolidada na doutrina societária e na prática decisória, possui significado técnico próprio e restrito. O conceito de liberalidade, consolidado na doutrina societária clássica de Trajano

⁵⁴ LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas. Vol. II. São Paulo: Renovar, 2009, p. 468-470.

⁵⁵ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. III, 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 141-142



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

de Miranda Valverde, amplamente reproduzida por este Colegiado, corresponde aos atos que “diminuem, de qualquer sorte, o patrimônio social, sem que tragam para a sociedade nenhum benefício de ordem econômica”⁵⁶. O benefício econômico, por sua vez, não precisa ser imediato⁵⁷, bastando que exista alguma perspectiva de retorno, ainda que indireta ou mediata, conforme reconhecido pelo Colegiado, como se vê voto do Diretor Otavio Yazbek em precedente de sua relatoria:

*“[P]ara que se caracterize, em um caso concreto, a liberalidade de certo ato, deve-se investigar a existência, direta ou indireta, imediata ou mediata, de qualquer contrapartida econômica, atentando-se, sempre, ao fato de que ‘determinados atos, embora aparentem ser gratuitos, na verdade não o são, seja porque, no fundo, têm caráter remuneratório, seja porque se inserem no contexto da própria atividade empresarial – que tem, por essência, caráter econômico’. Assim, se a conclusão for a de que o ato não traz nenhum benefício ou vantagem para a companhia, estar-se-á diante de um ato de liberalidade, salvo se a sua finalidade, e também a sua razoabilidade, o justificarem, nos termos do §4º do art. 154 da lei societária.”*⁵⁸

171. Assim, a liberalidade vedada pelo art. 154, § 2º da Lei das S.A. é caracterizada pela diminuição do patrimônio social sem que haja qualquer benefício econômico para a companhia. Trata-se de vedação construída para proteger o interesse patrimonial da sociedade contra atos gratuitos praticados por administradores no exercício de poderes que lhes são formalmente atribuídos.

172. A própria sistemática do § 2º do art. 154 da Lei nº 6.404/1976 reforça essa compreensão. Quando há compensação econômica, ainda que parcial ou imperfeita, não se está diante de liberalidade, mas, se for o caso, de outras hipóteses normativas, como aquela

⁵⁶ VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 3ª ed., 1959, p. 322. O I. Trajano de Miranda Valverde é autor do Decreto-Lei nº 2627/1940, que já vedava a prática de liberalidade: “Art. 119. Os diretores não poderão praticar atos de liberalidade à custa da sociedade. Não lhes será, igualmente, lícito hipotecar, empenhar ou alienar bens sociais, sem expressa autorização dos estatutos ou da assembléia geral, salvo se esses atos ou operações constituírem objeto da sociedade.

Parágrafo único. É também defeso aos diretores, tomar empréstimos à sociedade, sem prévia autorização da assembléia geral.”

⁵⁷ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio Campos, ‘Deveres e responsabilidades’, In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.), Direito das Companhias, 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 817.

⁵⁸ PAS CVM nº 12/05, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 4.9.2012.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

prevista na alínea “b”⁵⁹, conflito de interesses ou violação ao dever de lealdade, por exemplo, mas não como liberalidade propriamente dita, sob pena de esvaziamento da distinção normativa traçada pelo legislador. Justamente porque a liberalidade exige a inexistência de qualquer benefício econômico para a companhia.

173. Nesse sentido, só vejo um ato de liberalidade em casos nos quais não há contrapartida ou a contrapartida, direta ou indireta, é tão reduzida que não se possa considerar que resultaria algum benefício econômico, observado que essa última hipótese deve ser tratada com muito cuidado, pois não se pode confundir com prejuízos decorrentes de falta de diligência ou, ainda, tratar de operações legítimas que visavam um benefício econômico, mas que não deram certo por motivos fora do controle dos administradores.

174. Além disso, novamente, não me parece que possa haver desvio de poder culposo.

175. Assim, entendo que também não se confundem com ato de liberalidade as decisões empresariais que, embora ao final tenham se mostrado malsucedidas, ineficientes ou economicamente desvantajosas, tenham sido adotadas com alguma expectativa de benefício para a companhia. O insucesso do negócio, a frustração das expectativas ou a constatação posterior de que a decisão não foi a melhor possível não transformam, por si sós, o ato em liberalidade. Tais situações devem ser analisadas, quando cabível, sob a ótica do dever de diligência, e não como dispêndio gratuito à custa da companhia.

176. A Lei das S.A. trata a liberalidade como categoria estrita e tecnicamente delimitada, voltada à proteção do patrimônio social contra atos gratuitos praticados por administradores no exercício regular de poderes. A ampliação indevida desse conceito comprometeria a coerência do regime dos deveres fiduciários e a própria segurança jurídica na avaliação da atuação administrativa.

177. Com isso, entendo que há clara distinção do desvio de poder – em que o ato observa a forma, mas frustra o espírito da norma – da simples infração normativa, em que o

⁵⁹ Como nota Lazzareschi: “Na alínea b não há liberalidade propriamente dita; caso contrário, o ato se enquadraria na alínea anterior. O dispositivo pressupõe alguma compensação financeira à companhia, ainda que não seja total e em condições equitativas. Aqui o ato é praticado entre a companhia e o administrador, sociedade em que este tenha interesse ou terceiro a ele ligado, sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, conforme o caso.” (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sergio. A Lei das S.A. Comentada e Anotada. 6ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 623)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

administrador atua fora dos limites legais ou estatutários. A vedação do art. 154, § 2º, “a”, dirige-se exclusivamente à primeira hipótese, não se prestando a sancionar toda e qualquer irregularidade procedural.

178. Nesse sentido, inclusive, o Colegiado já decidiu que a inobservância de formalidades legais, estatutárias ou de políticas corporativas não torna o ato uma liberalidade, como se observa de voto da lavra do Diretor Pablo Renteria, em decisão de processo de sua relatoria:

“97. Tendo em vista que a comissão de inquérito já havia sugerido a responsabilização dessa acusada por infração ao caput do mencionado artigo em razão de ter promovido a contratação da FTI em benefício do Opportunity, parece-me que, no entendimento da comissão, a configuração do ato de liberalidade decorreria de o contrato ter sido assinado de forma contrária ao estatuto social da Brasil Telecom. Nesse sentido, o relatório de inquérito aduz que, “(...) ao ter assinado isoladamente o[] contrato[] com a (...) FTI, Carla Cico também agiu em desacordo com o artigo 31 do Estatuto Social da companhia, tendo praticado ato de liberalidade à custa da companhia (...)” (fls. 3734 e 3735).

98. Porém, o conceito de ato de liberalidade construído no direito brasileiro não me parece compatível com a qualificação jurídica proposta pela comissão de inquérito. De acordo com o entendimento consolidado tanto pela doutrina societária como pelas decisões da CVM, os atos de liberalidade são aqueles que diminuem o patrimônio social sem a devida contrapartida ou a adequada vantagem econômica para a companhia.

99. Como se depreende, o ato de liberalidade não se confunde com o vício de representação da companhia na celebração de determinado negócio jurídico com terceiro. Com efeito, o fato de o negócio ter sido firmado contrariamente às regras de representação estabelecidas no estatuto social não significa que a companhia tenha sofrido decréscimo patrimonial sem obter, em contrapartida, uma vantagem.”⁶⁰

⁶⁰ PAS CVM nº 01/2007, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 22.09.2016.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

179. Entendo, porém, que a acusação talvez tenha se baseado em outro entendimento do Colegiado, constante do PAS CVM nº 19957.011101/2019-53⁶¹. Nele, o relator, Diretor Fernando Galdi, ponderou que, como decorrência do art. 154, o administrador não pode usurpar a competência da assembleia geral e entender que o interesse da companhia é outro que não aquele aprovado pelo órgão máximo da companhia, o que aconteceria caso não observasse o limite de remuneração expressamente aprovado. Noto que a conclusão do Diretor Fernando Galdi foi a de que o não atendimento a formalidades estatutárias não seria desvio de poder, porque este ocorre por atos praticados contrários aos interesses da companhia.

180. Com as devidas vêrias, discordo dessa posição por algumas razões. Não vejo diferença entre deixar de observar uma norma estatutária e o limite de remuneração dos administradores, pois ambas são definidas pela assembleia geral. Entendo, evidentemente, que os acionistas tenham melhor condição de dizer qual é o efetivo interesse da companhia, pois são eles que suportam os riscos da atividade empresarial, como expliquei anteriormente. Eles não estão, porém, no dia a dia das atividades para avaliar caso a caso qual é o interesse da companhia. Assim, não me parece que os administradores estejam impedidos de refletir se determinada decisão assemblear é mesmo do interesse da companhia frente a novas situações e oportunidades que se apresentem. A consequência natural da inobservância de determinação assemblear, a meu ver, é a destituição do administrador pela assembleia geral, até porque o desvio de poder pressupõe conduta dolosa contrária ao interesse da companhia.

181. Tais reflexões feitas pelo Diretor Galdi, de qualquer forma, se referiam ao art. 154 da Lei das S.A. e não à hipótese específica da prática de liberalidade, a qual possui uma incidência mais restrita, conforme expliquei.

182. Feitas essas considerações, caso do IRB, como já disse, tecnicamente a definição do voto a ser dado na AGE IRB Par 13.12.2019 era atribuição do conselho de administração⁶², estando os Acusados lá presentes apenas na qualidade de representantes da

⁶¹ PAS CVM nº 19957.011101/2019-53, Dir. Rel. Fernando Galdi, j. em 16.11.2021.

⁶² Conforme estatuto social do IRB enviado à CVM em 19.09.2019: “Art. 25 Compete ao Conselho de Administração deliberar sobre os assuntos de interesse da Sociedade, especialmente:

[...]

X – aprovação do voto a ser proferido pela Sociedade, na qualidade de sócia, em qualquer reunião de sócios ou assembleias gerais de acionistas de suas Controladas e coligadas;”. Disponível aqui: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=711796>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Companhia. Noto, porém que que existe toda uma discussão, no presente caso, se o conselho de administração de fato aprovou ou não o pagamento.

183. Entendo que em razão dos notórios problemas de gestão de documentos do IRB, já tratados em tópico anterior, e de a Acusação só ter ouvido um conselheiro sobre essa aprovação, não é possível concluir que a matéria foi ou não aprovada pelo órgão colegiado. Se a matéria não foi aprovada pelo conselho, entendo que os Acusados estariam usurpando as competências do conselho e, portanto, atuando com excesso e não com desvio de poder, na medida em que soubessem que o limite de remuneração do IRB Participações estaria sendo ultrapassado⁶³.

184. De qualquer maneira, no caso específico de Fernando Passos está claro que ele elaborou notas técnicas, dentro de suas atribuições como diretor financeiro, que tratavam do bônus e inclusive defendeu que o bônus foi aprovado pelo conselho de administração, o que poderia trazer a conduta para uma hipótese de desvio de poder.

185. Não vejo, porém, que os referidos pagamentos possam ser considerados um ato de liberalidade. Talvez pudessem ser se a Acusação tivesse demonstrado uma absoluta desproporção entre eles e o benefício econômico que a Companhia poderia obter, mas não foi o caso. Pelo contrário, o próprio fato de os pagamentos serem considerados “remuneração” que teria superado os limites estatutários me parece tornar bastante discutível a escolha do tipo liberalidade.

186. Noto que é muito difícil criar uma relação clara entre a remuneração dos administradores e a obtenção de um benefício econômico para a companhia, até porque a administração consiste em obrigações de meio, não de resultado – embora existam formas de remuneração específicas como contrapartida de resultado, como inclusive seria o caso em discussão – o que poderia levar a infinitas discussões sobre pagamentos que poderiam ser descritos como uma prática de liberalidade.

187. Como expliquei acima, porém, o conceito de liberalidade que me parece o mais correto é aquele pelo qual não se vislumbra benefício econômico algum, enquanto os pagamentos feitos a administradores, ao menos em tese, visam esse benefício – por exemplo,

⁶³ O que, novamente, não é o caso de José Cardoso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

atrair e manter pessoas em cargos com altíssimo nível de responsabilidade. Pode haver, evidentemente, casos em que se esteja diante de pagamentos que sejam praticamente gratuitos, fora da remuneração usual e que não tenham nenhuma relação com as atividades, por exemplo, ou sejam absolutamente desproporcionais. Em casos assim, porém, talvez nem mesmo se possa dizer que esses pagamentos são parte da remuneração dos administradores, mas um ato de liberalidade puro.

188. No presente caso, porém, noto que os referidos pagamentos seriam supostamente pagos como uma espécie de prêmio de performance na venda de ativos em todos esses casos, os quais só seriam pagos se realizada a operação e os valores seriam maiores se ultrapassadas determinadas métricas, ao menos no caso da venda de *shopping centers*⁶⁴. Assim, ao menos em tese, me parece um tipo de incentivo totalmente dentro dos interesses de uma companhia, visando incentivar administrador para obtenção da melhor *perfomance* possível, embora seja totalmente possível questionar o montante efetivamente pago no caso.

189. Como tais pagamentos só seriam realizados caso atingidas essas condições, não me parecem que possam ser considerados atos “gratuitos” e nem que não visassem qualquer benefício econômicos.

190. Não, há, ainda, indícios de que Fernando Passos ou os diretores do IRB Participações não teriam prestado serviços necessários e úteis para a consecução desses objetivos, para que se considerasse que o pagamento foi feito a título gratuito. Pelo contrário, todos eles alegaram ter se envolvido diretamente nas operações e exerciam papel de liderança no IRB Participações – a própria Acusação aponta que Fernando Passos exercia influência decisiva nas decisões da controlada.

191. Nesse sentido, voto pela absolvição dos Acusados pela acusação de prática de liberalidade em pagamentos a administradores em inobservância ao limite global de remuneração estabelecido em assembleia geral (art. 152 c/c 154, §2º, a) da Lei 6.404/1976).

⁶⁴ Não está claro qual foi o critério para distribuição de bônus no caso da venda da UAIC, para além do sucesso da venda. Entendo, porém, que essa falta não pode ser imputada aos beneficiários e sim à Acusação, que não chegou a realizar perguntas específicas sobre o assunto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

IV. CONCLUSÃO

192. Pelo exposto, voto pela absolvição de Fernando Passos e José Carlos Cardoso em relação a todas as imputações feitas pela Acusação, quais sejam: (a) divulgação seletiva de informações sigilosas e relevantes da Companhia (art. 155, §1º da Lei 6.404/1976 c/c arts. 3º e 8º da Instrução CVM nº 358/2022 e art. 16 da Instrução CVM nº 480/2009), no caso de Fernando Passos; (b) divulgação de informação falsa ao mercado negando a renúncia do presidente do conselho de administração do IRB (art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009 c/c art. 6º da Instrução CVM nº 358/2022), no caso de Fernando Passos; (c) inobservância deliberada do limite de recompra de ações da Companhia estabelecido pelo conselho de administração (art. 155 da Lei 6.404/1976), no caso de Fernando Passos; e (d) prática de liberalidade em pagamentos a administradores em inobservância ao limite global de remuneração estabelecido em assembleia geral (art. 152 c/c 154, §2º, a) da Lei 6.404/1976), no caso de Fernando Passos e José Cardoso.

193. Proponho, por fim, a comunicação do resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal do Estado do Rio de Janeiro, para a Receita Federal e para a SUSEP, em complemento aos Ofício nº 161/2023/CVM/SGE⁶⁵, 162/2023/CVM/SGE⁶⁶ e 163/2023/CVM/SGE⁶⁷, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 29 de dezembro de 2025.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Presidente Interino Relator

⁶⁵ Doc. SEI nº 1841376.

⁶⁶ Doc. SEI nº 1841380.

⁶⁷ Doc. SEI nº 1841388.