



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003612/2020-35

Reg. Col. 1905/20

Acusados: Fernando Passos
José Carlos Cardoso

Assunto: Supostas condutas irregulares de ex-diretores do IRB – Brasil Resseguros S.A.: divulgação seletiva de informações sigilosas e relevantes; divulgação de informação falsa ao mercado; inobservância do limite estabelecido pelo conselho de administração para recompra de ações; e prática de liberalidade em pagamento a administradores por inobservância ao limite global de remuneração estabelecido em assembleia geral.

Relator: Presidente Interino Otto Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. SÍNTESE INTRODUTÓRIA

1. O ilustre voto de relatoria rejeita as preliminares e propõe a absolvição de todas as acusações. Em seu voto-vista, o ilustre Diretor Substituto Luís Felipe Lobianco diverge quanto às absolvições do acusado Fernando Passos em relação às acusações relativas (i) ao núcleo da divulgação ao mercado da renúncia do conselheiro I.S.M.; (ii) ao excesso no programa de recompra; e (iii) à prática de ato de liberalidade no pagamento de bônus pela IRB-Par, controlada do IRB.
2. Acompanho ambos os votos antecedentes pela rejeição das preliminares e absolvição de José Cardoso, na íntegra, e quanto a Fernando Passos, acompanho a fundamentação e as conclusões do Ilustre Relator, a que acresço algumas considerações e ressalvas pontuais.

II. PRELIMINARES

3. Quanto às preliminares, acompanho integralmente o Relator, subscrevendo os bem lançados fundamentos acerca da manutenção do PAS com desentranhamento das provas e tarjamento dos parágrafos dependentes, da preservação do material obtido autonomamente pela CVM e do indeferimento dos demais pedidos defensivos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III. MÉRITO

● *Imputação por disseminação seletiva de informações — Fernando Passos*

4. A imputação dirige-se à conduta do Acusado, então Diretor de Relações com Investidores do IRB, consistente em transmitir, a analistas e jornalistas, informações sobre a Companhia, tais como pareceres técnicos, antecipações de resultado e comentários sobre perspectivas, antes ou em contraponto à divulgação ampla. A tipificação proposta pela Acusação, como aponta o Il. Relator (§62), em tese é congruente: a Lei 6.404 (art. 155, §1º) determina o sigilo das informações, que só pode ser afastado por divulgação ampla (art. 157, §§4º e 5º), o que é parafraseado em dispositivos da regulação infralegal - cumpre “zelar [pela] ampla e imediata disseminação [de fatos relevantes], simultaneamente em todos os mercados” (ICVM 358, art. 3º), “guardar sigilo” dessas informações (id., art. 8º); eventual divulgação seletiva como narrada pela Acusação importaria em violação desses deveres.

5. O ponto sensível, contudo, é a materialidade concreta verificável a partir das evidências que remanesceram nos autos após o desentranhamento das provas determinado pelo Judiciário. Essa materialidade depende de se poder verificar se cada informação supostamente compartilhada a grupos restritos (a) não circulava por outros canais regulares de relacionamento com investidores; e (b) foi conscientemente entregue, com vantagem informacional indevida, a destinatários selecionados, em detrimento dos demais.

6. Parcela substancial da prova de materialidade neste núcleo, extração de mensagens do WhatsApp do celular corporativo de Fernando Passos, proveio de inquérito policial, cuja prova foi declarada ilícita pelo TRF-2 e cuja anulação foi mantida pelo STJ. O que remanesce, após o desentranhamento, é o material que a CVM apurou de forma autônoma.

7. A conclusão sobre a suficiência das provas remanescentes precisa ser examinada como se as provas ilícitas nunca tivessem existido. Entendo que foi esse o exercício realizado tanto pelo então Presidente Interino quanto pelo Diretor Substituto, ambos concluindo pela insuficiência probatória para a condenação, e sigo o entendimento dos dois votos neste ponto.

8. Realço, breve, que a conclusão pela absolvição neste núcleo não é juízo sobre a conduta que se pode entender ter sido praticada pelo Acusado, especialmente tendo em vista sua postura “criativa” quanto a informações, já julgada por esta Autarquia no processo a este conexo, das informações falsas sobre a Berkshire Hathaway em manipulação de mercado. O juízo é sobre uma hipotética conduta comprovável tão-somente a partir dos poucos elementos remanescentes nestes autos. Por fim, neste ponto, vale registrar que a irregularidade das provas retiradas e a insuficiência das demais em nada podem ser atribuídas à atuação da Superintendência responsável por montar a tese acusatória, já que o conjunto inteiro parecia suficiente para pleitear a condenação e a irregularidade foi determinada por motivos não previsíveis à época da acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

● ***Comunicado sobre a renúncia de I.S.M. — Fernando Passos***

9. Aqui apresento algumas considerações adicionais às do voto do Relator, principalmente em atenção e respeito a importantes argumentos trazidos pelo voto-vista do Diretor Lobianco, sobre os quais o voto de relatoria não teria, obviamente, como ter se manifestado. O voto-vista afirma que a divulgação do comunicado ao mercado teria sido inadequada na forma realizada, pela ótica da intempestividade. Ou seja: se o acusado só tivesse tido conhecimento da saída do conselheiro na madrugada de 28 de fevereiro, como alega, a retificação da comunicação que a negara não poderia ter ocorrido só quase às dez horas da noite. Assim diz:

37. Ainda que se acolha a premissa do Relator e a versão do próprio acusado, de que obteve o comprovante de renúncia apenas na madrugada de 28.02.2020, a infração permanece flagrante. O Diretor de Relações com Investidores já possuía o documento antes da abertura do pregão, mas silenciou deliberadamente durante todo o horário de negociação daquele dia. Ao manter-se inerte, permitiu que os investidores operassem o ativo sob a premissa sabidamente falsa que ele próprio fizera veicular no dia anterior, vindo a confirmar a saída do conselheiro tão somente às 21h50, horas após o encerramento do mercado.

38. A partir da confirmação formal da renúncia, incidia sobre o Diretor de Relações com Investidores o dever de pronta divulgação e atualização das informações relevantes ao mercado, nos termos do art. 6º da Instrução CVM nº 358/2002, cujos termos haviam sido por ele adulterados no dia anterior. O dever do DRI não se limita à divulgação inicial de informações, mas abrange também o dever de corrigir, atualizar ou complementar informações anteriormente divulgadas que se tornem incompletas, imprecisas ou incompatíveis com a realidade dos fatos. A manutenção de comunicado negando a ocorrência da renúncia após sua confirmação formal gerou situação de assimetria informacional e circulação de informação incorreta, incompatível com o regime de full and fair disclosure que orienta a regulação do mercado de capitais.

[...]

44. Entendo, portanto, que o conjunto probatório demonstra que Fernando Passos possuía elementos suficientes para adotar postura mais diligente na divulgação ao mercado, seja mediante a pronta divulgação da renúncia, seja mediante a correção das informações que não correspondiam a verdade dos fatos anteriormente divulgadas.

10. O eminente Relator concentrou-se em demonstrar que não se provou o conhecimento prévio do protocolo da renúncia por Fernando Passos no momento da redação do Comunicado de 27.2.2020, a partir do contraponto entre os depoimentos de B.A. e D.T. e a negativa peremptória do Acusado, somada ao e-mail de I.S.M. como forma de corroborar a versão do DRI. Reconheço o cuidado com que o Relator construiu essa análise; concordo que, examinado apenas esse recorte temporal, há dúvida razoável sobre o conhecimento prévio. A questão é que o material probatório sobre esse núcleo da acusação não se esgota nesse recorte.

11. Há também o acervo probatório minuciosamente referido pelo Diretor Substituto, que em seu entender comprovaria a ciência de Fernando Passos da renúncia de I.S.M. antes do e-mail do dia 28.2.2020 (§§27-32 do voto-vista). Além da grande subjetividade do juízo de apreciação das provas, esclareço que, neste caso, aplico alguma reserva sobre as afirmações de terceiros acerca do conhecimento de uma informação por alguém. Não só pelos limites cognitivos pelos quais é naturalmente difícil Fulano atestar o que Sicrano sabe ou deixa de saber,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

mas, mais especificamente, pela circunstância de que, se de um lado a negativa do acusado de um fato que lhe é imputado pode ser avaliada com o ceticismo necessário por seu interesse defensivo, a afirmação de integrantes de companhia que se encontra em litígios contra o acusado também me parece justificar cautela adicional. Com isto, registro, em paralelo com o entendimento que manifestei no PAS CVM nº 19957.009206/2018-61 (§§ 13-14 e 18 da manifestação de voto que proferi)¹, minoritário no Colegiado mas em seguida reconhecido pelo E. CRSFN que deu provimento ao recurso, que minha percepção é de uma probabilidade até maior de que o acusado tivesse o conhecimento da saída do conselheiro, do que do alegado desconhecimento. Contudo, o que não me deixa dúvida é que essa percepção é, ela própria, revestida de uma dúvida considerável, que sinto ser maior do que o mínimo necessário para afastar a convicção pela ocorrência do fato para consequência punitiva; suponho que esse conhecimento tenha existido, mas num nível pouco acima do “achismo”, inaceitável para aplicação de penalidade. Assim, tecnicamente entendo dever tratar esse conhecimento como ausente, e comprovado apenas, como conclui o Relator, na ocasião do e-mail da madrugada de 28 de fevereiro.

12. Chega-se, assim, ao eixo argumentativo destacado pelo voto-vista do Diretor Lobianco: mesmo que o acusado somente tenha tido confirmação documental do protocolo na madrugada de 28.2.2020, teria permanecido inerte ao longo de todo o pregão daquele dia, retificando a posição da Companhia apenas às 21h50, após o fechamento do mercado. O intervalo de inércia é documentalmente comprovado. Assim, a análise dessa conduta dependeria apenas de considerar que, tendo adquirido o conhecimento pelo e-mail, já poderia ter feito a divulgação imediatamente, avaliar se as normas impunham essa divulgação imediata se aplicam e foram violadas, e se tal violação justifica punição.

13. É no mínimo bem plausível a argumentação de Lobianco, de que o parágrafo único do art. 6º da ICVM 358 e o art. 14 da ICVM 480 não comportariam, nesse cenário, uma inação, tendo em vista o padrão do administrador diligente perante informação cuja relevância já se revelara no pregão precedente; também plausível, no mínimo, considerar o intervalo entre o conhecimento e a divulgação como inadequado, por excessivo. O silêncio, sob esse ângulo, seria a própria violação, pois havia o dever de corrigir a informação anteriormente divulgada, da negativa da saída do conselheiro. Afinal, como bem assentado pelo Il. Diretor Substituto, incumbe também ao Diretor de Relações com Investidores o dever de corrigir, atualizar ou complementar informações anteriormente divulgadas que se revelem incompletas, imprecisas ou incompatíveis com a realidade dos fatos.

14. Há, contudo, dois elementos que me afastam das conclusões do voto-vista e levam-me a seguir as do Relator. O primeiro é de ordem processual: não entendo ter sido esta a tese

¹ PAS CVM nº 19957.009206/2018-61, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. 11.4.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

acusatória. A imputação limitou-se à conduta de “divulgar informação falsa ao mercado ao negar pedido de renúncia de I.S.M.”, não avançando para a inteligente construção apresentada no voto-vista. Este obstáculo é intransponível pois sua superação violaria o devido processo, já que a defesa não teria tido oportunidade de lhe apresentar oposição.

15. O segundo é que, supondo que a tese tivesse sido objeto da acusação e não sido afastada por argumentos e provas da defesa, creio enxergar materialidade muito reduzida numa divulgação que, podendo ser feita após o encerramento do pregão (não sendo, em princípio, hipótese de vazamento que demandasse interrupção das negociações), tenha sido feita não poucos minutos após o fechamento, mas quase quatro horas depois. É claro que esse intervalo pode afastar a noção de imediatidade, mas durante o pregão fechado, não há efeito prático relevante, já que segue havendo tempo hábil para processar a informação até a abertura seguinte. Assim, embora pudesse hipoteticamente concordar com a ocorrência da infração, pela adequada subsunção do fato à norma (se processualmente possível), não vejo prejuízo ao bem jurídico tutelado suficiente para a imposição de penalidade. Parece-me que esse atraso específico seria apenas uma formalidade de relevância próxima à da diferença do instrumento de comunicado ao mercado *versus* fato relevante, acerca do que também acompanho as considerações do Relator pela inadequação de se punir a conduta por esse aspecto.

16. Acompanho, portanto, o Diretor Relator pela absolvição de Fernando Passos da acusação de violação ao art. 14 da ICVM 480 c/c parágrafo único do art. 6º da ICVM 358.

- ***ACUSAÇÕES DE QUEBRA DO DEVER DE LEALDADE***

- ***Imputação relativa ao programa de recompra — Fernando Passos***

17. Aqui divirjo, respeitosamente, do Il. Diretor Substituto e acompanho o Relator pela absolvição.

18. O art. 155 da Lei 6.404 veda condutas em que o administrador age em detrimento da sociedade, seja capturando para si oportunidade que pertenceria à companhia, seja revelando ou utilizando informação cuja titularidade originária é da companhia. Seu texto não comporta, nem me parece ter sido pensado para comportar, uma espécie de válvula geral de captura de qualquer inobservância de determinação interna, tal como a do conselho de administração neste caso, sob pena de transformar-se em tipo administrativo aberto e capaz de punir condutas que não trazem prejuízo material à companhia.

19. Enquanto o dever de diligência faz invocar a pergunta sobre como o administrador atua, exigindo a qualidade, a prudência e o padrão de sua atuação, o dever de lealdade requer a pergunta sobre quais e para quem foram os resultados pretendidos. Se um administrador, mesmo descumprindo eventual comando interno, atua de maneira demonstravelmente voltada a obter benefícios para a sociedade, não lhe pode ser imputada uma postura contrária aos deveres previstos no art. 155. Falta a intenção de agir em detrimento da companhia. Não significa que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

não haja vício no ato, nem possíveis consequências jurídicas, tais como no âmbito da validade ou da responsabilidade civil, ou até mesmo no campo administrativo sancionador, por fundamento diverso tal como infração ao dever de diligência. Afinal, não me soa descabido, ao menos em tese, a ideia de enxergar descuido em um ato que busque benefícios a uma empresa mas seja praticado fora do rito de sua organização hierárquica. Não posso afirmar ter havido falta de diligência no caso concreto, já que não houve tal acusação e, também em tese, há inúmeras circunstâncias que podem ser invocadas em contrário; o registro volta-se a realçar a diferença entre afastamento da infração e afirmação de regularidade do ato. O que afirmo não ter havido é a irregularidade específica alegada pela Acusação.

20. A Acusação fia-se numa leitura ampla do art. 155, pela qual qualquer descumprimento de determinação do conselho por membro da diretoria implicaria violação do dispositivo legal. Do ponto de vista de interpretação de texto, envolve uma gritante petição de princípio: o *caput* fala apenas em “servir com lealdade” e os exemplos dos incisos e deveres relativos ao sigilo dos parágrafos nem perto passam de alguma alusão de inadequação de processo decisório. Assim, para dizer desleal o ato que descumpra comando interno, é preciso embutir o cumprimento ao comando interno no vocábulo “lealdade” do *caput*, ou seja, pressupõe-se como premissa a conclusão a que se quer chegar. Na dimensão sistemática da interpretação, esvaziaria a figura autônoma do art. 154 que, embora também trate de deslealdade, tem outros deveres, cada qual com seus pressupostos e consequências próprios, e que ao menos no sentido literal menciona o cumprimento das disposições estatutárias, em que se pode encaixar eventual descumprimento de comando interno do conselho, já que decorre da estrutura decisória, disposta no estatuto.

21. Por isso, tenho que a inobservância do sublimite fixado em ata do Conselho de Administração não configura, por si só, infração à norma do art. 155.

22. Como disse acima (§18), o dispositivo abrange situações em que o administrador se beneficia da posição funcional contra os interesses da companhia, capturando para si vantagem que deveria ser destinada à companhia. No núcleo da recompra, não há captura de vantagem do administrador em detrimento do patrimônio social: a operação buscou benefícios diretos apenas para a companhia, ainda que tenha excedido limite quantitativo interno. Capitular essa conduta no art. 155 desfiguraria a norma para forçar a subsunção, pelo que concordo com o II. Relator quanto à inocorrência dessa infração.

23. Concordo com o Relator quanto a não haver, na Lei das S.A., dispositivo específico que diga de maneira expressa e geral que as normas internas e decisões de órgãos hierarquicamente superiores devem ser cumpridos. Poderia haver, mas seria redundante: a estrutura escalonada da companhia está disposta pela atribuição de competências². Nem toda mácula jurídica no

² E.g., ao conselho de administração compete fixar a orientação geral dos negócios (art. 142, I) e fiscalizar a gestão dos diretores (art. 142, III); a atuação autônoma do membro da diretoria é residual — “no silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do CA” (art. 144, *caput*).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

âmbito societário representa infração que justifique sanção administrativa, que depende no mínimo de violação de dever específico. Pode-se eventualmente afetar apenas a validade do ato, ou até impor dever de indenizar (que depende de haver dano e nexo de causalidade, algo de que não se trata nestes autos), mas não necessariamente penalidade. A recompra realizada parece, realmente, não ter sido – ao menos no momento de sua prática – um ato sem inadequação jurídica, pois excedeu a determinação de quem tinha competência para estabelecer limite. Mas não violou o art. 155 da lei.

24. O programa de recompra foi regularmente deliberado pelo Conselho de Administração. Assim, o que se imputa não é uma realização de recompra, por exemplo, contra frontal decisão do Conselho em sentido contrário (e.g., determinação expressa de não realizar qualquer recompra), hipótese em que seria mais delicado demonstrar alinhamento com o interesse social. Nítida. Assim, a direção atuou em linha com o mandato que lhe foi conferido, e de maneira que poderia ser entendida como preenchedora de lacuna, pois estaria no mesmo sentido em que seria previsível que o CA deliberaria (ou em razoável estimativa de qual seria o interesse dos acionistas, em última análise), se a questão fosse analisada novamente à luz dos efeitos insuficientes (na visão da diretoria, ao menos) da recompra feita até o limite autorizado. Ou seja, a mesma lógica que determinou a recompra até o limite X tenderia a autorizar o novo limite Y. Não é possível afirmar que *deveriam* autorizar o novo limite, é claro, mas havendo razoável expectativa de que essa seria a decisão, mesmo que depois a decisão fosse em sentido contrário não me parece acurado tratar como *desleal* a conduta, menos ainda sob as hipóteses do art. 155 (o que sua norma exige, apropriação ou utilização desleal, não foi articulado na imputação). Passível de indenização se demonstrado dano causado por ela, talvez, mas não sob tal dispositivo e não nesta esfera administrativa, por certo.

25. A própria natureza do sublimite, quantitativa, interna, sem reflexo informacional autônomo perante o mercado, reforça a percepção de que a sua inobservância não toca o núcleo do dever de lealdade, já que os acionistas de mercado nem chegaram a conhecê-lo.

• ***Da imputação relativa aos pagamentos de bônus via IRB Par — Fernando Passos***

26. O Il. Relator absolve Fernando Passos considerando, em síntese, que o art. 152 vincula-se à competência assemblear sobre a remuneração da administração da companhia e os pagamentos via IRB Par não derivariam do cargo no IRB Brasil RE, uma vez que o Acusado não era administrador formal do IRB Par, portanto não teria natureza remuneratória; e que a hipótese seria, no máximo, excesso de poder, e não liberalidade.

27. O art. 152 trata apenas da competência da assembleia geral para fixar a remuneração dos administradores da companhia. É norma de atribuição de competência e de procedimento, cujo pressuposto de incidência é a existência de verba de natureza remuneratória, devida pela companhia a seus administradores pelo exercício das funções do cargo. Pagamentos feitos a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

outro título não passam pela assembleia: a companhia celebra cotidianamente contratos onerosos, que podem superar, em valor, a remuneração global da administração, sem que se cogite de aprovação assemblear. O que o art. 152 submete à assembleia é a remuneração dos administradores como administradores, não toda e qualquer contraprestação que a companhia ou suas controladas venham a dever a quem quer que seja.

28. Acompanho o Relator na premissa de que os valores pagos a Fernando Passos por intermédio da IRB Par não constituem remuneração da administração do IRB Brasil RE em sentido próprio e, sob esse ângulo formal, não oneram o teto global do art. 152. Embora se possa concordar com avaliações subjetivas de como haveria uma “desproporção” entre as verbas, e que o patrimônio da companhia é afetado pelo que é feito com o de suas controladas, no âmbito da tipicidade estrita do processo de natureza punitiva sua incidência deve ser afastada.

29. Trato agora da alegada liberalidade. O art. 154, §2º, alínea “a”, por sua vez, veda ao administrador praticar ato de liberalidade à custa da companhia. O ato de liberalidade, conforme conceituação já estabelecida (no que faço referência à base doutrinária e jurisprudencial bem apresentada no II. Voto de relatoria), é aquele pelo qual o administrador faz a companhia despendar recursos sem contrapartida, em benefício próprio ou de terceiros.

30. O desembolso que sai do patrimônio da controlada, independentemente da natureza do vínculo com o destinatário, e ao qual não corresponde contraprestação justificável, corresponde a essa conceituação já estabelecida para o ato de liberalidade.

31. Quanto à ausência de vínculo formal entre Fernando Passos e o IRB Par, como cargo, contrato escrito ou designação, entendo não ser, por si, decisiva para caracterizar a ausência de contraprestação. Se um serviço é efetivamente prestado, a própria prestação é juridicamente constitutiva de um vínculo obrigacional, ainda que potencial, pela vedação ao enriquecimento sem causa. A dinâmica em que o serviço foi ou não proposto, negociado, aceito, tácita ou expressamente, todas essas são questões de fato relevantes: em um extremo, tem-se a negociação prévia, a expressa formalização por escrito e detalhada das prestações e contraprestações; em outro, pode-se pensar em sinalizações e compreensões diferentes entre as partes sobre o sentido das manifestações de vontade ou silêncios, a realização do serviço sem qualquer formalização e uma discussão *posterior* sobre valor justo (que o tomador pode até entender ser zero se considerar que o serviço já se inseria em obrigações previamente assumidas pelo prestador). No caso concreto, ao menos conforme a narrativa da defesa, o cenário aproxima-se do primeiro extremo; na visão da acusação, entendo que se aproxima do segundo. A hipótese de referência é, portanto, lícita em tese: o administrador da controladora que presta às controladas serviços distintos e adicionais aos que já lhe incumbem por força do cargo de administrador pode ser remunerado por tais serviços.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

32. Duas questões delimitam, assim, o juízo sobre a liberalidade: *primeiro*, se houve prestação efetiva a que os pagamentos correspondam; *segundo*, havendo prestação, se as atividades desempenhadas já estavam compreendidas nas atribuições que o Acusado detinha como diretor do IRB Brasil RE, caso em que o pagamento adicional, por retribuir duas vezes o mesmo dever, careceria de contrapartida e ganharia contornos mais sólidos de liberalidade.

33. Quanto à primeira questão, não há controvérsia relevante sobre o envolvimento direto do Acusado nas operações de alienação conduzidas no âmbito do IRB Par. Os pagamentos, ademais, foram estruturados como prêmio de êxito. Verba condicionada ao resultado não é dispêndio gratuito, a não ser que o resultado não houvesse e a verba ainda assim fosse paga.

34. A controvérsia central deslocou-se para a existência de aprovação. E aqui o conjunto probatório é marcado por duplicidade documental: há duas versões da Nota Técnica GEINV nº 009/2019; uma que recomenda expressamente o bônus, outra que o silencia; duas versões da Nota Técnica IRB PAR nº 007/2019, igualmente uma com e outra sem menção à verba e duas versões da ata da 26ª AGE do IRB Par de 13.12.2019, uma com referência à aprovação de “bônus on/off aos envolvidos nas transações” e outra sem qualquer menção. Segundo a Acusação, os conselheiros foram unânimes ao afirmar que as deliberações sobre as alienações não abrangiam a distribuição de bônus e M.R., que integrava o Conselho de Administração e o Comitê de Investimentos e coordenava o Comitê de Pessoas, foi expreso ao registrar que eventual remuneração a esse título em favor dos envolvidos na operação jamais foi submetida a qualquer daqueles órgãos, de cuja existência, portanto, os conselheiros não tinham conhecimento (TA, §§ 278 e 306). O relato encontra respaldo documental: a versão da Nota Técnica IRB Par nº 007/2019 que efetivamente compôs o material de apoio da 98ª Reunião do Comitê de Investimentos não faz qualquer referência a pagamento de bônus a executivos ou colaboradores (TA, §§ 307-308).

35. Em processo administrativo, essa duplicidade não pode ser resolvida em desfavor do acusado sem prova específica. Embora, de modo semelhante ao que afirmei no §11, pareça-me um pouco maior a consistência da narrativa fática acusatória, dois elementos favorecem o acusado aqui: (i) Ainda remanesce dúvida *fática* que deve ser resolvida em favor do acusado, não afastando a presunção de serem verdadeiros os documentos que apresentou; diante de documento que prevê e documento que silencia, com elementos testemunhais em cada direção, instala-se dúvida razoável que o *standard* probatório próprio da atividade sancionadora não permite superar. (ii) Mesmo sob a deliberação que nada diz sobre bônus, não me parece que os elementos dos autos seriam suficientes para concluir pela deslealdade. Seria diferente se os documentos em que a acusação se baseia dissessem algo no sentido de “aprova-se a venda dos ativos e rejeita-se o pagamento dos bônus propostos, porque já decorrem dos deveres ordinários da diretoria”. Isto, porque do silêncio do ato aprobatório não se extrai proibição: a deliberação que aprova uma operação de desinvestimento não precisa enumerar todos os contratos e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

contraprestações a ela associados. A aprovação específica de verba de êxito funciona antes como conforto adicional a quem a percebe do que como requisito de validade da contraprestação. A eventual falsidade documental, nesse cenário, poderia ser instrumento de tentativa de facilitar a argumentação e a demonstração de licitude, não necessariamente de tornar lícito o que fora ilícito (independentemente, claro, da ilicitude da falsidade documental por si só e possíveis outras irregularidades daí decorrentes, como obstrução à investigação).

36. Quanto à segunda questão mencionada no §32, sobre se as atividades remuneradas já estariam incluídas nas atribuições do cargo que o Acusado ocupava no IRB Brasil RE, a matéria não foi aprofundada pela Acusação. Seria necessário demonstrar que a atuação nas alienações era exatamente aquilo que já lhe cabia, e pelo que já era remunerado, como diretor da controladora. Essa demonstração não é dispensável, tampouco evidente. A empresa atravessava circunstâncias extraordinárias, com programa de desinvestimentos voltado à recomposição de sua situação patrimonial, e está longe de ser impensável que a atuação exigida em meio à turbulência do momento excedesse o que era previsível quando da investidura no cargo. Sem essa demonstração, que incumbia à Acusação, não se pode afirmar a ausência de contrapartida. A lacuna, registre-se, é de prova e de imputação neste processo; não encerra a questão de fundo, que segue passível de exame na sede que lhe é própria.

37. Tampouco a discussão sobre o montante dos bônus, tendo-o como excessivo, leva à incidência do caráter de liberalidade, na acepção da lei, que pressupõe, como já aqui repetido, gratuidade. O pagamento sem contraprestação da liberalidade é intencional, e tratado na lei de modo diverso do pagamento de preço (apenas) excessivo, que prescinde de dolo (embora possa, claro, ser proposital e desleal). A circunstância de os valores dos bônus superarem um percentual de referência é demonstrada nestes autos - a estimativa de 3% para custos de corretagem em transações da espécie (item 3.1.8 da Nota Técnica GEINV nº 009/2019 e item 3.1.9 da Nota Técnica IRB PAR nº 007/2019). Mas essa diferença, por si só, não determina que tenham sido irregularmente excessivos. Tal conclusão dependeria de essa questão ter sido bem mais aprofundada, já que preços médios não necessariamente capturam as características relevantes para a remuneração de toda transação semelhante, e essa referência não foi invocada pela Acusação como parâmetro de aferição da regularidade dos pagamentos, logo tampouco submetida a contraditório.

38. Ademais, uma discussão de preço poderia ensejar dever de restituição de eventual excesso e caracterizar, em tese, contratação em condições não equitativas, matéria do art. 156, §1º, da Lei 6.404, este sim aparentemente incidente no caso já que se trata de contrato do administrador com a companhia, sujeito ao dever de contratar em condições contrárias ao interesse desta.

39. Nenhuma dessas questões foi veiculada na Acusação, e o juízo sancionador não pode, na ocasião do julgamento, substituir a imputação formulada por outra que lhe pareça mais bem



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ajustada aos fatos. A absolvição decorre das exigências próprias do juízo sancionador. Absolver por insuficiência de prova ou por inadequação do tipo escolhido não equivale a declarar que os pagamentos foram legítimos, que a contrapartida foi adequada ou que os valores eram devidos na extensão em que foram pagos. Não afirmo que nada houve de irregular, mas que o que se apurou não sustenta, com o rigor aqui exigido, a condenação pelo tipo que se escolheu imputar.

40. Feita a análise, acompanho o Il. Relator quanto à conclusão absolutória, com ressalvas pontuais a duas argumentações mencionadas em seu voto. Registro-as não como divergência, porque as entendo corretos em tese, porém apenas inaplicáveis ao caso concreto.

41. A primeira diz respeito à afirmação de que não há desvio de poder culposo (§174 do voto de relatoria). Concordo com essa afirmação em abstrato: o desvio de finalidade pressupõe o elemento volitivo, como já registrei no PAS da T4F³ (e.g., §§ 31, 36 e 41-42 de meu voto de relatoria). Ela não se aplica, porém, ao caso dos autos, porque aqui não se cogita de conduta culposa: os pagamentos de bônus não foram consequências imprevistas, decorrentes de decisões voltadas a outros objetivos e discutivelmente descuidadas; a controvérsia é sobre se corresponderam aos interesses da companhia e de suficiência probatória de possíveis fatos que poderiam demonstrar a falta dessa correspondência, mas não parece haver dúvida ou controvérsia sobre a intencionalidade da conduta.

42. A segunda ressalva alcança a consideração de que o resultado negativo de um negócio não deve ser tomado como critério de ilicitude (§175 do voto de relatoria). Também aqui a premissa é correta, a diligência se afere pelo processo decisório, não retrospectivamente pelo desfecho, mas igualmente estranha à espécie: a imputação não se funda no insucesso de operação alguma, nem se alegou que os desinvestimentos tenham sido ruinosos.

- ***Da imputação a José Carlos Cardoso***

43. A imputação, restrita ao núcleo de bônus do IRB Par em relação a José Carlos Cardoso, reside sob a tese de autorização dos pagamentos. Convergí, ao final, com a conclusão do Relator e do Diretor Substituto pela absolvição, pelos fundamentos expostos por ambos.

IV. CONCLUSÃO

44. Voto por absolver José Carlos Cardoso e Fernando Passos quanto a todas as acusações.

Brasília, 28 de julho de 2026.

João Accioly

Diretor

³ PAS CVM nº 19957.003158/2024-46, minha relatoria j. 11.11.2025.