



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. 1905/2020

Acusados: José 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 358/2002); 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 Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Voto: Diretor Igor Muniz

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho integralmente as razões expostas no voto do Relator, cujos fundamentos adoto como razões de decidir. Apresento esta manifestação de voto por entender que determinados aspectos do caso ora examinado justificam um exame mais aprofundado.

I. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES: A ATUAÇÃO DO *SHORT SELLER*

2. Antes de adentrar propriamente as questões específicas deste processo, permito-me um breve comentário preliminar, que tem sido objeto de minha reflexão há algum tempo e que julgo pertinente registrar neste voto.

3. Da crise do *subprime* de 2008 ao presente caso, passando por diversos relatórios que a imprensa especializada frequentemente veicula, tenho observado que a atuação do *short seller* — em particular quando exercida por meio de relatórios e manifestações públicas sobre companhias abertas — ainda é recebida, tanto no exterior quanto no Brasil, com desconfiança e resistência consideráveis, especialmente por parte do próprio emissor visado pela análise.



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

4. Entendo que essa postura crítica, embora já tenha sido consideravelmente mais intensa no passado, tende a ser paulatinamente superada como parte natural do amadurecimento do mercado de capitais. O saldo líquido da atuação desses agentes parece-me nitidamente positivo, entendimento este que encontra respaldo não apenas na experiência de casos concretos, mas também em estudos empíricos consistentes sobre o tema¹, os quais associam a presença de vendas a descoberto à maior eficiência informacional na formação de preços.

5. Cabe ao próprio mercado — e não a este Colegiado, ressalvadas as hipóteses de ilícito específico — avaliar a seriedade e a consistência técnica de cada análise. Afinal, assim como qualquer posição comprada, uma aposta na queda de determinado ativo pode revelar-se, ao final, completamente equivocada e destituída de fundamento. O que não me parece adequado é que a mera existência de interesse econômico do analista na queda do papel, desde que devidamente divulgado, seja, por si só, motivo para o descrédito automático de sua tese, tampouco para o deslocamento do foco do debate — que deveria estar na consistência dos argumentos apresentados, e não na qualificação de quem os apresenta.

6. Feito esse registro, passo à análise do caso concreto.

II. PRELIMINARES

7. Na parte que antecede o mérito, acompanho integralmente o voto do Relator.

8. Em síntese, rejeitou-se o pedido de nulidade integral da peça acusatória e do PAS formulado por Fernando Passos, apesar do reconhecimento da ilicitude das provas oriundas do Inquérito Policial nº 2020.0043250.

9. O Relator observou que a investigação da CVM possui base probatória autônoma, sustentada por documentos da companhia, depoimentos e outros elementos obtidos independentemente do compartilhamento anulado.

10. Em consonância com as decisões do TRF-2 e do STJ², determinou-se apenas o desentranhamento das provas contaminadas e o tarjamento dos trechos da acusação que delas dependiam.

¹ Bris, Goetzmann & Zhu (2007), Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World, Journal of Finance 62(3), 1029-1079.

² TRF-2, Processo nº 5041415-05.2020.4.02.5101/RJ, evento 15 (DESPADEC1), que reconheceu a suspeição do magistrado responsável pelas medidas cautelares de quebra de sigilo e declarou a nulidade da decisão de compartilhamento de informações com a CVM (Doc. SEI nº 2546765). A decisão foi mantida pelo Superior



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. Destacou-se que a nulidade de determinados elementos probatórios não contamina automaticamente todo o processo, nos termos da Resolução CVM nº 45/2021.³ Também se entendeu inadequada a devolução dos autos para elaboração de nova peça acusatória, em razão da necessidade de preservar a estabilidade processual e evitar rediscussões intermináveis.

12. Quanto às alegações de quebra da cadeia de custódia, concluiu-se que não houve demonstração concreta de adulteração ou manipulação das mensagens utilizadas pela acusação. O Relator ressaltou que, no âmbito sancionador administrativo, eventuais fragilidades na cadeia de custódia repercutem principalmente na valoração da prova, e não necessariamente em sua nulidade. Rejeitaram-se igualmente os pedidos de acesso a mídias originais, relatórios periciais e realização de novas oitivas, por inexistência de base legal ou pertinência para o esclarecimento dos fatos.

13. Por fim, entendeu-se que as questões levantadas pela defesa relativas à robustez e credibilidade das provas remanescentes dizem respeito ao mérito da acusação, e não à admissibilidade ou validade do processo.

14. É importante destacar, ainda, que o desentranhamento das provas anuladas pelo Poder Judiciário não afasta a necessidade de se avaliar a gravidade dos fatos examinados à luz das garantias próprias do processo administrativo sancionador, especialmente a exigência de prova lícita, suficiente e individualizada de cada conduta imputada. Estes são os parâmetros que orientarão minha análise acerca do mérito das infrações supostamente praticadas.

III. MÉRITO

III.A. Disseminação de informações seletivas e violação ao dever de sigilo e demais dispositivos das Instruções 358/2002 e 480/2009

15. Sobre a primeira acusação, cumpre destacar a relevância do dever de sigilo, que guarda íntima relação com um dos princípios basilares do mercado de capitais: a simetria informacional. Reconheço, aliás, o consistente trabalho que a área técnica desta Autarquia vem desenvolvendo no tratamento da matéria, coibindo condutas como a de administradores que antecipam informações relevantes ainda não tornadas públicas em reuniões restritas com analistas ou em teleconferências, ou que se pronunciam na imprensa sobre temas sensíveis do

Tribunal de Justiça no AgRg no REsp nº 2.237.192/RJ, 5ª Turma, Rel. Min. Reynaldo Soares da Fonseca, j. 12.03.2026 (Doc. SEI nº 2629223).

³ “Art. 40. A nulidade de qualquer ato processual somente prejudica os posteriores que dele dependam ou decorram. Parágrafo único. Os atos que apresentem irregularidades sanáveis e que não acarretem prejuízo ao acusado podem ser convalidados pelo Relator ou pelo Colegiado, conforme o caso.”



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

emissor antes de sua adequada divulgação ao mercado. Trata-se de atuação essencial à preservação da igualdade de acesso à informação, condição de legitimidade e eficiência do próprio mercado.

16. Sobre essa primeira acusação, tenho que o material colhido pelas diligências próprias da área técnica — ofícios ao IRB e a instituições financeiras, gravações e apresentações das teleconferências mantidas com agentes de mercado — não revelou, como reconhece a própria Peça Acusatória, que, nas reuniões questionadas, se tenham abordado temas estranhos ao que já era de conhecimento público sobre a Companhia, tampouco informação ainda não divulgada ao mercado, em consonância, aliás, com o que o IRB sustentara em seus comunicados. Vale dizer: os elementos reunidos de forma autônoma pela CVM parecem não ter sido suficientes, por si sós, para evidenciar a materialidade da infração. A isso se soma circunstância de especial relevo: o acervo que dava maior sustentação à imputação, obtido mediante compartilhamento com a Polícia Federal, foi declarado nulo pelo Poder Judiciário e, por consequência, desentranhado dos autos, não podendo ser considerado neste julgamento. Essa foi a conclusão exarada pelo Diretor substituto Lobianco⁴, conforme trecho abaixo:

“11. Com efeito, parcela relevante da narrativa acusatória relativa à suposta divulgação seletiva de informações estava apoiada em comunicações extraídas do telefone celular do acusado, obtidas no âmbito do inquérito policial posteriormente declarado contaminado pela suspeição do magistrado responsável pelas medidas cautelares. Diante da exclusão dos elementos probatórios, deixam de subsistir evidências diretas da transmissão seletiva de informações não públicas a determinados agentes de mercado.

12. Os elementos remanescentes do processo, em especial os registros das teleconferências realizadas com instituições financeiras e os documentos trocados com investidores, não demonstram, por si só, a divulgação seletiva de informações relevantes ainda não tornadas públicas pela Companhia.

13. Nessas circunstâncias, acompanho o voto do Relator pela absolvição do acusado quanto a essa imputação.”

17. Diante desse quadro, parece-me que, com base nos elementos remanescentes dos autos, e à luz das garantias que assistem a todos os acusados em sede sancionadora, entre as quais o devido processo legal e a presunção de inocência, não há como prosperar a pretensão acusatória da área técnica nesse tocante. Não se trata de menosprezar a gravidade dos fatos, mas de reconhecer que, ausente prova lícita que alcance o grau de certeza exigível, tais garantias devem prevalecer. Por essas razões, voto pela **absolvição** do Acusado Fernando Passos quanto a esta imputação.

⁴ DOC SEI nº 2733287.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

III.B. Irregularidades na divulgação da renúncia de I.S.M.

18. Quanto à acusação formulada exclusivamente contra Fernando Passos, de haver divulgado informação falsa ao mercado ao “negar” o pedido de renúncia de I.S.M. ao cargo de presidente do conselho de administração da Companhia — conduta capitulada no art. 14 da Instrução CVM nº 480/2009⁵ c/c art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002⁶ —, vigentes à época dos acontecimentos, verifica-se que a imputação decorre de comunicado divulgado em resposta a notícia jornalística que informava que I.S.M. teria se desligado de sua posição, tendo a Companhia negado categoricamente a renúncia, embora esta tenha sido oficialmente comunicada ao mercado no dia seguinte.

19. Rememoro brevemente os fatos.

20. I.S.M., então presidente do conselho de administração do IRB, eleito pela União por força de *golden share*, teria comunicado aos gerentes responsáveis pelas áreas jurídica e de governança corporativa da Companhia que o auxiliaram a “encaminhar” sua renúncia à União, sua intenção de abdicar da posição que ocupava cerca de uma semana antes dos fatos. Sobrevindo matéria jornalística noticiando a saída do conselheiro, a Companhia divulgou comunicado ao mercado negando peremptoriamente a existência de pedido de renúncia — informação que, no dia seguinte, foi desmentida por novo comunicado, confirmando a saída do administrador.

21. A controvérsia envolve, a meu ver, três questões distintas: (i) quando surge o dever de divulgar a renúncia de um administrador; (ii) se restou comprovado que o Acusado fez a Companhia divulgar informação que sabia — ou deveria saber — ser falsa; e (iii) se a resposta à notícia deveria ter assumido a forma de fato relevante, e não de comunicado ao mercado. Examino-as separadamente.

⁵ “Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.”

⁶ “Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no *caput* ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.”



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

22. Quanto ao primeiro ponto, é certo que, nos termos do art. 151 da Lei nº 6.404/1976⁷, a renúncia de administrador é ato unilateral que se torna eficaz perante a companhia com a entrega da comunicação escrita. Não poderia ser de outro modo: manifestações informais não têm o condão de formalizar o ato.

23. Disso não decorre, porém, que só a renúncia já formalizada seja passível de divulgação. Segundo jurisprudência assente do Colegiado⁸, o fato relevante não precisa estar plenamente consolidado — mesmo situações ainda embrionárias, em tese, podem revelar-se aptas a influir, de modo ponderável, na decisão do investidor em relação aos valores mobiliários do emissor.

24. Acompanho o Relator, contudo, na recusa à tese acusatória de que a mera manifestação de um "desejo" de renunciar, dirigida por I.S.M. a gerentes da Companhia, bastaria para exigir a divulgação da saída iminente do executivo antes mesmo de qualquer vazamento. No caso, a circunstância de o presidente do conselho ter sido eleito por meio da *golden share*, com o consequente encaminhamento da "formalização" da renúncia à União, acrescenta complexidade ao quadro — sem, contudo, afastar o caráter unilateral do ato. Registro que emprego o termo "formalização" entre aspas por não ser tecnicamente preciso: a eficácia da renúncia perante a companhia não depende de ato de terceiro.

25. Ainda que se ponha de lado a particularidade envolvendo a União, é prática corrente das companhias abertas brasileiras resguardar o sigilo sobre informações dessa ordem até que se concretizem. A divulgação em comunicado próprio só se imporia caso a informação já ostentasse a natureza de fato relevante — juízo que sopesa tanto o potencial impacto sobre os investidores quanto a probabilidade de o evento se realizar. E, mesmo nessa hipótese, remanesceria ao emissor a faculdade de retê-la enquanto sua divulgação pudesse colocar em risco interesse legítimo da companhia, cessando essa possibilidade apenas quando a informação escapasse ao seu controle ou diante de oscilação atípica, nos termos da Instrução CVM nº 358/2002, prerrogativa mantida ao emissor pela Resolução CVM nº 44/2021, conforme já acima apontado.

26. O cerne da acusação, todavia, não está na omissão, mas na afirmação: indaga-se se o DRI fez a Companhia "mentir" ao negar a renúncia. É certo que o comunicado não

⁷ “Art. 151. A renúncia do administrador torna-se eficaz, em relação à companhia, desde o momento em que lhe for entregue a comunicação escrita do renunciante, e em relação a terceiros de boa-fé, após arquivamento no registro de comércio e publicação, que poderão ser promovidos pelo renunciante.”

⁸ PAS CVM nº 19957.015040/2022-07, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 13.06.2025. No mesmo sentido: (i) PAS CVM nº RJ2004/6238, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 05.10.2005; (ii) PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Pres. Pedro Marcílio, j. em 17.04.2007; (iii) PAS CVM nº RJ2012/10128, Rel. Diretora Ana Novaes, j. em 10.09.2013; e (iv) PAS CVM nº RJ2016/7190, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, 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

correspondia aos fatos tais como hoje reconstituídos nos autos — negou-se pedido de renúncia que já fora apresentado à União. Mas, como bem observou o Relator, o que importa para a responsabilização não é o que agora se sabe, e sim o que estava ao alcance do Acusado no momento da divulgação. Para condenar, seria preciso que a Acusação demonstrasse que ele conhecia, ou deveria conhecer, a informação verdadeira, ou que, ao menos, agiu com negligência ou imprudência ao fazer a Companhia desmenti-la.

27. A meu sentir, essa demonstração, no caso concreto, não se fez de modo suficiente. Os indícios de que Fernando Passos saberia da renúncia antes da notícia resumem-se a depoimentos de então gerentes do IRB, que relataram reunião com os Acusados sobre o tema — reunião cuja ocorrência o Acusado negou de forma peremptória, sustentando, com detalhe e especificidade, que sequer se encontrava na cidade-sede da Companhia naquela semana; que, ciente da notícia, constatou que o conselheiro conservava seus acessos e benefícios corporativos, do que inferiu não ter havido renúncia; e que só tomou conhecimento do processo quando o próprio I.S.M. lhe telefonou naquela noite, remetendo-lhe em seguida, por *e-mail*, o protocolo da carta apresentada à União. Significativamente, o único elemento documental sobre o ponto — o *e-mail* que o próprio conselheiro encaminhou à CVM — antes corrobora a versão do Acusado do que a infirma.

28. Essa conclusão é reforçada pela distinção entre os arts. 4º⁹ e 6º da então vigente Instrução CVM nº 358/2002, posteriormente substituída pela Resolução CVM nº 44/2021. O art. 4º impõe ao DRI um dever de diligência para investigar a existência de fato relevante quando houver indícios de oscilações atípicas no papel da Companhia no mercado. Já o art. 6º pressupõe que o DRI já tenha sido informado sobre o fato relevante, cabendo-lhe apenas promover sua divulgação ao mercado. Assim, trata-se de deveres distintos, com pressupostos distintos. No caso concreto, conforme destacado pelo Relator, não restaram caracterizadas as circunstâncias excepcionais que atrairiam a incidência do art. 4º.

29. Ademais, reputo juridicamente pouco consistente a imputação relacionada ao Comunicado ao Mercado divulgado em 27.02.2020. Naquela ocasião, a companhia limitou-se a negar a veracidade da informação que circulava no mercado acerca da suposta renúncia do conselheiro de administração. Se o objeto da comunicação era precisamente afirmar que o fato noticiado não havia ocorrido, mostra-se contraditório sustentar, simultaneamente, que a companhia deveria ter divulgado, por meio de Fato Relevante, esse mesmo evento cuja existência estava sendo formalmente refutada.

⁹ “Art. 4º A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos sobre a divulgação de ato ou fato relevante.”



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. Assim, subsistindo dúvida razoável sobre o que o Acusado efetivamente sabia, não se tem por demonstrado que tenha divulgado informação que reputava falsa — e a dúvida, em sede sancionadora, resolve-se em seu benefício.

31. Por fim, sobre a questão que reputo de menor gravidade, relativa à acusação de que a informação sobre a renúncia do presidente do conselho de administração teria sido divulgada por meio de comunicado ao mercado quando deveria tê-lo sido por fato relevante, tenho breves considerações.

32. A experiência demonstra que o mercado reage, essencialmente, ao conteúdo da informação divulgada — e não ao veículo formal pelo qual ela é disponibilizada, seja ele um comunicado ao mercado, seja um fato relevante.

33. Em minha trajetória profissional, tive a oportunidade de auxiliar profissionais de relações com investidores e os próprios administradores de companhias abertas na avaliação sobre se determinada matéria deveria ser veiculada sob uma ou outra forma. Dessa vivência extraí a constatação de que, para a grande maioria dos investidores e gestores, a distinção formal entre os dois instrumentos possui relevância limitada: suas decisões de investimento são orientadas, em essência, pelo teor, pela materialidade e pelos potenciais efeitos econômicos da informação divulgada, e não pela classificação atribuída ao documento que a veicula.

34. Não pretendo, com isso, sustentar que a disciplina hoje consolidada na Resolução CVM nº 44/2021 deva ser relativizada ou desconsiderada — registrando-se, por rigor, que a acusação se funda na Instrução CVM nº 358/2002, vigente à época dos fatos, o que em nada altera as considerações aqui expostas. Ao contrário, reconheço a importância do regime normativo de divulgação de informações relevantes, pilar do princípio do *full and fair disclosure*. Parece-me, contudo, que a responsabilização de um diretor por mero erro de classificação formal pode, em determinadas circunstâncias, revelar-se excessiva e desproporcional, sobretudo quando, em relação à forma, não se verificar prejuízo informacional ao mercado nem assimetria relevante entre os investidores. Neste ponto, inclino-me ao pragmatismo dos fatos em detrimento de um rigorismo estritamente formal.

III.C. Inobservância de limite para recompra de ações estabelecido pelo conselho de administração

35. Sobre a acusação de quebra de dever de lealdade, conforme consta nos autos, é incontroverso que foi o próprio Acusado Fernando Passos quem sugeriu o sublimite das recompras; ele nega, porém, que a regra tenha sido aprovada na reunião do conselho de administração de 19.02.2020. A prova central da Acusação é uma ata assinada daquela



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

reunião, recebida pela CVM em janeiro de 2021. Entretanto, como bem evidencia o voto do Relator, o processo de elaboração e formalização da ata dessa suposta deliberação revelou-se, no mínimo, confuso e marcado por sucessivas idas e vindas. Trata-se, a rigor, de exemplo de procedimento que não se deve seguir, sobretudo diante da relevância que as atas dos órgãos da administração assumem para qualquer companhia e seus administradores — inclusive como instrumento de sua própria proteção, à vista de eventuais demandas e questionamentos futuros, de qualquer natureza. Nesse contexto, entendo que a Acusação poderia ter aprofundado as diligências a seu alcance, de modo a dissipar as dúvidas que ainda pairavam sobre a efetiva aprovação do sublimite — o que, todavia, não se verificou.

36. Nesse sentido, a meu ver, a aplicação de uma penalidade por quebra de dever de lealdade exige cautela. Trata-se de imputação de elevada gravidade, que frequentemente envolve conduta dolosa, conflito de interesses consciente ou atuação deliberadamente incompatível com os interesses da companhia, podendo produzir repercussões relevantes em outras esferas de responsabilidade, inclusive, a depender das circunstâncias, na esfera penal.

37. Por essa razão, a configuração de tal infração deve estar amparada em elementos probatórios suficientemente conclusivos. Na ausência desse grau de certeza, deve prevalecer a máxima *in dubio pro reo*. Assim, acompanho a absolvição do acusado.

38. Indo para além da acusação e como a imputação de quebra do dever de lealdade se insere no contexto de uma suposta tentativa de manipulação de mercado — ainda que essa capitulação não tenha sido formalmente elaborada —, entendo pertinente tecer algumas considerações sobre a matéria, exclusivamente a título prospectivo, como subsídio ao exame de casos futuros que o Colegiado venha a enfrentar.

39. Pelos dados disponíveis à época dos fatos, os papéis de emissão do IRB ostentavam elevado grau de liquidez, figurando entre os ativos mais negociados do Ibovespa — índice de referência da B3, que reúne as principais companhias abertas do país. É noção assente entre os participantes do mercado que, quanto maior a liquidez de uma ação, mais complexa se torna sua manipulação mediante a criação artificial de condições de oferta e demanda. Embora nenhum valor mobiliário esteja inteiramente imune a práticas ilícitas, a alta liquidez opera como mecanismo natural de defesa: eleva de forma substancial o custo e a sofisticação exigidos para a manipulação e, na mesma medida, reduz a eficácia de tais expedientes.

40. Diante desse quadro, permito-me indagar se o Acusado efetivamente cria na viabilidade de manipular as cotações das ações da Companhia, ou se apenas se valeu de colocações impróprias e de jargões reprováveis — porém eventualmente usadas em mesas de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

operações e tesourarias —, tais como "puxar para cima" ou "segurar o papel"¹⁰. Cuidando-se de administrador com experiência no mercado de capitais, com formação em economia e finanças, remanesce dúvida razoável quanto à existência de dolo voltado a uma manipulação real, dada a dificuldade de expedientes dessa natureza frente ao expressivo volume financeiro diariamente negociado com os papéis do IRB — cenário que se distingue, por exemplo, daquele em que a conduta parte de investidor desprovido de noções básicas sobre a dinâmica do mercado.

41. Entendo que a questão se resolve sob a perspectiva dos indícios e contraindícios, tema tão recorrente nas discussões sobre *insider trading*, mas que também entendo plenamente aplicável aos processos administrativos sancionadores que envolvem manipulação de mercado.

III.D. Pagamentos de bônus a executivos do IRB e do IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A.

42. A última acusação envolve a imputação a Fernando Passos e a José Carlos Cardoso de infração aos arts. 152 e 154, § 2º, "a", da Lei nº 6.404/1976. Segundo a acusação, os administradores teriam aprovado o pagamento de bônus, prêmios de *performance* e comissionamentos a administradores vinculados à subsidiária IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A., bem como ao próprio Fernando Passos. Tais pagamentos, no entender da área técnica, usurpariam competência exclusiva das respectivas Assembleias Gerais e configurariam ato de liberalidade em detrimento da Companhia.

43. De início, acompanho o voto do I. Relator quanto à absolvição de José Carlos Cardoso na imputação referente aos pagamentos efetuados pela IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A., à míngua de elementos que evidenciem, de forma bastante, proveito pessoal ou adesão consciente à estruturação dos pagamentos tidos como ilegítimos.

44. É que a responsabilização por ato de liberalidade não se contenta com a mera existência de pagamento indevido: reclama, além disso, o vínculo subjetivo do administrador ao ato e a demonstração de que tenha agido no propósito de conferir vantagem em detrimento da companhia. Relativamente a José Carlos Cardoso, não há prova de que tenha percebido quaisquer valores ou concorrido de modo determinante para a concessão dos pagamentos, o que torna adequada a sua absolvição. Conclusão análoga também foi alcançada pelo Diretor substituto Lobianco¹¹, ao afirmar:

¹⁰ Conferir item 200 do Termo de Acusação.

¹¹ DOC SEI nº 2733287.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

“73. Inicialmente, acompanho o voto do Il. Relator no que se refere à absolvição de José Carlos Cardoso quanto à imputação relativa aos pagamentos realizados pela IRB Participações, tendo em vista a ausência de elementos suficientes que demonstrem benefício pessoal ou participação consciente na estruturação dos pagamentos considerados irregulares. 74. A responsabilização por ato de liberalidade pressupõe não apenas a existência de pagamento indevido, mas também a vinculação subjetiva do administrador ao ato e a demonstração de que tenha atuado para conceder vantagem à custa da companhia. No caso de José Cardoso, não há evidências que tenha recebido valores ou que tenha atuado de forma determinante para a concessão dos pagamentos, razão pela qual sua absolvição se mostra adequada.”

45. Já o caso de Fernando Passos demanda exame mais detido, pois reconheço, com a Acusação, que ele dispunha de visibilidade sobre quem receberia e quanto se pagaria. Ultrapassada essa questão, ao ler a peça acusatória e os votos proferidos até então, há de se verificar se há congruência entre o tipo imputado e as condutas praticadas, considerando ser esse o caminho lógico a justificar uma condenação em processo administrativo sancionador.

46. Em primeiro lugar, tenho dúvidas de que o parâmetro normativo invocado alcance as verbas em discussão. O art. 152 da Lei das S.A.¹² disciplina o que o administrador percebe, em razão do cargo que ocupa (*i.e.* os honorários e vantagens que a assembleia fixa como contraprestação da função). No caso, ao que consta dos autos, as quantias recebidas por Fernando Passos provieram do IRB Investimentos e Participações Imobiliárias S.A., a título de uma suposta retribuição por sua atuação em operações dessa sociedade e da UAIC¹³ — pessoas jurídicas nas quais não ocupava cargo, circunstância registrada pela própria área técnica. Se assim é, tais valores não parecem consumir o teto remuneratório do IRB, de modo que também não se poderia falar, quanto a eles, em sua superação.

47. Mas, como pontuado pelo Relator, entendo que o ponto nevrálgico refere-se à gratuidade. A liberalidade vedada pelo art. 154, §2º, "a" da Lei das S.A.¹⁴, não se confunde com despesa discutível, elevada ou mal aprovada; trata-se da redução do patrimônio social sem qualquer contrapartida econômica para a companhia. Havendo alguma contrapartida, não há de se imputar gratuidade. Podem-se debater seus montantes, sua proporcionalidade, o rito

¹² “Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.”

¹³ United Americas Insurance Company, sociedade seguradora norte-americana controlada indiretamente pelo IRB por meio da IRB International Corporation.

¹⁴ “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. (...) § 2º É vedado ao administrador: a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia.”



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 sua aprovação; o que não se pode afirmar é que nada retornou à companhia em troca deles.¹⁵ Onde existe retribuição, ainda que seja reputada desequilibrada, não há de se falar em ato de liberalidade. O desenho do referido §2º remete o intérprete a outras figuras — o negócio com o administrador sem autorização (alínea "b"), o conflito de interesses, a deslealdade. Contudo, tratar como sinônimos hipóteses que o legislador fez questão de separar dissolveria a tipicidade que estrutura o regime dos deveres fiduciários. Nessa linha, concordo com o Relator,¹⁶ ao afirmar:

"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."

48. Assim, quando os fatos apurados, ainda que eventualmente censuráveis sob algum outro ângulo, não se ajustam ao tipo em que a Acusação os enquadrrou, há de se questionar a imputação, algo que, diga-se de passagem, não é de todo incomum nas decisões do Colegiado.¹⁷

49. No processo administrativo sancionador, a capitulação não é elemento acessório da imputação. O art. 6º da Resolução CVM nº 45/2021 exige que a peça acusatória descreva a conduta e indique o dispositivo tido por infringido, e essa exigência não atende a mero formalismo: é dela que decorre a delimitação do objeto do processo e, por consequência, do que o acusado deve enfrentar. Como bem consignou o Diretor Henrique Machado no PAS

¹⁵ Nessa linha, LAZZARESCI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 353: "No ato de liberalidade, não há benefício algum para a companhia; já no ato gratuito razoável em benefício dos empregados ou da comunidade de que participa a empresa, há a presunção de que haverá algum benefício, ainda que indireto, para a companhia." No mesmo sentido, o Diretor Otavio Yazbek: "[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" (PAS CVM nº 12/05, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 04.09.2012).

¹⁶ DOC SEI nº 2567391.

¹⁷ Como exemplo, cf. manifestação de voto do Diretor João Accioly no PAS CVM nº 19957.005572/2019-22, Dir. Rel. Marina Copola, j. em 09.12.2025, na qual se observou que a descrição feita pela acusação correspondia, na verdade, a conduta diversa daquela efetivamente imputada aos acusados. No mesmo sentido, cf. PAS CVM SEI nº 19957.000592/2015-83 (RJ2014/6517), instaurado pela SEP para apurar responsabilidades de administradores da OGX Petróleo e Gás Participações S.A., j. em 25.06.2019, no qual o Colegiado, por maioria, absolveu parte dos acusados após reconhecer que o enquadramento conferido pela Acusação à conduta não se sustentava à luz do conjunto fático-probatório dos autos.



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

CVM nº RJ2014/6517, *"os acusados se defendem tanto dos fatos quanto do tipo que lhe foi imputado."*

50. A liberalidade do art. 154, §2º, "a" da Lei das S.A., tem por pressuposto a ausência de contrapartida econômica; verificada, como me parece ter sido, alguma retribuição à companhia, os fatos podem, quando muito, sugerir outras figuras — o negócio celebrado com o administrador sem autorização, o conflito de interesses ou a inobservância do dever de diligência na supervisão de pagamentos realizados na controlada. Nenhuma delas, contudo, foi objeto de imputação. O mesmo se diga do parâmetro do art. 152 da Lei das S.A.: se as verbas não correspondem à remuneração pelo cargo, ou se o teto pertinente é o de outra sociedade, a norma invocada não rege a situação descrita.

51. É certo que o art. 47 da Resolução CVM nº 45/2021¹⁸ autoriza este Colegiado a atribuir aos fatos definição jurídica diversa. O dispositivo, porém, deve ser manejado com parcimônia, sob pena de o órgão julgador assumir função que não lhe cabe e de se instaurar contencioso sem termo. Reservo sua aplicação às hipóteses em que os elementos dos autos apontam, com evidência, para conduta diversa da imputada — e mesmo nelas parece-me indispensável assegurar ao acusado oportunidade de manifestar-se sobre a nova moldura, sob pena de a redefinição operar-se justamente no momento em que a defesa já não pode reagir. Essa cautela ganha peso adicional em processo que, como este, foi marcado pelo desentranhamento de provas e pelo tarjamento da peça acusatória, circunstâncias que tornam a estabilidade da imputação uma garantia especialmente relevante.

52. Daí não decorre, esclareço, qualquer restrição indevida à atuação sancionadora desta Autarquia. A área técnica dispõe dos instrumentos necessários para formular a imputação que repute cabível, e a Procuradoria Federal Especializada examina a peça antes de sua apresentação, nos termos do art. 7º da Resolução CVM nº 45/2021¹⁹, podendo o Relator, ainda, devolvê-la para retificação com fundamento no art. 41.²⁰ O que não me parece adequado é transferir para a fase de julgamento a tarefa de reconstruir a acusação, suprimindo, por via hermenêutica, aquilo que não foi imputado.

¹⁸ “Art. 47. O Colegiado pode dar ao fato definição jurídica diversa da que constar do termo de acusação ou da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas, observado o disposto na Subseção IV.”

¹⁹ “Art. 7º Antes da citação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE deve emitir parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data de recebimento do termo de acusação, com o seguinte escopo: I – exame do cumprimento do art. 5º; II – análise objetiva da observância dos requisitos do art. 6º; e III – exame da adequação do rito adotado para o processo administrativo sancionador.”

²⁰ “Art. 41. O Relator deve devolver os autos à superintendência que houver formulado a acusação, caso o termo de acusação ou a peça acusatória não tenha observado o disposto no art. 6º, incisos I, IV, V ou VI.”



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

53. Nesse quadro, a consequência que o sistema oferece me parece unívoca. Retomo, uma vez mais, ao que foi destacado pelo Diretor Henrique Machado no precedente citado: se, no julgamento, se conclui que a conduta não se amolda ao tipo imputado, "*o resultado é a absolvição*", não sendo dado ao julgador "*distorcer os fatos ou dar aos dispositivos alegadamente infringidos um alcance que eles não têm com o intuito de salvar acusações mal formuladas*". A absolvição, nessas circunstâncias, não traduz juízo sobre a correção ou a conveniência das condutas examinadas — que podem, em tese, merecer reparo em outras searas ou mediante imputação adequadamente formulada —, mas apenas o reconhecimento de que não é possível condenar por infração o que não se verificou nos termos em que foi descrita.

IV. CONCLUSÃO

54. Por todo o exposto, acompanho o voto do Relator para votar pela absolvição de **Fernando Passos** quanto a todas as imputações que lhe foram formuladas, quais sejam: (a) 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 358/2022 e art. 16 da Instrução CVM nº 480/2009); (b) divulgação de informação falsa ao mercado quanto à renúncia do presidente do conselho de administração (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 (art. 155 da Lei 6.404/1976); e (d) prática de liberalidade em pagamentos a administradores (art. 152 c/c 154, §2º, a).

55. Voto, igualmente, pela absolvição de **José Carlos Cardoso** quanto à imputação de prática de liberalidade em pagamentos a administradores (art. 152 c/c 154, §2º, a), única que lhe foi formulada.

É como voto.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2026.

Igor Muniz
Diretor