



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 19957.003588/2023-87

Reg. Col. 3228/25

Acusados: Fernando Passos, Ivan de Souza Monteiro, José Carlos Cardoso e Lúcia Maria da Silva Valle.

Assunto: Apuração de eventuais irregularidades nos registros contábeis e nas demonstrações financeiras do IRB – Brasil Resseguros S.A., referentes ao exercício social de 2019, por suposta: (a) elaboração deliberada de informações contábeis e financeiras não fidedignas (arts. 154, *caput*, e 176 da Lei nº 6.404/1976); (b) falta ao dever de diligência dos Diretores Estatutários (art. 153 da Lei nº 6.404/1976); e (c) falta ao dever de diligência e de vigilância dos membros do Conselho de Administração sobre a gestão dos Diretores (art. 153 c/c art. 142, III, da Lei nº 6.404/1976).

Relator: Diretor Igor Muniz

VOTO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador instaurado pela SPS¹, para apurar eventuais irregularidades nos registros contábeis e nas demonstrações financeiras do IRB, referentes ao exercício social de 2019, imputadas a Fernando Passos, José Carlos Cardoso e Lúcia Maria da Silva Valle, então Diretores Estatutários da Companhia, e a Ivan de Souza Monteiro e outros sete membros do Conselho de Administração (Alexsandro Broedel Lopes, Marcos Bastos Rocha, Maria Elena Bidino, Pedro Duarte Guimarães, Roberto Dagnoni, Vinícius José de Almeida Albernaz e Werner Romera Süffert), estes últimos com processo já extinto em seu favor por força de Termo de Compromisso, conforme relatado.

2. O presente processo tem origem no Inquérito Administrativo CVM nº 19957.003588/2023-87, instaurado no contexto de um conjunto mais amplo de procedimentos investigativos relacionados à divulgação de informações ao mercado pela Companhia, os quais, de modo geral, surgiram na esteira das denúncias feitas pela Squadra, que abalaram a confiança do mercado em relação ao IRB, em especial quanto à realização de suposta fraude contábil por sua administração.

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

3. Dois desses processos, envolvendo os mesmos acusados (Fernando Passos e José Carlos Cardoso), já foram julgados por este Colegiado.² A existência desses processos não interfere, por si só, na análise da autoria e da materialidade das condutas ora examinadas, a qual, quando necessária à decisão, será realizada com base nas provas constantes destes autos. Isso não impede, contudo, que as decisões proferidas naqueles processos sejam consideradas quando houver questão jurídica que dependa da interação entre as imputações, inclusive para fins de aferição da possibilidade de sanção autônoma, como será exposto na análise do mérito.

4. Passo, assim, ao exame das preliminares suscitadas pelas defesas.

I. PRELIMINARES

I.A. FERNANDO PASSOS

I.A.1. Nulidade das provas oriundas do Inquérito Policial nº 5041415-05.2020.4.02.5101 (fato superveniente: acórdão da 5ª Turma do STJ)

5. A defesa de Fernando Passos³ arguiu a nulidade da Peça Acusatória e do próprio processo, com o consequente desentranhamento dos documentos tidos como nulos, ao fundamento de que a acusação se fundaria em provas oriundas do Inquérito Policial nº 5041415-05.2020.4.02.5101 (“Inquérito Policial”), anuladas pelo Tribunal Regional Federal da 2ª Região.⁴ Em manifestação superveniente de 16.03.2026⁵, a defesa noticiou que essa nulidade foi confirmada, em caráter definitivo e por unanimidade, pela 5ª Turma do Superior Tribunal de Justiça⁶, invocando o Tema 1238 de Repercussão Geral do STF⁷, segundo o qual a Administração Pública não pode se valer de provas declaradas nulas pelo Poder Judiciário. Pediu, ainda, o acesso aos dados originais extraídos dos aparelhos celulares e aos relatórios periciais subjacentes, para exame da cadeia de custódia.

² PAS CVM nº 19957.003611/2020-91, no qual se apurou a divulgação de informação falsa sobre suposto investimento da Berkshire Hathaway no IRB, tendo resultado na condenação de Fernando Passos e na absolvição de José Carlos Cardoso quanto à mesma imputação (Rel. Diretor Daniel Maeda, julgado em 19.12.2024); e PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, no qual se apuraram condutas distintas de Fernando Passos e José Carlos Cardoso relacionadas à divulgação seletiva de informações a agentes de mercado, à divulgação de informação falsa sobre a renúncia de conselheiro, à inobservância de limite para recompra de ações e a pagamentos de bônus a executivos, tendo resultado na absolvição de ambos quanto à totalidade das imputações (Rel. Diretor Otto Lobo, com julgamento iniciado em 29.12.2025 e concluído em 28.07.2026).

³ Doc. SEI nº 2212756.

⁴ Doc. SEI nº 2212757.

⁵ Doc. SEI nº 2629276.

⁶ Doc. SEI nº 2629277.

⁷ “São inadmissíveis, em processos administrativos de qualquer espécie, provas consideradas ilícitas pelo Poder Judiciário.”



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

6. Reconheço, de plano, a autoridade da decisão judicial superveniente e assento que a nulidade das provas diretamente decorrentes do compartilhamento de informações do referido Inquérito Policial com os processos administrativos da CVM foi definitivamente reconhecida pelo Poder Judiciário, não cabendo a esta Autarquia promover qualquer reavaliação da matéria.

7. A SPS, em Manifestação Técnica de 04.04.2025⁸ (“Manifestação Técnica”), apresentada nos termos do art. 38 da Resolução CVM nº 45/2021, portanto, antes mesmo da confirmação da nulidade pelo STJ, já havia enfrentado essa questão, esclarecendo que a base para a instauração do Inquérito Administrativo que originou este processo, e as fontes dos fundamentos das acusações, foram as Representações Eletrônicas da SUSEP, os registros contábeis do IRB que as acompanhavam, e outras informações colhidas diretamente pela própria SPS. Segundo apurado pela SPS, o item IV.2 da Peça Acusatória (parágrafos 201 a 219), que efetivamente analisa a conduta de Fernando Passos e sustenta a imputação a ele dirigida, não contém nenhuma menção a provas obtidas a partir dos procedimentos policiais anulados, mas apenas a elementos recebidos da SUSEP e a outros regularmente obtidos pela própria SPS, entre os quais o depoimento do próprio Sr. Fernando Passos.

8. Essa mesma tese, aliás, já havia sido rejeitada por este Colegiado em duas ocasiões anteriores, envolvendo o mesmo acusado e o mesmo Inquérito Policial: (i) no PAS CVM nº 19957.003611/2020-91, no qual o argumento foi refutado⁹; e (ii) no PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, no qual o Colegiado assentou que a ilicitude reconhecida pelo Poder Judiciário não implica a inadmissibilidade de toda e qualquer prova obtida na esfera administrativa, restringindo-se aos elementos probatórios diretamente oriundos do Inquérito Policial, entendimento amparado na própria decisão do TRF-2, que expressamente excluiu do alcance da nulidade a investigação interna conduzida pela própria Companhia.¹⁰ Adoto, por identidade absoluta de fatos e de fundamento, o mesmo entendimento.

9. Não obstante, a Peça Acusatória contém, em seus parágrafos 163 e 184, referência a dados compartilhados pela Polícia Federal no âmbito do Inquérito Policial, o que a própria defesa identificou com precisão. Observo, contudo, que nenhum desses parágrafos integra a análise que efetivamente sustenta a imputação a Fernando Passos: o parágrafo 163 limita-se a remeter à peça acusatória de outro processo administrativo¹¹, tratando de conduta ali imputada e já julgada, estranha às infrações contábeis aqui apuradas; e o parágrafo 184 consiste em

⁸ Doc. SEI nº 2298483.

⁹ PAS CVM nº 19957.003611/2020-91. Voto do Diretor Daniel Maeda, julgado em 19.12.2024.

¹⁰ PAS CVM nº 19957.003612/2020-35. Voto do Diretor Relator Otto Lobo, com julgamento iniciado em 29.12.2025 e concluído em 28.07.2026.

¹¹ O Relatório nº 2/2023-CVM/SPS/GPS-2 (Doc. SEI nº 1789023), referente ao PAS CVM nº 19957.003612/2020-35.



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

afirmação genérica, na abertura da seção analítica da Peça Acusatória, que não é replicada nem individualizada na análise da conduta de cada acusado, constante do item IV.2 (parágrafos 201 a 219). Não tendo essas referências sido efetivamente utilizadas como base probatória para a acusação formulada contra Fernando Passos, sua presença pontual no corpo da peça não tem o condão de contaminar a validade da Peça Acusatória.

10. Rejeito, assim, a preliminar de nulidade da Peça Acusatória, por não se sustentar, nestes autos específicos, em prova alcançada pela nulidade judicialmente reconhecida.

I.A.2. Alegada quebra da cadeia de custódia das mensagens obtidas na investigação interna da Companhia

11. Subsidiariamente, a defesa de Fernando Passos sustenta a nulidade das mensagens obtidas por meio da investigação interna do IRB, por ausência de comprovação de cadeia de custódia em sua extração e tratamento, requerendo a disponibilização dos dados originais e dos aparelhos celulares para exame pericial.

12. Essa mesma alegação foi suscitada por Fernando Passos no PAS CVM nº 19957.003611/2020-91, e ali rejeitada, conforme apontado pela SPS em sua Manifestação Técnica.¹² Nessa linha, indefiro o pedido de disponibilização de dados e aparelhos celulares uma vez que a própria Peça Acusatória esclarece, em seu parágrafo 114, que as mensagens utilizadas na apuração foram obtidas por meio da investigação interna conduzida pela própria Companhia¹³, e não mediante acesso direto desta CVM a aparelhos celulares ou dados neles armazenados, não havendo, portanto, aparelhos ou dados brutos em poder desta Autarquia que pudessem ser disponibilizados à defesa.

13. Não existe óbice a que as áreas técnicas da CVM recebam documentos e informações de terceiros em suas investigações; ao contrário, o art. 38, § 2º, da Lei nº 9.784/1999¹⁴ só autoriza a recusa de provas ilícitas, impertinentes, desnecessárias ou protelatórias, cabendo a quem alega a ilicitude o ônus de comprová-la.¹⁵ A defesa não demonstrou, concretamente, que as mensagens tenham sido produzidas, manipuladas ou adulteradas, limitando-se a arguir

¹² Doc. SEI nº 2298483, Ponto C.2.

¹³ Doc. SEI nº 1853612.

¹⁴ Art. 38, §2º: “Somente poderão ser recusadas, mediante decisão fundamentada, as provas propostas pelos interessados quando sejam ilícitas, impertinentes, desnecessárias ou protelatórias.”

¹⁵ Art. 42 da Resolução CVM nº 45/2021: “Incumbe ao acusado comprovar os fatos que tenha alegado, sem prejuízo do dever atribuído ao Relator e da possibilidade de produção de provas de ofício.”

Art. 20, caput, da Lei nº 13.506/2017: “O acusado será citado para apresentar defesa no prazo de 30 (trinta) dias, oportunidade em que deverá juntar os documentos destinados a provar suas alegações e indicar as demais provas que pretenda produzir, sob pena de preclusão.”

Art. 36 da Lei nº 9.784/1999: “Cabe ao interessado a prova dos fatos que tenha alegado, sem prejuízo do dever atribuído ao órgão competente para a instrução e do disposto no art. 37 desta Lei.”



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

a ausência, nos autos, de documentação formal da cadeia de custódia, o que é logicamente distinto de demonstrar sua efetiva quebra. Ainda que se reconhecesse alguma fragilidade nesse aspecto, tenho que eventual quebra da cadeia de custódia, nas peculiaridades do processo administrativo sancionador, afeta a valoração da prova, mas não necessariamente resulta em nulidade.

14. A este respeito, é importante traçar uma distinção entre a admissibilidade e a valoração da prova. A circunstância de a investigação interna ter sido conduzida pela própria Companhia, isto é, por uma parte com interesse direto no desfecho do processo e em conflito com os ex-administradores ora acusados, não a torna inadmissível, mas impõe um padrão de valoração mais rigoroso.

15. Esse padrão de cautela não é exclusivo do processo penal. A mesma preocupação se consolidou na prática decisória de outra entidade administrativa sancionadora brasileira, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”), ao valorar declarações e documentos trazidos por colaboradores com interesse direto no desfecho (beneficiários de acordos de leniência e termos de cessação de conduta).¹⁶ Vale ressaltar o voto do Conselheiro do CADE Vitor Fernandes, em que ele explicita os critérios da corroboração exigida, destacando, entre eles, a independência: “*a evidência corroborativa deve provir de fonte distinta e independente, externa ao elemento que ela propõe corroborar.*”¹⁷

16. Esse padrão de cautela tem assento consolidado na jurisprudência penal, esfera na qual as garantias do acusado são reconhecidamente mais rígidas do que no processo administrativo sancionador. O Superior Tribunal de Justiça (“STJ”), ao tratar do valor probatório da palavra da própria vítima, parte com interesse direto e legítimo no resultado do processo, firmou entendimento no sentido de que “*a palavra da vítima mostra-se suficiente para amparar um decreto condenatório (...), desde que harmônica e coerente com os demais elementos de prova carreados aos autos*”¹⁸, não bastando, portanto, de forma isolada. Em precedente mais recente, a Corte foi ainda mais explícita quanto à consequência da ausência dessa corroboração: “*nenhum meio de prova possui valor absoluto. A condenação (...) deve se apoiar em núcleo probatório composto por elementos convergentes e corroborados (...). A exigência de corroboração substancial externa, oriunda de fonte independente e idônea,*

¹⁶ Como sintetiza José Inácio Ferraz de Almeida Prado Filho, em estudo sobre a prática decisória recente daquele Tribunal, os precedentes de 2023-2024 “confluem em torno de algumas ideias centrais: (i) impossibilidade de condenações com base apenas em relatos ou evidências unilaterais dos colaboradores (...), que dependerão de corroboração por fontes externas e independentes em relação a terceiros.” (Notas sobre *standards* probatórios e valoração das provas apresentadas ao CADE por colaboradores (beneficiários de acordo de leniência e de termo de cessação de conduta). *Revista do IBRAC*, v. 29, n. 2, 2024, p. 122-146 (p. 125).)

¹⁷ Voto do Conselheiro Vitor Fernandes, §§ 156-9, CADE, Processo Administrativo nº 08700.009165/2015-56, Rel. Cons. Vitor Fernandes, julgado em 07.02.2024.

¹⁸ STJ, AgRg no AREsp nº 1.211.243/CE, Rel. Min. Jorge Mussi, 5ª Turma, julgado em 24.04.2018, DJe 11.05.2018.



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

*constitui garantia metodológica indispensável (...), pois impede que a decisão se apoie exclusivamente em relatos unilaterais não confirmados por elementos objetivos convergentes.”*¹⁹

17. Raciocínio semelhante orienta a disciplina da colaboração premiada. A Lei nº 12.850/2013 estabelece, em seu art. 4º, § 16²⁰, que nenhuma decisão condenatória será proferida com fundamento apenas nas declarações do agente colaborador, outra hipótese em que a fonte da informação tem interesse direto no desfecho. Ao apreciar essa regra, o Supremo Tribunal Federal assentou que os depoimentos do colaborador “*somente se mostrarão hábeis à formação do convencimento judicial se vierem a ser corroborados por outros meios idôneos de prova*”, relembrando sua própria jurisprudência histórica de que “*a delação, de forma isolada, não respalda condenação*”, servindo apenas “*como elemento ancilar da decisão*.”²¹

18. Se tal cautela se impõe tanto no processo administrativo sancionador do CADE quanto no processo penal, em que estão em jogo, neste último, a liberdade do acusado e as garantias mais amplas do sistema jurídico, ela deve ser igualmente adotada neste processo. Ainda que aqui vigorem os princípios do informalismo moderado e da verdade material, nos termos do art. 2º da Resolução CVM nº 45/2021, a mesma preocupação com prova unilateral e interessada está por trás do devido processo legal.

19. Transpondo esses entendimentos ao caso concreto, as mensagens obtidas pela investigação interna do IRB não serão tratadas, neste Voto, como prova autossuficiente da autoria e materialidade das condutas imputadas a Fernando Passos, mas como elemento que, para formar convicção, deve encontrar amparo em fonte distinta, externa e independente daquela que a produziu.

20. Rejeito, assim, a preliminar de quebra de cadeia de custódia, ressalvado que a valoração das mensagens obtidas pela investigação interna, à luz do padrão de corroboração estabelecido nos itens 14 a 18 acima, será realizada por ocasião do exame do mérito, se, e na medida em que, seja necessária à decisão.

¹⁹ STJ, AgRg no AREsp nº 3.236.618/BA, Rel. Min. Joel Ilan Paciornik, julgado em 19.06.2026, DJe 23.06.2026; no mesmo sentido, STJ, AgRg no AREsp nº 1.352.089/SP, Rel. Min. Nefi Cordeiro, 6ª Turma, julgado em 26.03.2019, DJe 02.04.2019: “*a palavra da vítima possui especial relevância (...), não podendo ser desconsiderada, notadamente quando corroborada por outros elementos probatórios*.”

²⁰ Art. 4º § 16: “*Nenhuma das seguintes medidas será decretada ou proferida com fundamento apenas nas declarações do colaborador: I - medidas cautelares reais ou pessoais; II - recebimento de denúncia ou queixa-crime; e III - sentença condenatória*.”

²¹ STF, HC nº 127.483/PR, Rel. Min. Dias Toffoli, Tribunal Pleno, julgado em 27.08.2015, citando HC nº 75.226/MS, Rel. Min. Marco Aurélio, e HC nº 90.708/BA, Rel. Min. Sepúlveda Pertence.



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.B. JOSÉ CARLOS CARDOSO

I.B.1. Alegada nulidade por ausência de apuração própria da SPS

21. A defesa de José Carlos Cardoso²² sustenta a nulidade da Peça Acusatória por ausência de motivação válida, ao argumento de que a SPS se teria limitado a reproduzir as Representações Eletrônicas da SUSEP, de caráter não conclusivo, e a valer-se de depoimentos colhidos em outros processos administrativos conexos sem o devido traslado formal a estes autos, em violação ao contraditório e à ampla defesa.

22. A preliminar não prospera. A própria SPS, em sua Manifestação Técnica²³, já esclareceu que, ao longo da investigação, expediu diversos ofícios ao IRB solicitando informações, analisou atas e documentos por ele fornecidos, examinou os elementos relacionados à investigação interna promovida pela própria Companhia, e colheu depoimento das pessoas relacionadas aos fatos apurados, inclusive do próprio José Carlos Cardoso, de modo que as Representações Eletrônicas da SUSEP constituíram apenas um dos elementos utilizados na análise, e não o fundamento exclusivo da acusação. A utilização de elementos produzidos por outra entidade de fiscalização no exercício de sua competência legal²⁴ configura, ademais, prova emprestada legítima, cujo caráter não vinculante para os fins deste processo sancionador não lhe retira a idoneidade como elemento de convicção, sujeito, como foi, ao pleno contraditório nestes autos.

23. Quanto ao traslado dos depoimentos colhidos nos processos conexos, a própria Peça Acusatória consigna, em seu § 183, que os elementos de prova e documentos autuados no Inquérito Administrativo CVM nº 19957.003612/2020-35, correlatos a esta investigação, foram devidamente copiados e estão autuados neste procedimento, não havendo, portanto, prova produzida à revelia do contraditório.

24. A extensão e o detalhamento da Peça Acusatória, que dedica seção própria e individualizada a cada um dos onze acusados, com fundamentação jurídica autônoma e exame de precedentes desta CVM, evidenciam exercício próprio, e não meramente reprodutivo, da atividade investigativa pela SPS, cabendo à defesa, nos termos expostos no item I.A.2, supra, o ônus de demonstrar concretamente a alegada ausência de apuração própria, do qual não se desincumbiu.

²² Doc. SEI nº 2212795.

²³ Doc. SEI nº 2298483, Ponto A.1.

²⁴ A SUSEP, autarquia com competência técnica específica sobre a matéria contábil-atuarial de seguradoras e resseguradoras, vinculada à CVM por convênio de cooperação desde 2005.



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

25. Rejeito, portanto, a preliminar de nulidade por ausência de apuração própria da SPS.

I.C. IVAN DE SOUZA MONTEIRO

I.C.1. Alegada falta de individualização de conduta quanto aos Conselheiros

26. A defesa de Ivan de Souza Monteiro²⁵ argui, como preliminar, a nulidade da acusação por falta de individualização de conduta, ao fundamento de que a Peça Acusatória trataria os oito Conselheiros de forma homogênea, sem discriminar a contribuição causal específica de cada um para a alegada falha de vigilância.

27. Observo, preliminarmente, que a proposta de Termo de Compromisso apresentada pelos demais sete Conselheiros foi aceita pelo Colegiado em Reunião de 02.12.2025, o que torna esta preliminar relevante, em concreto, apenas quanto à posição de Ivan de Souza Monteiro, único Conselheiro cuja situação permanece sujeita a julgamento de mérito nestes autos.

28. Não obstante, a arguição, tal como formulada, não configura vício apto a causar a nulidade da Peça Acusatória. O art. 6º da Resolução CVM nº 45/2021 exige que a Peça Acusatória descreva os fatos, indique os responsáveis e capitulo a conduta de cada um nos dispositivos legais tidos por infringidos, requisitos atendidos, já que a Peça Acusatória identifica nominalmente cada um dos oito Conselheiros e descreve pormenorizadamente os sinais de alerta que, segundo a acusação, se apresentavam a todos os integrantes do referido órgão. Se essa descrição homogênea traduz, no caso concreto, uma efetiva equivalência de condições entre os conselheiros, ou se, ao contrário, desconsiderou indevidamente diferenças relevantes entre eles, é questão que diz respeito à suficiência da individualização em concreto, e não à validade formal da Peça Acusatória, sendo, portanto, matéria a ser examinada no mérito.

29. Rejeito, assim, a preliminar de nulidade por falta de individualização de conduta, sem prejuízo de que as circunstâncias pessoais de Ivan de Souza Monteiro sejam devidamente sopesadas no exame do mérito.

I.D. O PEDIDO DE RETIRADA DE PAUTA

30. Em manifestação de 17.09.2026²⁶, José Carlos Cardoso requereu a retirada do processo da pauta de julgamento de 06.10.2026, e a abertura do prazo de 30 (trinta) dias previsto no art.

²⁵ Doc. SEI nº 2212752.

²⁶ Doc. SEI nº 2832429.



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

38, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2021, ao fundamento de que não teria sido formalmente aberto prazo para manifestação dos acusados a respeito da Manifestação Técnica apresentada pela SPS.

31. Não obstante a ausência de intimação formal nos moldes do dispositivo invocado, observo que a Manifestação Técnica está juntada aos autos desde 04.04.2025, ou seja, há aproximadamente 17 (dezessete) meses, estando, portanto, à inteira disposição de todos os acusados e de seus patronos por período muito superior ao prazo de 30 dias que o próprio dispositivo prevê, sem que qualquer manifestação espontânea a seu respeito tenha sido apresentada nesse ínterim.

32. Diante do exposto, e observado que os acusados dispuseram de prazo mais do que suficiente para se manifestar sobre a Manifestação Técnica, caso assim o desejassem, indefiro o pedido de retirada de pauta e de concessão de prazo para manifestação.

I.E. CONCLUSÃO QUANTO ÀS PRELIMINARES

33. Diante do exposto, rejeito as preliminares suscitadas pelas defesas, quais sejam: (i) nulidade da Peça Acusatória por provas oriundas do Inquérito Policial; (ii) quebra de cadeia de custódia das mensagens da investigação interna; (iii) nulidade por ausência de apuração própria da SPS; (iv) nulidade por falta de individualização de conduta; e (v) pedido de retirada de pauta, conforme item 30 acima. Passo então a examinar o mérito.

II. MÉRITO

34. Antes de ingressar nas condutas individualmente imputadas a cada um dos acusados, trato primeiro dos temas que lhes são transversais: o conteúdo do dever de diligência dos administradores em geral, sua densificação específica para o conselheiro que deve vigiar e fiscalizar atos de terceiros, e sua incidência sobre a higidez das demonstrações financeiras elaboradas pela Diretoria, de modo a evitar repetições e a fixar, desde logo, as premissas jurídicas comuns à análise de todos os capítulos seguintes. Somente então passarei ao exame individualizado de cada acusado, organizado em capítulos próprios.

II.A. O DEVER DE DILIGÊNCIA DOS ADMINISTRADORES EM GERAL

II.A.1. O standard legal do art. 153

35. O art. 153 da Lei das S.A. dispõe que “o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”



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

36. O dispositivo não descreve uma conduta; enuncia um padrão. A opção do legislador por uma cláusula geral, em lugar de um rol fechado de deveres, é deliberada e decorre da impossibilidade de antecipar, em abstrato, o que a boa administração exige diante da variedade de situações que a vida empresarial produz. Daí a advertência, corrente na doutrina²⁷ e na jurisprudência desta Autarquia, de que a aferição do cumprimento do art. 153 é necessariamente contextual.²⁸ Nesse sentido, qualquer tentativa de engessamento desse *standard* tenderá ao fracasso.

37. Dessa natureza decorrem três consequências que orientam o exame deste caso.

38. A primeira é que o dever de diligência veicula obrigação de meio, e não de resultado. O administrador não garante o acerto de suas decisões nem a inexistência de ilícitos praticados por terceiros no âmbito da companhia; obriga-se a empregar, no exercício de suas funções, o cuidado que dele se espera. A superveniência de um resultado danoso não permite, por si só, inferir a violação do dever. Vale também o inverso: pode haver descumprimento do art. 153 sem que dele tenha decorrido qualquer dano, assim como pode haver dano sem descumprimento. O que se examina é a conduta, não o desfecho.

39. A segunda é que não há uma única forma de agir diligentemente. A existência de uma providência adicional que, em tese, poderia ter sido adotada não converte em negligente a conduta efetivamente praticada, se esta se situa dentro da zona do razoável.

40. A terceira é o caráter procedimental do dever. Sobre o ponto, o então Presidente Marcelo Barbosa, em voto proferido no PAS CVM nº RJ-2019/0878, julgado em 31.08.2021, invocado pela própria acusação no § 271, assentou:

“Portanto, qualquer que seja a abordagem adotada para se determinar os padrões de conduta exigidos em respeito ao comando do art. 153 da Lei das S.A., é certo que o principal traço distintivo do dever de diligência, aquele que o distingue de forma mais acentuada dos demais deveres fiduciários estabelecidos na lei societária, é seu caráter essencialmente procedimental.

²⁷ Nesse sentido: “Cabe lembrar que: “[a]o contrastar a conduta do administrador à luz do dever de diligência, o intérprete não pode olvidar a necessidade de, em sede de juízo retrospectivo, aferir as alternativas disponíveis por ocasião da tomada da decisão, à luz da realidade e dos fatos da época, e não depois dos fatos consumados. Não há de perquirir propriamente se a decisão tomada foi a melhor possível, à vista do que posteriormente sucedeu. Deve-se analisar, sim, se, por ocasião da tomada da decisão, a conduta do administrador foi razoável e apropriada à luz dos fatos e do ambiente então vigentes.” (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 128).

²⁸ PAS CVM nº RJ2014/13977, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, julgado em 30.01.2020; Manifestações de Voto do Presidente Marcelo Barbosa nos PAS CVM nº RJ2014/6517 (item 36) e RJ2014/12838 (item 25), ambos julgados em 25.06.2019; e no PAS CVM nº RJ2019/3679 (Processo CVM SEI nº 19957.005731/2019-99), item 18, julgado em 31.08.2021.



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

Os deveres de manter postura vigilante em relação aos assuntos de competência do administrador, de munir-se de informações suficientes para se manifestar, de requerer providências, de manter assiduidade em suas atividades, dentre outros, não deixam dúvida quanto ao objetivo do legislador: impor aos administradores padrão de conduta que os permita exercer suas funções de forma tempestiva, informada e proativa. São aspectos da função administrativa que se relacionam à preparação e ao modo de exercício, e não ao sentido das manifestações.”

41. Registro que subscrevo integralmente essa formulação, e chamo atenção para o fato de que ela orienta o julgamento em duas direções. Se, de um lado, impede que o administrador se escude na mera formalidade de sua participação nos órgãos colegiados, de outro impõe que o exame se concentre na preparação e no modo de exercício da função, ou seja, no que o administrador fez para se informar, para exigir informação e para provocar as instâncias competentes, e não no acerto substantivo do desfecho.

II.A.2. Os subdeveres: informar-se, vigiar e investigar

42. A doutrina brasileira decompõe o dever de diligência em subdeveres. Otavio Yazbek, percorrendo a produção nacional e estrangeira sobre o tema, identifica três núcleos: o dever de se informar, o dever de vigilância e o dever de fiscalização (ou de investigar).²⁹ Nelson Eizirik, no mesmo sentido, reconhece o dever de investigar (ou monitorar) e de analisar criticamente as informações que recebe, como uma das vertentes do dever de diligência.³⁰

43. O dever de se informar corresponde à obrigação de buscar os elementos necessários para sustentar as decisões que o administrador toma; o dever de vigilância, à obrigação, de caráter mais genérico, de acompanhar as operações relevantes da companhia e de propor os mecanismos de governança que tornem esse acompanhamento possível; e o dever de investigar, à obrigação de aprofundar o exame diante de fatos que chamem atenção — as chamadas *red flags*.

44. Esses três subdeveres (informar-se, vigiar e investigar) compõem o núcleo do dever de diligência e orientam, em conjunto com os parâmetros fixados nos itens antecedentes, o exame da conduta de cada acusado nos capítulos que se seguem. Quanto aos membros do

²⁹ YAZBEK, Otavio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012. pp. 940-959.

³⁰ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Arts. 138 a 205. Vol. III. 3ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 132: “O administrador também tem o dever de investigar, ou monitorar, o desenvolvimento das atividades da companhia, que lhe impõe a obrigação de analisar criticamente as informações que recebe, a fim de detectar potenciais problemas que venham a afetar tais atividades.”



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

Conselho de Administração, esses subdeveres recebem densificação própria, à luz do art. 142, III, da Lei das S.A., que examino na Seção II.B, a seguir.

II.A.3. A vedação ao juízo retrospectivo

45. O maior risco metodológico no julgamento de condutas de administradores é o de avaliá-las já conhecendo o desfecho. A premissa hoje parece evidente, mas nem sempre foi. Devo pontuar que a CVM, entre as entidades reguladoras, sempre esteve na vanguarda dessa preocupação.

46. A semente plantada por esta Autarquia passou a ser seguida por outras instâncias de controle, de natureza mais próxima do direito público, e pelo próprio Poder Judiciário, que por muito tempo puniu administradores, sobretudo gestores públicos, única e exclusivamente pelo resultado, positivo ou negativo, de seu ato ou de sua decisão. Há ainda longo caminho a percorrer nesse campo, mas os avanços são inequívocos, inclusive no plano legislativo, com a reforma da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro³¹, a meu ver acertada.

47. No voto condutor do PAS CVM nº RJ2014/13977, julgado em 30.01.2020, o Diretor Gustavo Gonzalez consignou:

“Por uma medida de justiça, as condutas dos participantes do mercado sempre devem ser analisadas à luz das circunstâncias conhecidas à época em que foram praticados. Aqueles que acusam ou julgam não podem, portanto, ignorar que usualmente estão revendo fatos sabendo de mais coisas e dispondo de mais tempo do que aqueles que atuaram no calor do momento. Assim, para um julgamento justo, o julgador deve pensar de forma não intuitiva, desconsiderando fatos posteriores e se colocando no lugar daqueles cuja conduta foi questionada.”

48. No mesmo precedente registrou-se que o dever de diligência não pode ser interpretado “de modo excessivamente abrangente, [pois] resultaria na criação de expectativas irreais de comportamento e parâmetros despropositadamente rigorosos de revisão. Quando se sabe o

³¹ Conferir arts. 20 e 22 da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (Decreto-Lei nº 4.657/1942, com a redação dada pela Lei nº 13.655/2018): “Art. 20. Nas esferas administrativa, controladora e judicial, não se decidirá com base em valores jurídicos abstratos sem que sejam consideradas as consequências práticas da decisão. Parágrafo único. A motivação demonstrará a necessidade e a adequação da medida imposta ou da invalidade de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa, inclusive em face das possíveis alternativas.” “Art. 22. Na interpretação de normas sobre gestão pública, serão considerados os obstáculos e as dificuldades reais do gestor e as exigências das políticas públicas a seu cargo, sem prejuízo dos direitos dos administrados.”



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

fim da história, é tentador revisitar os fatos e apontar as coisas que deveriam ter sido feitas de modo diferente.”

49. Essa advertência é particularmente pertinente ao caso. Vários dos elementos que a Peça Acusatória trata como sinais inequívocos de irregularidades não ostentavam essa clareza no momento em que os administradores tinham de apreciá-los. A nitidez que hoje se lhes atribui é, em boa medida, produto do conhecimento posterior do que efetivamente ocorria na Companhia. À época, como se verá, comportavam leituras divergentes entre profissionais qualificados, inclusive entre auditores independentes, atuários e a própria gestora que suscitou a controvérsia.

II.A.4. Responsabilidade subjetiva e individualização da conduta

50. Por fim, e ainda em plano geral, cabe reafirmar que a responsabilidade administrativa dos administradores de companhia aberta é subjetiva e individual.

51. Trata-se de regra de imputação, e não de mera diretriz interpretativa. Afastada a participação consciente e voluntária dos membros do Conselho de Administração, que a acusação exclui expressamente no § 268, e não havendo imputação de conivência nem de omissão deliberada, resta apenas a hipótese de negligência em descobrir, cuja demonstração exige a identificação de atos ou omissões concretos, atribuíveis àquele acusado, e não ao órgão de que ele participava.

52. Sobre a exigência de individualização, o ex-Presidente João Pedro Nascimento consignou, no PAS CVM nº 19957.005248/2021-29, julgado em 05.09.2023, que “a individualização das condutas no âmbito do processo administrativo sancionador é pressuposto fundamental à adequada condução da atividade sancionadora desta Autarquia, impondo-se à acusação o ônus de demonstrar a correlação entre os fatos objetivos e a pessoa acusada.” E, no PAS CVM nº 19957.008816/2018-48, julgado em 28.02.2023, registrou que, “em razão da necessária individualização de condutas, é possível que os requisitos necessários à configuração da responsabilidade estejam presentes em relação a determinado acusado, mas ausentes em relação a outro, o que importaria a condenação do primeiro e a absolvição do segundo”, sendo tais resultados diferentes “plenamente possíveis e não acarreta[ndo] qualquer contradição.”

53. No mesmo sentido, o Colegiado já assentou, no PAS CVM nº 01/2011, julgado em 27.02.2018, que, embora o Conselho de Administração seja órgão colegiado, as responsabilidades de seus membros devem ser individualizadas. A deliberação é do órgão; o dever de diligência é de cada conselheiro.



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

54. Não desconheço que o Conselho de Administração é órgão colegiado e que a deliberação, como ato, é imputável ao órgão, e não a cada um de seus membros isoladamente. Daí não decorre, porém, que a responsabilidade administrativa possa ser aferida em bloco. O dever de diligência é dever de cada conselheiro, e sua violação há de ser demonstrada a partir de atos e omissões individualmente identificados, considerados a qualificação de cada um, o tempo de exercício do cargo e as informações a que efetivamente teve acesso.

55. Tenho observado, com alguma frequência, que em casos envolvendo falhas nas demonstrações financeiras atribuídas a membros da Diretoria a acusação é dirigida indistintamente a todos os integrantes do Conselho de Administração, individualizando-se as condutas apenas no plano formal, sem que se demonstre o que cada um deles, em concreto, deixou de fazer. Parece-me ter sido o que ocorreu neste processo. Depois de identificar, nos §§ 330 a 332 e 340, diferenças relevantes entre os conselheiros, data de posse, *expertise* técnica em matéria contábil, iniciativa demonstrada nas reuniões, a Peça Acusatória concluiu, no § 341, que “inexiste diferenciação a ser relatada, frente à atuação daquele órgão em caráter colegiado”, e imputou a todos a mesma infração.

II.B. O DEVER DE DILIGÊNCIA DO CONSELHEIRO DE ADMINISTRAÇÃO: VIGIAR E FISCALIZAR ATOS DE TERCEIROS

II.B.1. A competência do art. 142, III, e sua articulação com o art. 153

56. O art. 142, inciso III, da Lei das S.A. atribui ao Conselho de Administração a competência para “fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos.”

57. Há entre os dois dispositivos uma relação de complementaridade que merece registro. O art. 142, III, confere uma competência e os poderes instrumentais para exercê-la; o art. 153 estabelece o padrão de conduta segundo o qual esse exercício será avaliado. Não se trata, a rigor, de dois tipos infracionais autônomos: a fiscalização deficiente somente é reprovável se, e na medida em que, representar falta de diligência. A capitulação conjunta adotada pela acusação, ainda que usual na prática desta Autarquia, não deve conduzir à duplicação do juízo de reprovabilidade sobre um único comportamento.

58. O Conselho de Administração é órgão de orientação geral dos negócios e de supervisão, que se reúne periodicamente e delibera com base em materiais preparados pela Diretoria e pelo corpo técnico. Não é órgão de execução, não dispõe de estrutura própria de apuração e não substitui a auditoria — interna ou independente.



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

59. Daí a evolução, registrada na doutrina³² e nos precedentes³³, no sentido de que o dever de vigilância se realiza primordialmente pela obrigação de assegurar que a companhia disponha de estruturas adequadas de controle e governança e de que essas estruturas efetivamente funcionem, com independência e com os instrumentos necessários ao cumprimento de suas missões. O conselheiro não monitora diretamente cada operação; ele monitora o sistema que monitora as operações, e responde por eventual negligência devidamente comprovada.

II.B.2. O direito de confiar em terceiros (right to rely on others)

60. Corolário necessário do que se acaba de expor é o princípio do *right to rely on others*. A divisão do trabalho na companhia moderna repousa em especialidades técnicas; exigir que o conselheiro refaça ou revise todos os documentos e análises que lhe são submetidos equivale a exigir que ele acumule as funções de contador, atuário, advogado e auditor.

61. A confiança legítima não é, portanto, passividade. Ela pressupõe: (i) que a fonte seja tecnicamente habilitada e independente; (ii) que o administrador submeta a informação recebida a análise crítica compatível com sua formação e com a natureza da matéria; e (iii) que, detectado sinal de alerta, o administrador investigue. Esta última condição é o núcleo do debate neste processo, e a ela retorno adiante.

62. Também no PAS CVM nº RJ2014/13977, julgado em 30.01.2020, o Diretor Relator Gustavo Gonzalez registrou porque a exigência oposta seria irrealista:

“Entender de forma diversa significa ignorar o tamanho e a complexidade de tais documentos, o ritmo da marcha empresarial e pressupor, de forma equivocada e injusta, que todos os conselheiros têm conhecimento técnico especializado para formar juízo próprio acerca desses documentos. A praxe empresarial, é importante que se diga, é outra, com os conselheiros muitas vezes deliberando sobre operações complexas com base em materiais preparados por diretores e seus subordinados e assessores, indicando os principais termos e pontos do negócio a ser deliberado.”

³² Nesse sentido, na doutrina, cf. TEIXEIRA, Barbara Bittar; GÓES, Gabriela Andrade. O Dever de Diligência dos Administradores e os Custos de Agência: Lições do “Caso Sadia”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 168-169, 2019, p. 189: “a ideia de monitoramento direto passa a ser substituída pelo monitoramento a partir da constituição de estruturas adequadas de gestão e controle.”

³³ Na jurisprudência desta Autarquia, cf. PAS CVM nº 18/2008, Dir. Rel. Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 14.12.2010 (Caso Sadia), item 17: “O dever de diligência engloba o dever de monitoração (...). Essa monitoração, embutida no dever de diligência, não pode ser considerada fiscalização direta, mas ela, naturalmente, se consolida em outros mecanismos, inclusive de controles internos”; e, no mesmo processo, a Manifestação de Voto do Diretor Otavio Yazbek: “diligência é, também, zelar pela estruturação dos controles internos, daqueles mecanismos com que se lidará com a complexidade do ambiente em que a companhia atua.”



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

63. A formulação é precisa e merece ser lida com atenção ao que ela não diz. Não se afirma que o conselheiro possa deliberar sem compreender aquilo que aprova, nem que a existência de parecer favorável o dispense de exame. Afirma-se que o padrão de conduta exigível deve ser construído a partir da praxe empresarial efetivamente possível, e não de um modelo ideal em que cada conselheiro reproduza, por conta própria, o trabalho técnico de todas as áreas da companhia.

64. Dessa forma, o direito de confiar em terceiros não opera como excludente de responsabilidade, mas como critério de aferição da conduta devida. Ele desloca a pergunta relevante: em lugar de indagar se o conselheiro verificou pessoalmente cada dado que lhe foi apresentado, pergunta cuja resposta será quase sempre negativa e, por isso mesmo, pouco informativa, cumpre indagar se a fonte em que se apoiou era tecnicamente habilitada e independente, se a informação recebida foi submetida a exame crítico à altura da matéria e se, diante de sinal de alerta, o administrador reagiu.

II.B.3. O teste de três fatores e a assimetria entre conselheiros

65. A acusação invoca, no § 334, o voto do então Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2014/12838, julgado em 25.06.2019, no qual se propõe um teste de três fatores para aferir a diligência exigível de cada administrador:

“(i) suas competências legais e estatutárias (e, eventualmente, atribuições adicionais desempenhadas na prática), as quais definirão se o acusado tinha um dever de conduzir pessoalmente determinado assunto ou realizar determinado ato, ou se sua atribuição consistia em fiscalizar a execução de referido trabalho; (ii) o grau de tecnicidade da matéria analisada, cuja medida determinará o envolvimento direto do administrador nas discussões a respeito ou então exigirá e justificará a contratação de especialistas internos ou a contratação de externos (reliance defense); e (iii) a existência de sinais de alerta que apontem para a irregularidade posteriormente identificada pela acusação, os quais justificarão a exigência de uma fiscalização mais atenta e assídua quanto a assuntos ou atos específicos.”

66. Adoto esse teste, que reputo adequado. Registro, desde logo, que ele não opera apenas em desfavor dos acusados: o segundo fator, o grau de tecnicidade, é expressamente apresentado como elemento que “exigirá e justificará” o recurso a especialistas, isto é, como fundamento de legitimação da *reliance defense*. Em matérias de elevada tecnicidade, a contratação de especialistas e a provocação das instâncias técnicas competentes não são um sucedâneo empobrecido da diligência: podem ser a melhor forma diligente de agir no 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

concreto. É à luz desse teste que examino, no capítulo próprio, a conduta de Ivan de Souza Monteiro.

II.C. O DEVER DE DILIGÊNCIA DOS CONSELHEIROS QUANTO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

II.C.1. A repartição legal de competências

67. A elaboração das demonstrações financeiras compete, primariamente, à Diretoria. É o que decorre do art. 176 da Lei das S.A., que atribui à diretoria o dever de fazer elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as demonstrações financeiras do exercício.

68. Ao Conselho de Administração cabe manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria (art. 142, V), no exercício de função de supervisão, e não de reelaboração. Essa distinção é reconhecida com clareza na jurisprudência do Colegiado. No PAS CVM nº RJ2015/1823, julgado em 02.08.2016, o Diretor Relator Gustavo Borba consignou:

“50. Quanto à responsabilidade dos Conselheiros por vícios existentes em demonstrações financeiras, entendo não ser possível a condenação por toda e qualquer irregularidade contábil que venha a ser detectada nas demonstrações financeiras das companhias, uma vez que a obrigação de diligenciar para a correta elaboração de tais reportes competiria, primariamente, à Diretoria (ou ao respectivo diretor responsável).”

69. E, no PAS CVM nº RJ2015/6229, julgado em 20.03.2018, o Diretor Relator Gustavo Gonzalez explicitou o papel das manifestações dos demais órgãos e dos auditores:

“66. Especificamente em relação às demonstrações financeiras, o conselheiro pode, a princípio, confiar nas informações recebidas dos diretores, de modo que os deveres de fiscalização e de diligência se impõem quando há sinais de alerta a respeito da provável ocorrência de infrações contábeis. 67. As manifestações dos auditores independentes, bem como, quando existentes, do conselho fiscal e do comitê de auditoria, são elementos importantes e que não podem ser ignorados pelo conselho de administração no desempenho de suas atribuições. Nesse sentido, a jurisprudência da CVM indica que pareceres e relatórios de revisão especial emitidos pelos auditores independentes com opiniões adversas, ressalvas ou abstenção de opinião são sinais de alerta que demandam uma atuação mais próxima do conselho de administração.”



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

70. A construção é simétrica e merece ser lida nos dois sentidos. Se a opinião com ressalva, adversa ou a abstenção de opinião constituem sinal de alerta que impõe atuação mais próxima do Conselho, a opinião sem ressalvas, emitida por auditor independente registrado, após ciclo de discussão com o comitê de auditoria e com o conselho fiscal, pode, em muitos casos, ser entendida como elemento de convicção legítimo em sentido contrário. Não é elemento definitivo, mas tampouco pode ser tratado como irrelevante quando o que se apura é precisamente se o administrador tinha razões para desconfiar.

71. Merece também registro a manifestação da Área Técnica no Processo CVM SEI nº 19957.002813/2017-10, parecer em proposta de termo de compromisso, e não decisão do Colegiado, na qual se entendeu não ser possível afirmar com segurança que os membros do Conselho de Administração que seguiram recomendação do Comitê de Auditoria tivessem sido negligentes, considerando que a composição daquele Comitê incluía profissionais com décadas de experiência em matéria contábil, o que admitiria o entendimento de que os conselheiros teriam razões bem fundadas para confiar nos relatórios e pareceres apresentados por profissionais internos e externos à companhia, “os quais eram, até prova em contrário, tecnicamente gabaritados e dignos de crédito.”

II.C.2. As camadas externas de verificação: analistas e agências de classificação de risco como gatekeepers externos

72. A tutela da qualidade da informação contábil das companhias abertas não repousa sobre um único agente. Ela é organizada em camadas: controles internos e auditoria interna; comitê de auditoria; conselho fiscal; auditor independente; e, externamente, analistas de investimento, agências de classificação de risco, dentre outros.

73. Cabe examinar, no caso concreto, o comportamento dessas camadas externas. Começo pela agência de classificação de risco que acompanhava a Companhia: além de não ter registrado incongruência nas demonstrações financeiras ou na situação econômico-financeira do IRB, atribuía-lhe classificação em patamar elevado, reforçando a percepção de solidez sobre a companhia. Para o conselheiro que precisava formar juízo sobre a consistência dos números, essa era informação relevante, e apontava em sentido oposto ao dos questionamentos da gestora.

74. O mesmo vale para as casas de análise que cobriam a Companhia. Nenhuma dessas casas de análise, até onde consta dos autos, alterou sua avaliação ou formulou ressalva equivalente à da gestora. O conselheiro tinha diante de si, de um lado, um investidor institucional com posição vendida declarada e tese própria de investimento; de outro, diversos analistas que, dispondo das mesmas informações públicas, não a corroboravam. Registro, a propósito, que esse escrutínio por múltiplos especialistas independentes é uma das principais



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

vantagens que a companhia obtém ao abrir seu capital, ao lado do acesso a recursos de terceiros: a análise externa qualificada é insumo para melhores decisões e para eventuais correções de rumo. No caso, porém, ela convergiu no sentido de validar, e não de infirmar, os resultados reportados.

75. O comportamento dos *gatekeepers* externos não demonstra, por si só, que o acusado agiu com diligência. A diligência se afere por sua conduta, examinada adiante. Demonstra algo distinto e igualmente relevante: que a tese da gestora não encontrava eco entre os agentes profissionais que acompanhavam a Companhia, e que eventuais irregularidades não eram detectáveis, à época, a partir da informação então disponível.

II.C.3. A complexidade específica do resseguro

76. Um último elemento de enquadramento. A atividade de resseguro é, entre as atividades reguladas, uma das de maior densidade técnica em matéria de reconhecimento contábil. O resultado de uma resseguradora depende, em medida decisiva, de estimativas: provisão de sinistros a liquidar, provisão de sinistros ocorridos e não avisados, provisão de prêmios não ganhos, riscos vigentes e não emitidos, expectativa de salvados e ressarcidos, adequação de passivos, retrocessão. Cada uma dessas rubricas envolve juízo atuarial, e não mera aplicação de regra contábil.

77. Essa característica não é acessória ao caso: ela explica por que o IRB mantinha, além do auditor contábil, auditor atuarial independente; por que seu Comitê de Auditoria contava com um atuário em sua composição; e por que, quando confrontado com os questionamentos da gestora Squadra, aquele Comitê concluiu que as críticas eram “de natureza atuarial e não contábil.” Também explica por que a divergência entre a Companhia e a gestora foi, à época, apresentada e percebida como divergência de interpretação, e não como denúncia de irregularidade. E daí decorre elemento relevante para o exame da conduta do acusado: os dois auditores independentes, cada um deles habilitado precisamente na disciplina técnica sob questionamento, examinaram a matéria e não formularam ressalva, o que confere amparo à atuação do acusado no caso concreto.

78. Anoto, a propósito, que a carta da Squadra de fevereiro de 2020, a de maior repercussão, afirmava textualmente: “Não estamos afirmando que há razões legais ou regulatórias que exijam a divulgação de tais lucros de modo diferente ao realizado pelo IRB. Nossa intenção aqui é justificar aos senhores nossa opinião de que há uma grande disparidade entre preço e valor nas ações do IRB.” E, em correspondência de 09.02.2020, a gestora reafirmou que sua análise não indicava irregularidade nas demonstrações financeiras, mas diferença de interpretação quanto ao tratamento contábil dispensado a determinados eventos.



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

79. Isso altera de modo significativo o juízo sobre o que aquelas cartas representavam, à época, para quem as recebia: um questionamento sobre a qualidade e a recorrência do lucro. A circunstância de a análise provir de participante com posição vendida declarada tampouco lhe retira legitimidade. Como já tive oportunidade de consignar em outro voto, o *short selling* é atividade regular e desempenha função informacional relevante no mercado. Ela apenas recomenda ponderação a quem a recebe, que foi o que se verificou.³⁴

80. É interessante notar que o próprio caso Squadra talvez tenha contribuído para consolidar, no mercado de capitais brasileiro, um novo parâmetro de sinal de alerta: até então, o relatório de um investidor vendido a descoberto era percebido como peça de menor relevância do que hoje se lhe atribui. A observação não é acessória para o julgamento. O parâmetro que se pretende aplicar à conduta dos acusados é, em alguma medida, produto do próprio episódio que se examina, o que recomenda cautela adicional contra o juízo retrospectivo referido. Ainda assim, e mesmo com o parâmetro hoje consolidado, não me parece adequado tratar todo relatório de *short selling* como sinal de alerta que imponha, por si só, investigação aprofundada e específica. O que se exige do administrador é o exame da consistência do que ali se reporta, com atenção redobrada quando o apontamento verse sobre imprecisão ou irregularidade contábil; daí a tratá-los como elemento que obrigue invariavelmente o conselheiro a uma investigação minuciosa vai uma distância considerável. A atenção dos administradores e conselheiros é recurso escasso, e alocá-la integralmente a cada apontamento de participante com posição vendida pode significar subtraí-la de matérias mais relevantes para a companhia.

III. A IMPUTAÇÃO DIRIGIDA A IVAN DE SOUZA MONTEIRO

81. Este capítulo trata da imputação dirigida a Ivan de Souza Monteiro (“Ivan Monteiro” ou “Ivan”), que ocupou a Presidência do Conselho de Administração da Companhia entre 15.08.2019 e 28.02.2020³⁵, e a quem a acusação atribuiu falha no dever de diligência e no

³⁴ Tive oportunidade de tratar do tema em Manifestação de Voto no PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, julgado em 28.07.2026, item I, § 4, com citação a BRIS, Arturo; GOETZMANN, William N.; ZHU, Ning. “Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World.” *Journal of Finance*, v. 62, n. 3, 2007, pp. 1029-1079.

³⁵ Sobre a precisão da data de saída do administrador, já tive oportunidade de enfrentar a controvérsia em manifestação de voto proferida no PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, Rel. Diretor Otto Lobo, julgado em 28.07.2026, itens 18 a 33. Naquele caso — em que se discutia a responsabilidade de Fernando Passos por divulgar informação falsa ao negar a renúncia de Ivan de Souza Monteiro —, registrei que a Companhia divulgou, em 27.02.2020, comunicado ao mercado negando a existência de pedido de renúncia, “informação que, no dia seguinte, foi desmentida por novo comunicado, confirmando a saída do administrador” (item 20). Assinalei, ainda, que a eficácia da renúncia perante a companhia, nos termos do art. 151 da Lei das S.A., se dá com a entrega da comunicação escrita — ato unilateral que, no caso, teria ocorrido em momento anterior à sua confirmação pública (item 22). Adoto, para fins deste voto, a data de 28.02.2020 por corresponder à confirmação pública da saída do administrador, ciente de que a efetivação do ato perante a Companhia pode ter-se dado em data anterior, sem que isso afete as conclusões aqui expostas.



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

dever de vigilância sobre os atos da Diretoria, em suposta infração ao art. 153 c/c o art. 142, inciso III, da Lei das S.A.

82. A imputação repousa, em síntese, sobre três pilares: (i) a existência de um conjunto de sinais de alerta (*red flags*) relacionados a possíveis inconsistências nas informações contábeis do IRB, arrolados no § 275 da Peça Acusatória; (ii) a alegação de que o Conselho de Administração teria aceitado passivamente as explicações da Diretoria, sem buscar aprofundamento ou validação por outros meios (§ 304); e (iii) um rol de seis condutas ou omissões descritas no § 326, que abrangem desde a concentração da contabilidade do IRB e da IRB PAR em uma mesma pessoa até a concessão de amplos poderes ao então Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores, Fernando Passos.

83. A acusação reconhece expressamente, no § 268, que não foram encontradas evidências de participação consciente e voluntária dos membros do Conselho de Administração nas supostas irregularidades praticadas por diretores do IRB, nem de atuação em atendimento a interesses pessoais, com desvio de poder ou deslealdade. A imputação é, portanto, de negligência — e apenas de negligência.

84. Anoto, desde logo, que a própria Peça Acusatória diferencia os conselheiros segundo a expertise 'em assuntos relacionados às demonstrações contábeis e financeiras'. No § 332, a Área Técnica identifica que [os quatro conselheiros], indicados pelos acionistas de referência, 'possuíam expertise técnica para apreciação e julgamento da relevância dos alertas' e para 'verificar a necessidade da realização de estudos relacionados ao tema da evolução do fluxo de caixa operacional em relação à evolução dos prêmios retidos'. O acusado não figura nessa relação, não por lhe faltar formação em matéria financeira, mas porque a acusação o distinguiu por outro critério, o da data de posse e da postura ativa (§§ 330 e 331).

85. A acusação, embora tenha identificado diferenças relevantes entre as posições ocupadas e as circunstâncias individuais dos conselheiros, não extraiu delas qualquer consequência para a definição do dever concretamente exigível de cada acusado, concluindo, no § 341, que “inexiste diferenciação a ser relatada, frente à atuação daquele órgão em caráter colegiado.” Esse é, a meu ver, o ponto de inflexão do raciocínio acusatório. A natureza colegiada do órgão não dispensa a individualização da responsabilidade administrativa, que permanece pessoal e subjetiva. Ainda que seja possível chegar a conclusões coincidentes quanto a diferentes conselheiros, é necessário demonstrar, em relação a cada um, as atribuições que exercia, as informações e sinais de alerta a que teve acesso e as providências que, nas circunstâncias concretas, lhe eram razoavelmente exigíveis. Presumir essa equivalência apenas em razão da integração do mesmo colegiado não se compatibiliza com o regime de responsabilidade individual dos administradores referidos nos precedentes do item II.A.4 acima.



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

86. É exatamente essa assimetria, identificada e, em seguida, desconsiderada pela própria acusação, que este capítulo busca restabelecer, examinando a conduta de Ivan Monteiro à luz dos parâmetros próprios de seu caso: o recorte temporal de seu mandato, a postura que adotou e as instâncias de controle de que efetivamente dispôs.

87. A defesa apresentada pelo acusado sustenta, em resumo: (i) preliminarmente, a ausência de individualização da conduta; (ii) que a maior parte dos fatos descritos no § 326 é anterior ao seu ingresso na Companhia; (iii) que, longe de ter permanecido inerte, adotou, no curto período de seis meses em que exerceu o cargo, um extenso rol de providências documentadas nos autos; e (iv) que se amparou, legitimamente, em um conjunto particularmente denso de instâncias técnicas internas e externas, nenhuma das quais identificou a fraude que só veio a ser descoberta após a saída da Diretoria.

88. Antecipo minha conclusão: acompanho a defesa e voto pela absolvição de Ivan Monteiro.

III.A. O RECORTE TEMPORAL

89. O acusado tomou posse como Presidente do Conselho de Administração em 15.08.2019, após eleição na 63ª Assembleia Geral Extraordinária, realizada em 12.08.2019, e formalizou sua renúncia em 28.02.2020.³⁶ Exerceu o cargo, portanto, por pouco mais de seis meses.

90. A própria acusação delimita as consequências desse recorte. Consigna o § 330 que o acusado “diferia dos demais Conselheiros por ter assumido suas funções apenas em 12.08.2019”³⁷, razão pela qual não participou das deliberações relativas às 1ª e 2ª ITRs do ano de 2019, que incluíram a contabilização fora de competência dos ganhos relativos à alienação da participação no Minas Shopping, nem participou da deliberação referente à 220ª Reunião Extraordinária do Conselho de Administração, ocorrida em 10.07.2019, na qual foi aprovado o encaminhamento de proposta da administração para a AGE de 12.08.2019, que limitou em três o número de diretorias estatutárias da Companhia.

91. Esse reconhecimento tem alcance amplo, e convém explicitá-lo confrontando-o com o rol de seis condutas do § 326.

³⁶ Vide nota de rodapé nº 35 acima.

³⁷ Há pequena divergência documental quanto à data exata da posse: o Formulário de Referência apresentado pela Companhia à CVM em 20.08.2019, item 12.5/6, indica 15.08.2019, três dias após a eleição em AGE. A diferença não altera as conclusões deste voto quanto ao período de atuação do Conselheiro.



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

92. Quanto ao item (a) — a concentração das contabilidades do IRB e da IRB PAR sob a gestão de Paulo Daniel Araújo da Rocha, em suposta contrariedade à Política de Governança das Subsidiárias Imobiliárias —, a nomeação ocorreu em 27.04.2018, mais de quinze meses antes do ingresso do acusado. Não há como imputar-lhe a decisão nem, sem elemento adicional, a ausência de sua revisão em um mandato de seis meses no qual o tema não foi levado ao colegiado.

93. Quanto ao item (f), a suposta concessão de amplos poderes ao então CFO, viabilizada pela redução do número de diretorias estatutárias, a proposta foi aprovada na 220ª Reunião Extraordinária de 10.07.2019, também anterior ao ingresso do acusado, como o próprio § 330 admite.

94. Há, porém, algo mais a considerar. Não apenas o acusado não concorreu para a concentração de poderes: foi ele quem propôs revertê-la. Segundo registra o § 325 da Peça Acusatória, foi a partir de sua nomeação que se levou ao Conselho proposta de alteração estatutária destinada a reintroduzir a Diretoria Estatutária de Resseguros, entre outros ajustes de governança, proposta cuja urgência ele defendeu na 270ª Reunião Ordinária de 24.01.2020, e que a Área Técnica reconhece ter sido adiada por deliberação do Conselho de Administração na 234ª Reunião Extraordinária de 31.01.2020, para encaminhamento a assembleia geral prevista para 30.03.2020. Trata-se de proposta dirigida precisamente à suposta vulnerabilidade que a acusação identifica como uma das causas das irregularidades apuradas.

95. Há, portanto, uma dificuldade lógica em imputar ao acusado a fragilidade que ele apontou e cuja correção propôs, sobretudo quando o adiamento da deliberação, decidido pelo Conselho de Administração, não lhe é atribuível.

96. Quanto ao item (b), a resposta da Companhia ao Ofício nº 47/2021/CVM/SPS/GPS-2 (§ 320) revela que a omissão se repetiu em dez assembleias da subsidiária, a maior parte anterior ao ingresso do acusado. É certo que as 28ª e 29ª AGEs, de 27.12.2019 e 31.01.2020 (§ 261), ocorreram durante seu mandato. Nada nos autos indica, porém, que a convocação dessas assembleias tenha sido levada ao conhecimento do Conselho de Administração ou de seu Presidente: as atas eram arquivadas na própria subsidiária, e os representantes do acionista único eram o Diretor-Presidente e a Vice-Presidente de Riscos e Conformidade (§§ 261 e 320). O dever de orientar o voto pressupõe que a deliberação seja submetida ao órgão; a acusação não demonstra que o tenha sido, nem individualiza o que o acusado poderia ter feito para conhecer uma prática que os próprios diretores mantinham à margem do Conselho de Administração.

97. Restam, assim, os itens (c), (d) e (e), que dizem respeito à reação do Conselho aos sinais de alerta, à aprovação das demonstrações financeiras em 18.02.2020 e à atenção



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

dispensada aos controles internos. São esses os pontos que efetivamente demandam exame, e a eles me dedico a seguir.

III.B. O § 331 DA PEÇA ACUSATÓRIA

98. Antes de percorrer a cronologia, é necessário registrar um dado singular deste processo: a descrição da conduta do acusado feita pela própria Área Técnica. Consigna o § 331 da Peça Acusatória:

“331. No aspecto de participação ativa nas reuniões do Conselho, destacou-se o caráter atuante do Presidente Ivan de Souza Monteiro ao longo do período em questão, conforme se depreende a partir do amplo conjunto de depoimentos coligidos, das respostas fornecidas aos ofícios encaminhados pela GPS-2, o que refletia-se em sua demanda por uma maior transparência nas Demonstrações Financeiras do IRB, bem como pela defesa de uma reforma estatutária que contemplasse o retorno de uma quarta diretoria estatutária, entre outras medidas que visavam promover ajustes nos níveis de governança da Companhia.”

99. O parágrafo não é isolado. No § 146, ao concluir que o entendimento demonstrado pelos administradores era o de que as explicações da Diretoria bastavam para afastar os alertas, a Área Técnica abre exceção expressa: “Ressalve-se tão somente a posição expressada pelo então Presidente do Conselho de Administração do IRB, Ivan de Souza Monteiro, de que fosse dado maior grau de abertura às Demonstrações Financeiras relativas a 31.12.2019, o que de fato foi realizado.”

100. No mesmo sentido, o § 325 relata a proposta de reintrodução da Diretoria Estatutária de Resseguros defendida por Ivan na 270ª Reunião Ordinária de 24.01.2020, adiada pelo Conselho de Administração na 234ª Reunião Extraordinária de 31.01.2020, tratada no item 94, acima, e o § 340 registra que, na discussão sobre os créditos fiscais em 14.02.2020, foi por alerta de Ivan e de Marcos Bastos Rocha que se encaminhou a proposta de ativação desse crédito ao Comitê de Auditoria e ao Conselho Fiscal.

101. Tenho que esses quatro parágrafos, produzidos pela acusação a partir do conjunto probatório por ela reunido, operam neste processo como prova de defesa. Eles descrevem, em linguagem própria da Área Técnica, exatamente aquilo que os parâmetros doutrinários e jurisprudenciais elegem como marcadores de diligência: participação ativa nas deliberações, demanda por informação, provocação das instâncias técnicas competentes e proposição de aperfeiçoamentos de governança.



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

102. A Peça Acusatória, tendo assentado esses fatos, conclui no § 342 que, “considerando-se que o exercício do dever de vigilância se faz de modo contínuo, mesmo com a ressalva de que a nomeação de Ivan de Souza Monteiro se deu apenas em 12.08.2019, e este, como já dito, demonstrou uma postura ativa (...), não há como deixar de se imputar a este Conselheiro uma falha no cumprimento do dever de diligência.”

103. Assim, a conclusão não decorre das premissas. Se o dever de diligência é, como assentado no item II.A.1, um dever de meio, de natureza procedimental, aferido pela preparação e pelo modo de exercício da função, então o reconhecimento de que o administrador foi tempestivo, informado e proativo é o reconhecimento de que o dever foi cumprido. Para superá-lo, seria necessário apontar qual providência concreta, exigível naquelas circunstâncias e ao alcance daquele conselheiro, deixou de ser adotada, e é justamente isso que a Peça Acusatória não faz em relação a ele.

III.C. A CRONOLOGIA DA ATUAÇÃO

104. Os autos documentam, no curto período do mandato, a seguinte sequência de providências atribuíveis ao acusado, que reputo relevante reproduzir em síntese.

105. Recebida pelo IRB, em 01.11.2019, a primeira carta da Squadra, o acusado determinou, no dia seguinte, o encaminhamento do inteiro teor ao Conselho Fiscal, ao Comitê de Auditoria e à Auditoria Externa, encaminhamento que a própria acusação registra ter ocorrido (§ 140). Na reunião do Conselho de 22.11.2019, solicitou que Fernando Passos prestasse esclarecimentos sobre o “caso Squadra”, obtendo do colegiado a determinação de realização de análises técnicas detalhadas e objetivas sobre os argumentos da gestora.³⁸

106. Recebida a segunda carta da Squadra, em 13.12.2019, registrou por escrito, no mesmo dia, que a correspondência fosse encaminhada aos membros do Conselho, do Comitê de Auditoria, do Conselho Fiscal e do Auditor Externo, e que seu conteúdo fosse discutido com o Conselho e o Comitê de Auditoria.³⁹ Recebida a divulgação pública de nova carta, em 02.02.2020, posicionou-se sobre a gravidade do assunto e solicitou que fosse dado conhecimento de seu teor a todos os órgãos da Administração.⁴⁰

107. Na reunião do Conselho de 18.02.2020, questionou a PwC sobre se todos os pontos levantados pela Squadra e pela SUSEP haviam sido analisados e se a auditoria estava

³⁸ Ata da 235ª Reunião Extraordinária do Conselho de Administração, 12.02.2020, item (iv) (Doc. SEI nº 2212754, Anexo IV da Defesa de Ivan de Souza Monteiro).

³⁹ E-mail de Ivan de Souza Monteiro de 13.12.2019, 20h16 (Doc. SEI nº 2212754, Anexo II).

⁴⁰ Ata da 235ª Reunião Extraordinária do Conselho de Administração, 12.02.2020, item (x) (Doc. SEI nº 2212754, Anexo IV).



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

confortável com as demonstrações financeiras, tendo recebido resposta afirmativa; e questionou a Ernst & Young sobre o trabalho atuarial, tendo obtido a informação de que o relatório não continha ressalvas.⁴¹

108. Em 28.02.2020, apresentou sua renúncia.⁴²

109. Essa sequência não descreve um administrador que aceitou passivamente explicações. Descreve um conselheiro que, do primeiro contato com o questionamento externo até a aprovação das demonstrações financeiras, poucos dias antes de sua saída, encaminhou o tema às instâncias técnicas, exigiu que a resposta da Companhia passasse pelo crivo do Comitê de Auditoria, e pediu abertura adicional de informação e interrogou os dois auditores independentes em reunião formal.

III.D. AS AFIRMAÇÕES DE INÉRCIA CONTIDAS NOS §§ 279 E 285

110. A Peça Acusatória sustenta, no § 279, que “mesmo após o envio das primeiras cartas pela Squadra, em novembro de 2019, verificou-se que o tópico recebeu pouca atenção nas reuniões do Conselho de Administração”, e que “somente após a divulgação pública de nova carta da gestora Squadra, em 20.02.2020, identificou-se uma maior preocupação e atuação do Conselho.” No § 285, afirma que, nas reuniões de 5, 6, 8 e 22 de novembro de 2019, “nada foi abordado acerca das cartas da Squadra.”

111. Essas assertivas não se sustentam à luz dos elementos dos autos, ao menos no que toca ao acusado.

112. Quanto ao § 285, a Ata da 235ª Reunião Extraordinária do Conselho, de 12.02.2020, registra que, na reunião do Conselho de 22.11.2019, o acusado solicitou ao Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores que prestasse atualização sobre o caso, tendo o colegiado requerido a realização de análises técnicas detalhadas e objetivas sobre os argumentos da gestora.⁴³ A própria Peça Acusatória, no § 296, refere-se a essas análises e aos pareceres que as acompanharam.

113. Em relação ao trabalho da Área Técnica, devo ressaltar que a instrução deste tipo de processo é trabalhosa e o volume documental é expressivo. Mas, para fins de imputação individual, a contradição é relevante: a premissa fática central do item (c) do § 326, a inércia

⁴¹ Ata da 271ª Reunião Ordinária do Conselho de Administração, 18.02.2020 (Doc. SEI nº 2212754, Anexo VI).

⁴² Vide nota de rodapé nº 35 acima.

⁴³ Ata da 235ª Reunião Extraordinária do Conselho de Administração, 12.02.2020, item (iv) (Doc. SEI nº 2212754, Anexo IV da Defesa de Ivan de Souza Monteiro).



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

do Conselho de Administração até a carta pública de fevereiro, não se verifica em relação a este acusado.

III.E. A CRÍTICA AOS PARECERES E A QUEM CABIA FORMULAR OS QUESITOS

114. A acusação sustenta, nos §§ 296 a 303, que a contratação dos pareceres foi delegada à Diretoria, que adotou postura defensiva; que o Conselho não formulou quesitos; e que nenhum dos trabalhos abordou a evolução do *float*, elemento que a auditoria forense viria a identificar como essencial.

115. Duas ordens de considerações se impõem.

116. A primeira diz respeito ao acusado especificamente. Foi ele quem, em 13.12.2019, determinou por escrito que nenhuma resposta fosse enviada à gestora sem prévia discussão e aprovação pelo Conselho de Administração e pelo Comitê de Auditoria⁴⁴; e, em 23.12.2019, solicitou que as correspondências fossem compartilhadas com os consultores externos e que o tema fosse discutido com o auditor independente em conjunto com o Comitê de Auditoria.⁴⁵ Ou seja: a providência cuja ausência a acusação censura no § 296, a submissão do trabalho da Diretoria ao crivo crítico de instância independente, foi exatamente a que ele exigiu. A censura pode ser dirigida ao órgão; não a ele.

117. A segunda diz respeito ao *float*, que corresponde ao volume de recursos que a resseguradora mantém em caixa entre o recebimento do prêmio e o eventual pagamento de sinistros, cujo retorno de investimento é parte relevante da rentabilidade da operação. A acusação afirma, no § 305, que não se identificou qualquer análise específica sobre sua evolução, e sustenta que a incoerência dessa trajetória “não deveria passar despercebida aos membros do Conselho de Administração com especialização nas áreas contábil e financeira” (§ 291).

118. Conforme reconhece a própria acusação, o *float* não foi objeto de quesito específico em nenhum dos trabalhos contratados pela Diretoria (§§ 301 e 303), e, “de todo o material recebido e levantado ao longo da presente apuração, não se identificou qualquer análise específica sobre sua evolução” (§ 305). Se nem a Área Técnica, nem os auditores, nem os especialistas contratados identificaram a evolução do *float* como ponto relevante antes da auditoria forense, exigir do acusado que o tivesse feito é o juízo retrospectivo que o item II.A.3 recomenda evitar.

⁴⁴ E-mail de Ivan de Souza Monteiro de 13.12.2019, 20h16, a Fernando Passos, José Carlos Cardoso e Aleksandro Broedel Lopes (Doc. SEI nº 2212754, Anexo II da Defesa de Ivan de Souza Monteiro).

⁴⁵ Defesa de Ivan de Souza Monteiro, 06.11.2024, item 69 (xiii) (Doc. SEI nº 2212752).



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.F. A DENSIDADE DAS INSTÂNCIAS DE CONTROLE DO IRB

119. Um dos aspectos que mais pesam em meu convencimento é a densidade, atípica, no mercado brasileiro à época, das camadas de verificação de que dispunha a Companhia, e às quais o acusado recorreu.

120. Primeiro, o IRB contava com dois auditores independentes, e não um. A PwC atuava como auditor contábil e a Ernst & Young como auditor atuarial independente. Essa duplicidade é particularmente relevante neste caso porque, como registrado, o Comitê de Auditoria concluiu que as críticas da Squadra eram de natureza atuarial.⁴⁶ Havia, portanto, um verificador externo especificamente habilitado para a matéria sob questionamento, e foi a ele que o acusado dirigiu indagação direta na reunião de 18.02.2020⁴⁷, obtendo a informação de que o relatório atuarial não continha ressalvas e de que a análise dos pontos levantados fora profunda e independente.

121. Segundo, o Comitê de Auditoria Estatutário reunia membros de reconhecida qualificação: seu coordenador, contador de larga experiência acadêmica e profissional; um atuário; uma advogada; e uma conselheira de administração. A própria Peça Acusatória registra, no § 284, que “todos os integrantes possuíam notório conhecimento em suas respectivas áreas profissionais, possuindo capacidade técnica para assessoramento do Conselho de Administração.”

122. Terceiro, o IRB estava entre as poucas companhias abertas brasileiras que submetiam suas informações financeiras trimestrais à manifestação prévia do Comitê de Auditoria, prática que, à época, excedia o exigido pela regulamentação e que ampliava, ao longo do exercício, e não apenas em seu encerramento, o número de oportunidades de detecção de irregularidades.

123. Quarto, o Conselho Fiscal encontrava-se instalado e em funcionamento, tendo se manifestado favoravelmente às demonstrações financeiras de 2019.

124. Quinto, a Companhia contratou, para responder aos questionamentos da gestora, pareceres de especialistas externos de reconhecida reputação.

125. Sexto, a Companhia dispunha de estrutura formal de controles internos, com segregação entre as linhas de defesa e auditoria interna vinculada diretamente ao Conselho de

⁴⁶ 23ª Reunião Extraordinária do Comitê de Auditoria, 11.02.2020 (Doc. SEI nº 1939497, citado no § 287 da Peça Acusatória, nota [77]); v. tb. Defesa de Ivan de Souza Monteiro, 06.11.2024, item 69 (xxiii).

⁴⁷ Ata da 271ª Reunião Ordinária do Conselho de Administração, 18.02.2020 (Doc. SEI nº 2212754, Anexo VI da Defesa).



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

Administração nos termos do art. 47 do Estatuto Social, como a própria Peça Acusatória registra no § 294.

126. Reúnem-se, assim, os dois elementos que, a meu ver, decidem a sorte desta imputação. De um lado, a postura ativa do acusado, reconhecida pela própria Área Técnica no § 331 da Peça Acusatória e documentada na cronologia acima: ele não recebeu passivamente a informação que lhe era prestada, mas a submeteu, de forma reiterada e documentada, ao crivo das instâncias técnicas competentes. De outro, o direito de confiar em terceiros, que aqui se apoia em base particularmente sólida, não em manifestação isolada de um profissional, mas na convergência de dois auditores independentes, de um comitê de auditoria tecnicamente qualificado, de um conselho fiscal em funcionamento e de especialistas externos de reconhecida reputação, sustentados por estrutura de controles internos entre as mais robustas do mercado brasileiro à época. Diligência ativa e confiança legítima não são, neste caso, alternativas: a primeira é o que legitima a segunda. O acusado confiou porque antes questionou — e questionou a quem cabia responder. É quanto basta, a meu ver, para a improcedência da acusação.

III.G. A APROVAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 18.02.2020

127. Resta examinar o item (d) do § 326: a aprovação das demonstrações financeiras em 18.02.2020, a despeito de explicações pendentes por parte da auditoria externa na reunião do Comitê de Auditoria de 17.02.2020.

128. O argumento merece exame cuidadoso, porque, em tese, uma pendência não resolvida do auditor no dia anterior à aprovação poderia configurar sinal de alerta a demandar postergação.

129. Ocorre que a dinâmica descrita corresponde ao curso ordinário do processo de encerramento de exercício. Nas semanas que antecedem a aprovação das demonstrações financeiras, é da natureza do trabalho que sejam levantados pontos e questões a serem testados e analisados, para que o auditor possa, ao final, emitir sua opinião com ou sem ressalvas. A existência de pontos em aberto em 17.02 não equivale à existência de ressalva; equivale à existência de trabalho em curso.

130. E o que consta dos autos é que, na reunião do dia seguinte, o acusado não se limitou a receber a manifestação favorável: interrogou, como já visto (item 107 acima), os dois auditores independentes sobre o exato ponto controvertido, obtendo confirmação de ambos. Na mesma reunião, o coordenador do Comitê de Auditoria relatou que o colegiado, reunido na véspera, havia debatido exaustivamente os pontos levantados pela Squadra e estava confortável em aprovar as Demonstrações Financeiras; o Presidente do Conselho Fiscal



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

manifestou-se, no mesmo sentido, recomendando a aprovação; e os auditores independentes confirmaram que seus relatórios seriam emitidos sem ressalva.⁴⁸

131. Esse é, precisamente, o comportamento que o art. 153 exige de quem preside um órgão de supervisão: não substituir o auditor, mas interrogá-lo, de forma direta e documentada, sobre o exato ponto controvertido, antes de deliberar.

III.H. A INCOERÊNCIA VALORATIVA EM RELAÇÃO AO CONSELHO FISCAL

132. Há, por fim, um ponto de coerência interna da Peça Acusatória que reputo decisivo.

133. Os membros do Conselho Fiscal do IRB não foram acusados. O § 368 registra que, “considerando-se a atuação dos membros do Conselho Fiscal no âmbito das reuniões realizadas, assim como os elementos de informação e demais dados então disponíveis aos seus membros (...), não foram identificadas evidências que indicassem uma conduta não diligente.” E o § 364 explicita o fundamento central dessa conclusão: “considerados os pareceres favoráveis dos auditores independentes PwC e Ernst & Young, o Conselho Fiscal manifestou-se favoravelmente às Demonstrações Contábeis e Financeiras do IRB referentes ao exercício de 2019.”

134. Reconheço que as competências dos dois órgãos não se confundem, e que ao Conselho Fiscal não incumbe a estruturação dos controles internos nem a supervisão da subsidiária imobiliária, como corretamente aponta o § 367. Mas, no que respeita especificamente ao juízo sobre a higidez das demonstrações financeiras, que é o objeto central deste processo, a acusação admitiu, para um órgão, que a confiança nos pareceres favoráveis dos dois auditores independentes bastava para caracterizar conduta diligente.

135. Ora, o acusado dispunha de tudo o que o Conselho Fiscal dispunha, e mais: tudo o que já foi visto nos itens 105 a 130, acima, inclusive a interrogação pessoal aos dois auditores em 18.02.2020 (item 107 acima). Não me parece sustentável que o mesmo conjunto de manifestações técnicas caracterize diligência para quem apenas as recebeu e negligência para quem, além de recebê-las, as provocou e as questionou.

⁴⁸ Ata da 271ª Reunião Ordinária do Conselho de Administração, 18.02.2020 (Doc. SEI nº 2212754, Anexo VI). A reunião do Comitê de Auditoria e do Conselho Fiscal realizada na véspera (17.02.2020) está referida na Ata da 236ª Reunião Extraordinária do Conselho de Administração, 14.02.2020 (Doc. SEI nº 2212754, Anexo V), que registra o cronograma então fixado.



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.I. A RENÚNCIA

136. Anoto, por fim, que o acusado formalizou renúncia em 28.02.2020⁴⁹, cerca de dez dias após a divulgação das demonstrações financeiras de 2019. Não extraio desse fato qualquer elemento desfavorável: nada nos autos indica que ele tivesse, então, conhecimento das irregularidades, e a acusação expressamente o afasta no § 268. O registro serve apenas para delimitar que sua responsabilidade, seja qual for o juízo que se faça, não pode alcançar fatos posteriores a essa data.

III.J. CONCLUSÃO

137. Aplicando ao caso concreto o teste de três fatores acolhido pela própria acusação no § 334, tem-se o seguinte.

138. Quanto às competências legais e estatutárias, o acusado não tinha o dever de conduzir pessoalmente a elaboração das demonstrações financeiras, atribuição da Diretoria, mas o de fiscalizar sua execução, e o fez de forma documentada.

139. Quanto ao grau de tecnicidade, a matéria, adequação de provisões técnicas e atuariais de uma resseguradora, situa-se no ponto mais alto da escala, o que, nos termos do próprio precedente invocado pela acusação, “exigirá e justificará a contratação de especialistas internos ou a contratação de externos (*reliance defense*).” Foi o que ocorreu, exatamente no arranjo descrito nos itens 119 a 131 acima.

140. Quanto aos sinais de alerta, o acusado reagiu a eles, como visto nos itens 105 a 108, *supra*.

141. Nenhum dos três fatores conduz à censura. Ao contrário: o exame individualizado da conduta, tal como exigido pelo art. 158, § 1º, da Lei das S.A. e pelos precedentes desta Casa, revela um administrador que, no curto intervalo de seis meses, agiu de modo tempestivo, informado e proativo.

142. Ante o exposto, e com fundamento nos arts. 153, 142, inciso III, e 158, § 1º, da Lei das S.A., VOTO pela ABSOLVIÇÃO de IVAN DE SOUZA MONTEIRO da imputação de infração ao art. 153 c/c o art. 142, inciso III, da Lei das S.A., por não restar caracterizada, em relação à sua conduta individual, falta ao dever de diligência ou ao dever de vigilância sobre os atos da Diretoria do IRB – Brasil Resseguros S.A.

⁴⁹ Data cuja precisão é objeto da controvérsia tratada na nota de rodapé nº 35 acima.



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. A IMPUTAÇÃO DIRIGIDA A FERNANDO PASSOS

IV.A. UNIDADE DE DESÍGNIO ENTRE AS CONDUTAS IMPUTADAS E A MANIPULAÇÃO DE PREÇOS SANCIONADA NO PAS CVM Nº 19957.003611/2020-91

IV.A.1. Delimitação da questão

143. Antes de examinar as imputações de infração aos arts. 154, *caput*, e 176 da Lei das S.A., entendo necessário enfrentar uma questão que as antecede logicamente. Trata-se de saber se as condutas atribuídas a Fernando Passos neste processo podem ser objeto de sanção autônoma. O Colegiado já o condenou, no PAS CVM nº 19957.003611/2020-91 (“PAS 3611”), pela prática de manipulação de preços com ações de emissão do IRB, em período contíguo e, segundo a narrativa acusatória de ambos os processos, com a mesma motivação. Essa condenação foi objeto de recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”), ainda pendente de julgamento.⁵⁰ A circunstância não é indiferente para a análise, e a ela dedico considerações mais à frente.

144. A questão é prejudicial ao mérito. Se a resposta for negativa, o exame da materialidade das irregularidades contábeis perde relevância para a decisão sobre esse acusado. Qualquer que fosse a conclusão sobre as demonstrações financeiras, a conduta não poderia ser novamente sancionada.

145. Faço, desde logo, um esclarecimento sobre a natureza do raciocínio que se segue. A reapresentação integral das demonstrações financeiras em 29.06.2020 é dado objetivo dos autos, e é com ele que se trabalha no capítulo V. O que este tópico examina é distinto, e se resume a uma pergunta: admitida a tese acusatória em sua integralidade, inclusive quanto à autoria e à finalidade que atribui ao acusado, as condutas nela descritas poderiam ser punidas de forma independente da manipulação já sancionada? Trata-se de técnica usual no julgamento de questões prejudiciais. Entendo que não, pelas razões que passo a expor.

146. Registro, ainda, que o caráter prejudicial da questão torna desnecessária, quanto a este acusado, a valoração das mensagens obtidas pela investigação interna. Se a conclusão a que chego é a mesma quando se admite a tese acusatória em sua integralidade, o exame da suficiência da prova que a sustenta perde relevância para a decisão.

⁵⁰ Doc. SEI nº 2313296. Segundo informações constantes do *site* do CRSFN (https://colaboragov.sei.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_processo_pesquisar.php?acao_externa=protocolo_pesquisar&acao_origem_externa=protocolo_pesquisar&id_orgao_acesso_externo=7), o processo nº 10372.000049/2025-54 foi distribuído ao Conselheiro Vicente Piccoli Medeiros Braga em 02.07.2025 e ainda não foi incluído em pauta de julgamento.



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.A.2. O que foi julgado no PAS 3611

147. No PAS 3611, julgado em 19.12.2024, o Colegiado condenou Fernando Passos, por unanimidade, à multa de R\$ 20.000.000,00, por infração ao item I c/c item II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 08/1979. A conduta sancionada foi a disseminação dolosa da informação falsa de que a Berkshire Hathaway teria adquirido e ampliado participação no capital do IRB. O objetivo era elevar a cotação das ações da Companhia e mantê-la em patamar artificialmente elevado. Da decisão foi interposto recurso ao CRSFN, recebido, quanto à multa, com efeitos devolutivo e suspensivo, nos termos do art. 34, § 1º, da Lei nº 13.506/2017 e do art. 70 da Resolução CVM nº 45/2021. A decisão não é, portanto, definitiva na esfera administrativa, e a multa não está sendo executada.

148. O Colegiado reconheceu a presença dos elementos do tipo:

- **artifício:** a disseminação da informação falsa e as manobras destinadas a conferir-lhe aparência de veracidade;
- **destinação:** a alteração da cotação;
- **indução:** a indução de terceiros à negociação;
- **dolo.**

149. Reconheceu também o nexo entre a conduta e os efeitos sobre o preço. Houve valorização de 13,2% após a primeira veiculação da notícia e desvalorização acentuada no pregão seguinte ao desmentido da Berkshire Hathaway (manifestação de voto do então Presidente João Pedro Nascimento, §§ 22-23).

150. A motivação foi expressamente considerada. Segundo a acusação acolhida naquele processo, a diretoria estatutária seria contemplada com importâncias expressivas no âmbito do Programa de Superação, caso as ações atingissem ou superassem determinado patamar até maio de 2021 (Relatório do PAS 3611, §§ 55-56). A manifestação de voto do Presidente João Pedro Nascimento acompanhou o entendimento do relator de que as manobras tinham por objetivo elevar e sustentar o preço da ação, de modo a impactar diretamente a remuneração do acusado, pois quanto maior o valor do ativo, maior seria a remuneração (§§ 25-26).

151. Registro, à margem da questão aqui examinada, uma observação sobre o desenho de programas dessa natureza. A vinculação de parcela relevante da remuneração dos administradores à valorização da ação, com pagamento condicionado ao atingimento de patamares de preço em período determinado, suscita preocupações sob a ótica da governança corporativa. Estruturas desse tipo podem criar incentivos para que o resultado previsto seja buscado por meios que não guardam relação com a efetiva criação de valor para a companhia, inclusive por meio da gestão da informação levada ao mercado. O risco tende a ser maior em



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

três situações: quando os beneficiários são os próprios responsáveis pela elaboração e divulgação dessas informações; quando o pagamento depende de metas de preço de curto ou médio prazo; e quando não há mecanismos de diferimento, de restituição de valores indevidamente pagos (*clawback*) ou de combinação com métricas de desempenho de longo prazo. Não se trata de afirmar que a remuneração variável seja, em si, inadequada. Ela é amplamente utilizada e pode contribuir para alinhar os interesses de administradores e acionistas. Seu desenho, porém, requer cuidados para que o alinhamento pretendido não se converta em estímulo a condutas contrárias ao interesse social. Os fatos abordados no PAS 3611 ilustram esse risco. A observação não interfere na conclusão deste voto, mas me parece útil registrá-la.

152. A evidência empírica é consistente com essa análise. Efendi, Srivastava e Swanson, ao investigar os incentivos por trás da onda de republicações de demonstrações financeiras ao final da década de 1990, constataram que a probabilidade de uma demonstração financeira incorreta aumenta significativamente quando o diretor-presidente detém volume expressivo de opções de ações. Concluíram que os custos de agência aumentaram à medida que a sobrevalorização acionária levou os administradores a adotar medidas para sustentar o preço das ações.⁵¹ No mesmo sentido, outros estudos associaram a sensibilidade da remuneração ao preço das ações ao maior gerenciamento de resultados e à maior incidência de republicações.⁵²

153. Essas conclusões encontram eco nas recomendações de governança adotadas no Brasil. O Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, elaborado pelo GT Interagentes e adotado pela CVM no regime “pratique ou explique”, estabelece como princípio que a remuneração da diretoria deve estar alinhada aos objetivos estratégicos da companhia, com foco em sua perenidade e na criação de valor no longo prazo. Recomenda que a remuneração da diretoria esteja vinculada a resultados, com metas de médio e longo prazos relacionadas, de forma clara e objetiva, à geração de valor econômico no longo prazo.

154. Ainda sobre o tema, vale destacar uma alteração regulatória recente nos Estados Unidos, com reflexos diretos sobre companhias abertas brasileiras. Várias das maiores companhias do país mantêm programas patrocinados de American Depositary Receipts listados na Bolsa de Valores de Nova Iorque ou na Nasdaq e, por essa razão, sujeitam-se aos padrões de listagem daqueles mercados. Em 26 de outubro de 2022, a *Securities and Exchange Commission* adotou regra destinada a implementar a Seção 954 da Lei Dodd-Frank, que havia

⁵¹ EFENDI, Jap; SRIVASTAVA, Anup; SWANSON, Edward P. “Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors.” *Journal of Financial Economics*, v. 85, n. 3, 2007, pp. 667-708.

⁵² BERGSTRESSER, Daniel; PHILIPPON, Thomas. “CEO incentives and earnings management.” *Journal of Financial Economics*, v. 80, n. 3, 2006, pp. 511-529; BURNS, Natasha; KEDIA, Simi. “The impact of performance-based compensation on misreporting.” *Journal of Financial Economics*, v. 79, n. 1, 2006, pp. 35-67.



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

incluído a nova Seção 10D no *Securities Exchange Act* de 1934.⁵³ Essa seção determina que as bolsas e associações nacionais adotem padrões de listagem que exijam de todos os emissores listados a elaboração e a implementação de política de recuperação, em determinadas circunstâncias, da remuneração baseada em incentivos paga indevidamente a diretores atuais ou antigos, mecanismo comumente designado como política de *clawback*. A Bolsa de Valores de Nova Iorque e a Nasdaq adotaram os padrões correspondentes, com vigência a partir de 2 de outubro de 2023, e as companhias listadas deveriam adotar suas políticas até 1º de dezembro de 2023. Os novos padrões aplicam-se a todos os emissores listados, inclusive aos emissores estrangeiros (*foreign private issuers*), categoria em que se enquadram as companhias brasileiras com ADRs listados naquelas bolsas.

155. As companhias brasileiras alcançadas pela nova exigência adaptaram-se a ela. A Petrobras, por exemplo, aprovou sua política de *clawback* em 1º de dezembro de 2023, em atendimento à regulação da SEC e à norma do Manual de Empresas Listadas da Bolsa de Valores de Nova Iorque, aplicável também aos emissores brasileiros que possuem programas patrocinados de ADRs negociáveis naquela bolsa. A política dispõe sobre a restituição, por membros e ex-membros da diretoria executiva, de remunerações variáveis pagas indevidamente.⁵⁴ A Vale, por sua vez, adotou formalmente sua política em 30 de novembro de 2023, para atender à exigência da SEC.⁵⁵ No Brasil, não há exigência equivalente. Dessa

⁵³ “SEC. 10D. RECOVERY OF ERRONEOUSLY AWARDED COMPENSATION POLICY. (a) LISTING STANDARDS. The Commission shall, by rule, direct the national securities exchanges and national securities associations to prohibit the listing of any security of an issuer that does not comply with the requirements of this section. (b) RECOVERY OF FUNDS. The rules of the Commission under subsection (a) shall require each issuer to develop and implement a policy providing: (1) for disclosure of the policy of the issuer on incentive-based compensation that is based on financial information required to be reported under the securities laws; and (2) that, in the event that the issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement under the securities laws, the issuer will recover from any current or former executive officer of the issuer who received incentive-based compensation (including stock options awarded as compensation) during the 3-year period preceding the date on which the issuer is required to prepare an accounting restatement, based on the erroneous data, in excess of what would have been paid to the executive officer under the accounting restatement.” (June 6, 1934, ch. 404, title I, Sec. 10D, as added Pub. L. 111-203, title IX, Sec. 954, July 21, 2010, 124 Stat. 1904.)

⁵⁴ Política de *Clawback* da Petrobras, aprovada pelo Conselho de Administração em 1º.12.2023, em atendimento à Seção 10D do Securities Exchange Act of 1934 e à Seção 303A.14 do Listed Company Manual NYSE, disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/8fdaf575-4da2-bb10-9280-b5197e5b523e?origin=2>. A política aplica-se aos “membros e ex-membros da Diretoria Executiva da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras)” que tenham recebido “remuneração variável atrelada a resultados financeiros”, em caso de republicação das demonstrações financeiras, estendendo-se a obrigação de restituição a “beneficiários, herdeiros, executores, administradores ou outros representantes legais.”

⁵⁵ Política de *Clawback* da Vale S.A., aprovada pelo Conselho de Administração em 30.11.2023, com efeitos retroativos a 02.10.2023, em atendimento à Seção 10D do Securities Exchange Act of 1934 e ao item 303A.14 do Listed Company Manual da NYSE, disponível em: <https://vale.com/documents/44618/5301370/Política+de+Clawback+Rev00+PT.pdf/b2cc9adb-78cd-3f63-5257-ea1a2a576c30?version=1.1&t=1716404513366&download=false>. A política aplica-se aos “Membros do Comitê Executivo” da Vale, conforme definido em seu Estatuto Social, estejam ou não em exercício do cargo, e a seus sucessores a qualquer título.



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

forma, a experiência das companhias com ADRs, que já os adotaram por exigência externa, oferece um ponto de referência para as demais. Por fim, vale destacar que a regulação desta Autarquia exige que as companhias abertas descrevam, no formulário de referência, sua política de remuneração e a forma como ela se alinha aos interesses da companhia no curto, médio e longo prazos (Resolução CVM nº 80/2022, Anexo C, item 8.1.c.i).⁵⁶

156. Feito o adendo acima e retomando especificamente as questões do presente caso, registro ainda um aspecto da fundamentação do julgamento do PAS 3611 que me parece relevante. A manifestação do então Presidente João Pedro Nascimento situou a manipulação baseada em informação falsa como violação a um dos principais pilares do mercado de capitais, que é o regime informacional (§ 8). Destacou também o papel do Diretor de Relações com Investidores como principal responsável pela confiabilidade das informações divulgadas pela companhia (§ 13). A reprovação que recaiu sobre o acusado, portanto, não se limitou a um episódio isolado de divulgação. Alcançou o uso da posição de DRI para introduzir no mercado suposta informação inverídica sobre o emissor, com o fim de influenciar a cotação em benefício próprio.

IV.A.3. A narrativa acusatória neste processo

157. Neste processo, a acusação imputa a Fernando Passos infração aos arts. 154, *caput*, e 176 da Lei das S.A., por 'deliberadamente fazer elaborar informações contábeis e financeiras não fidedignas às reais condições econômico-financeiras da Companhia' (Peça Acusatória, §§ 219 e 369), em razão das irregularidades descritas na Peça Acusatória, que consistiram, em síntese, em sinistros avisados não contabilizados ou contabilizados fora do período de competência, reversão de sinistros no exterior, antecipação do reconhecimento de ganhos na alienação de participações imobiliárias e arbitragem de taxas de câmbio (§§ 201 a 219). A Peça Acusatória atribui essas condutas ao propósito de obter 'seu próprio benefício financeiro' (§ 218).

158. No que interessa a esta seção, a acusação relaciona essas condutas à vinculação da remuneração variável do acusado ao desempenho das ações do IRB. Essa atribuição de finalidade sustenta, de modo direto, a imputação do art. 154, que pressupõe o exercício das atribuições do administrador em desacordo com os fins e o interesse da companhia. Uma leitura sistemática da Peça Acusatória indica, porém, que a mesma finalidade também informa

⁵⁶ Resolução CVM nº 80, de 29.03.2022, Anexo C (“Conteúdo do Formulário de Referência”), item 8.1: “Descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, abordando os seguintes aspectos: [...] c) composição da remuneração: i) descrição dos diversos elementos que compõem a remuneração, incluindo, em relação a cada um deles: — seus objetivos e alinhamento aos interesses de curto, médio e longo prazo do emissor; [...]”



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

a imputação do art. 176. É certo que a infração ao art. 176 não exige finalidade específica, e pode configurar-se por elaboração culposa de demonstrações inadequadas. Não foi essa, contudo, a imputação formulada. A Peça Acusatória imputou o art. 176 em sua modalidade deliberada, ao acusar Fernando Passos de 'deliberadamente fazer elaborar' informações não fidedignas (§§ 219 e 369), e explicou a deliberação pela finalidade de benefício próprio (§ 218). É dessa imputação, e não de outra que poderia ter sido feita, que o acusado se defende e que o Colegiado julga. E é precisamente a modalidade deliberada, orientada à cotação, que se confunde com o artifício da manipulação.

159. As duas imputações partem, assim, de uma mesma narrativa: a de que as demonstrações financeiras teriam sido elaboradas com o propósito de influenciar a percepção de valor da Companhia e, por essa via, a remuneração do acusado.

160. A remuneração a que se refere a acusação é a prevista no Programa de Superação, que, segundo a própria Peça Acusatória, consistia em bonificação aos Diretores Estatutários como contrapartida à meta de dobrar o valor de mercado da Companhia entre maio de 2018 e maio de 2021, meta que, por definição, se afere pela cotação.⁵⁷

161. A cadeia causal descrita pela acusação pode ser assim resumida:

- as demonstrações financeiras apresentariam resultado superior ao que decorreria da correta aplicação das normas contábeis;
- esse resultado influenciaria a percepção do mercado sobre o valor da Companhia;
- essa percepção se refletiria na cotação;
- a cotação, por fim, determinaria a remuneração do acusado.

IV.A.4. As demonstrações financeiras como artifício de manipulação baseada em informação

162. A cadeia descrita no parágrafo anterior corresponde, em substância, à estrutura da manipulação de preços baseada em informação. Em precedente desta Autarquia, citado na

⁵⁷ Peça Acusatória, § 68: “Em 19.09.2018, conforme constou na Ata da 61ª Assembleia Geral Extraordinária de Acionistas, o Conselho de Administração da Companhia aprovou o chamado 'Programa de Superação', que consistia na bonificação aos Diretores Estatutários como contrapartida à meta de dobrar o valor de mercado da Companhia, no período de maio de 2018 a maio de 2021, desde que a valorização alcançada pela ação IRBR3 superasse a valorização do Ibovespa no mesmo período.” O pagamento seria único, com período de apuração entre maio de 2018 e maio de 2021 e data de pagamento em 30.06.2021. O montante total aprovado e destinado para este Programa foi de R\$ 61.991.306,00.” Ata da 61ª Assembleia Geral Extraordinária de Acionistas, 19.09.2018 (Doc. SEI nº 1939083).



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

manifestação do Presidente no PAS 3611, essa modalidade foi descrita como a que ocorre por meio da disseminação de rumores ou informações falsas a respeito do emissor, com o intuito de inflar, manter ou depreciar a cotação (PAS CVM nº 19957.008818/2018-37, Dir. Rel. Alexandre Rangel, julgado em 29.11.2022). O mesmo precedente observa que a classificação tem fins didáticos. Não raro, diferentes artifícios são utilizados para a concretização de uma mesma prática manipuladora, e devem ser examinados em concreto. A observação é relevante para este voto: o próprio precedente reconhece que uma única prática manipuladora pode se valer de artifícios diversos.

163. A definição normativa é ampla. A alínea “b” do item II da Instrução CVM nº 08/1979 considera manipulação de preços a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda. Nada no texto restringe o tipo a determinadas formas de comunicação ao mercado.

164. As demonstrações financeiras são, possivelmente, o principal veículo de informação do emissor ao mercado. São a base sobre a qual investidores e analistas formam sua avaliação da companhia. Se, como sustenta a acusação, essas demonstrações foram distorcidas com o objetivo de influenciar a percepção de valor e, por essa via, a cotação, a conduta descrita reúne, em tese, os elementos do tipo de manipulação:

- **artifício:** a apresentação de informação inverídica sobre o emissor;
- **destinação à alteração da cotação:** é a finalidade atribuída pela própria acusação;
- **indução de terceiros:** a informação contábil se dirige precisamente aos investidores;
- **dolo:** presente, se admitida a finalidade descrita pela acusação.

165. É essa, portanto, a qualificação que decorre da narrativa acusatória, se admitida. Ela é feita aqui apenas para aferir a relação entre o desvalor das condutas imputadas e o da conduta já sancionada, e não para alterar a capitulação.

IV.A.5. Unidade de desígnio

166. Examinadas à luz da narrativa acusatória, as condutas imputadas neste processo e a conduta sancionada no PAS 3611 apresentam elementos que indicam unidade de desígnio.

- **Identidade de agente.** Em ambos os casos, as condutas são atribuídas a Fernando Passos, na qualidade de Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores do IRB.



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

- **Contiguidade temporal.** As demonstrações financeiras de 2019 foram divulgadas em 18.02.2020, e a disseminação do rumor sobre a Berkshire Hathaway ocorreu entre 21.02.2020 e 03.03.2020. As irregularidades contábeis, é certo, teriam sido praticadas, segundo a acusação, ao longo do exercício de 2019, enquanto o rumor se concentrou em poucos dias. Essa diferença não rompe a unidade: o período relevante é o de aferição do Programa de Superação, entre maio de 2018 e maio de 2021, dentro do qual ambas as condutas se situam. É próprio de um desígnio dessa natureza valer-se de um meio estrutural, de execução prolongada, e de reforços pontuais quando a cotação cede, como ocorreu após as cartas da Squadra.
- **Identidade de mecanismo.** Em ambos os casos, o meio descrito é a introdução, no mercado, de informação inverídica sobre o emissor, apta a influenciar a percepção de valor e a cotação.
- **Identidade de finalidade.** Em ambos os casos, a finalidade atribuída é a elevação ou a sustentação da cotação, com reflexo na remuneração prevista no Programa de Superação.
- **Identidade de bem jurídico.** Em ambos os casos, o bem jurídico afetado é a integridade do regime informacional e, por meio dele, a regular formação de preços.

167. O que aproxima as condutas neste caso é algo mais do que o motivo comum. Segundo a própria acusação, ambas operariam pelo mesmo mecanismo e em direção ao mesmo resultado: informação inverídica levada ao mercado para sustentar a cotação. Nessa leitura, o rumor sobre a Berkshire Hathaway e as demonstrações financeiras não seriam planos distintos, mas meios complementares de um mesmo plano.

168. A sequência temporal é compatível com essa leitura. As demonstrações financeiras seriam o primeiro e mais estrutural desses meios. O rumor sobre a Berkshire Hathaway, disseminado nos dias seguintes em contexto de queda das ações (Relatório do PAS 3611, § 8), funcionaria como reforço destinado a sustentar a cotação no mesmo período.

169. Tratar esses meios como infrações autônomas, sancionadas em processos distintos, implicaria fracionar artificialmente uma única conduta. O resultado seria a reprovação reiterada do mesmo desígnio, conforme a forma pela qual a acusação decidiu organizar suas apurações.

170. A transposição desse raciocínio ao processo administrativo sancionador é reconhecida pela doutrina, que identifica no direito administrativo sancionador uma manifestação do mesmo poder punitivo estatal exercido na esfera penal e, por isso, sujeita aos princípios que



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

limitam esse poder, com as adaptações próprias da esfera administrativa.⁵⁸ Este Colegiado, aliás, aplica de forma corrente princípios de matriz penal ao processo sancionador. É o caso da presunção de inocência e da retroatividade da norma sancionadora mais benéfica, ressalvadas as controvérsias recentes na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça quanto ao alcance dessa última.⁵⁹ É o caso, também, do tratamento do empate nas votações. A partir

⁵⁸ Sobre o tema, Fábio Medina Osório escreve: “Do exposto, o que se percebe é que o Direito Penal e o Direito Administrativo Sancionador, se bem que não se valham invariavelmente das mesmas técnicas, nem encontrem os mesmos regimes jurídicos, acabam adentrando núcleos estruturantes de direitos fundamentais dos acusados em geral, na perspectiva da submissão às cláusulas do devido processo legal e do Estado de Direito. O Direito Punitivo, assim, encontra um núcleo básico na Constituição Federal, núcleo normativo do qual emanam direitos constitucionais de conteúdos variáveis, embora também com pontos mínimos em comum e aqui talvez resida a confusão conceitual em torno do debate sobre Direito Público Punitivo. E é precisamente aqui que se deve compreender a unidade do Direito Sancionador: há cláusulas constitucionais que dominam tanto o Direito Penal quanto o Direito Administrativo Punitivo. Tais cláusulas, se bem que veiculem conteúdos distintos, também veiculam conteúdos minimamente obrigatórios, onde repousa a ideia de unidade mínima a vincular garantias constitucionais básicas aos acusados em geral.” Direito Administrativo Sancionador. 8ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 157. No mesmo sentido se manifesta o Professor Gustavo Binenbojm: “Com efeito, os regimes penal e administrativo exibem núcleos mínimos de garantias ancoradas na própria Constituição. Isto é, “núcleos estruturantes dos direitos fundamentais dos acusados em geral, na perspectiva de submissão às cláusulas do devido processo legal e do Estado de Direito.” (...) Em verdade, se esses núcleos de garantias estivessem presentes somente no Direito Penal, e a aplicação de sanções administrativas fosse imune à sua incidência, o legislador poderia driblar as limitações constitucionais, optando por tipificar infrações como ilícitos administrativos, ao invés de ilícitos penais. O que, por evidente, seria inadmissível. Mormente quando se sabe que há sanções administrativas capazes de causar gravames tão ou mais severos que os decorrentes de sanções penais (uma cassação administrativa pode, de fato, ser mais grave que uma multa aplicada num processo penal). (...) É assim que se alcançou consenso no sentido de que o regime jurídico aplicável ao poder punitivo da Administração deve encontrar fundamento e limite na sistemática constitucional de maneira semelhante àquela estabelecida no âmbito penal. Tudo isso a partir da cláusula do Estado democrático de direito e dos seus diversos desdobramentos no ordenamento jurídico infraconstitucional.” Estudos de Direito Público. 1ª edição, Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2015, pp. 622-623. Registre-se, também, a posição de Marçal Justen Filho: “[a]s sanções administrativas apresentam configuração similar às de natureza penal, sujeitando-se a regime jurídico senão idêntico, ao menos semelhante. Os princípios fundamentais do direito penal vêm aplicados no âmbito do direito administrativo repressivo.” Curso de Direito Administrativo. 8ª edição. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2012, p. 571. Nelson Hungria, por sua vez, escreve: “A ilicitude jurídica é uma só, do mesmo modo que um só, na sua essência, é o dever jurídico. (...) Assim, não há falar-se de um ilícito administrativo ontologicamente distinto de um ilícito penal. A separação entre um e outro atende apenas a critérios de conveniência ou de oportunidade, afeiçoados à medida do interesse da sociedade e do Estado, variável no tempo e no espaço.” Novas Questões Jurídico-Penais. Rio de Janeiro: Editora Nacional do Direito, 1945, p. 265 *apud* Geraldo Ataliba. Inconstitucionalidade de Punições Permanentes. *Revista de Direito Mercantil* nº 95, p. 17. Por fim, menciono o entendimento de Sandro Lúcio Dazan, em monografia sobre o tema: “(...) o direito de punir do Estado, o seu *jus puniendi*, embora seja dividido em ramos epistemológicos que buscam proteger específicos e setorizados bens jurídicos, possui uma base ontológica unitária, formada por princípios jurídicos, expressos e implícitos, de direito sancionador, que delineiam a uniformidade de regras e outros princípios informativos nos mais variados ramos epistemológico-punitivos do direito público.” Uma Teoria do Direito Público Sancionador – Fundamentos da Unidade do Sistema Punitivo. 1ª edição, Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2021, p. 37.

⁵⁹ STJ, REsp 2.103.140-ES, Rel. Min. Gurgel de Faria, 1ª Turma, julgado em 04.06.2024 — afastando a retroatividade de norma sancionadora mais benéfica em sanções administrativas à falta de autorização legal expressa, por aplicação do princípio *tempus regit actum*, em linha com o Tema 1.199 de Repercussão Geral do STF.



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 precedente relatado pelo então Diretor e Presidente Interino Pablo Renteria⁶⁰, o Colegiado passou a entender que o empate não autoriza o voto de qualidade em desfavor do acusado, mas conduz à solução que lhe seja mais favorável, por aplicação do *in dubio pro reo*. Esse entendimento foi posteriormente positivado na Instrução CVM 607/2019⁶¹ e mantido pela Resolução CVM nº 45/2021.⁶² Se o Colegiado reconhece a incidência dessas garantias no processo sancionador, não há razão para excluir a vedação ao fracionamento de uma conduta única, que integra o mesmo conjunto de limites ao poder punitivo.

171. Acrescento que a sanção já aplicada recaiu sobre a mais grave das infrações cogitadas na narrativa acusatória. O legislador tipificou a manipulação de preços, inclusive, como crime no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976⁶³, com pena de reclusão de um a oito anos. A inserção de elemento falso em demonstrativos contábeis de sociedade seguradora também é criminalizada, no art. 10 da Lei nº 7.492/1986⁶⁴, mas com pena de reclusão de um a cinco anos. A própria escala penal, portanto, situa a manipulação em patamar superior. Nesta esfera, a infração é tratada nos precedentes desta Autarquia como uma das mais graves do mercado de valores mobiliários, e recebeu, no PAS 3611, sanção pecuniária de valor expressivo. A reprovação do desígnio, portanto, não se fez pela via de menor gravidade. O tipo da manipulação, de resto, alcança qualquer processo ou artifício destinado a influenciar a cotação, e é nele que a narrativa acusatória situa as demonstrações financeiras.

172. Há ainda convergência de bens jurídicos. O art. 176 da Lei das S.A. protege a fidedignidade das informações contábeis, destinadas a acionistas, credores e ao mercado. Essa fidedignidade integra o regime informacional que, conforme reconhecido no PAS 3611, constitui o bem jurídico violado pela manipulação baseada em informação falsa. Na narrativa acusatória, o desvalor da distorção contábil reside precisamente em sua aptidão para enganar o mercado quanto ao valor da Companhia. Esse desvalor já foi reprovado com a condenação por manipulação.

⁶⁰ Voto do Diretor Pablo Renteria no PAS CVM nº RJ2014/10556 (Forjas Taurus), julgado em 24.10.2017, no qual, na qualidade de relator e, simultaneamente, de presidente interino da sessão, em razão do impedimento do então Presidente Marcelo Barbosa, propôs a absolvição do acusado Fernando José Soares Estima “em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo*”, diante do empate na votação. O Colegiado acompanhou o entendimento e decidiu, “em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo*”, absolver o acusado.

⁶¹ Art. 55, parágrafo único. “*Em caso de empate, deverá prevalecer a posição mais favorável ao acusado.*”

⁶² Art. 55, parágrafo único: “*Em caso de empate, deve prevalecer a posição mais favorável ao acusado.*”

⁶³ Lei nº 6.385/1976, art. 27-C: “*Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena — reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.*”

⁶⁴ Lei nº 7.492/1986, art. 10: “*Fazer inserir elemento falso ou omitir elemento exigido pela legislação, em demonstrativos contábeis de instituição financeira, seguradora ou instituição integrante do sistema de distribuição de títulos de valores mobiliários: Pena — reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa.*”



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

173. A mesma conclusão alcança a imputação do art. 154. Ela não descreve ato distinto: qualifica, pela finalidade, a mesma conduta de fazer elaborar as demonstrações financeiras (§§ 157 a 159). Não há, portanto, conduta adicional a sancionar. E a finalidade que a qualifica, a obtenção da remuneração vinculada à cotação, é exatamente a que foi considerada, no PAS 3611, como motivação da manipulação e que integrou a reprovação ali formulada (§ 150). Ainda que se entenda que o art. 154 tutela também o interesse social, o conteúdo de desvalor que a acusação lhe atribui neste caso é esse, e não outro.

IV.A.6. Ne bis in idem

174. A vedação à dupla punição pelo mesmo fato é princípio aplicável ao processo administrativo sancionador. A doutrina o descreve como proibição que decorre diretamente dos princípios da proporcionalidade e da legalidade, destinada a evitar a múltipla valoração e punição do mesmo fato com idêntico fundamento jurídico, de modo que é vedada a multiplicidade de penas para o mesmo sujeito, por uma mesma ação ou omissão, quando tiverem um mesmo fundamento. A formulação corrente exige, assim, uma tríplice identidade: de sujeito, de fato e de fundamento. Em sede constitucional, o princípio decorre do devido processo legal (art. 5º, LIV, da Constituição Federal)⁶⁵ e da proporcionalidade. Encontra referência no art. 8.4 da Convenção Americana sobre Direitos Humanos (Decreto nº 678/1992)⁶⁶, que, embora formulado para a hipótese de absolvição, é comumente invocado como expressão do princípio. Encontra expressão parcial, no direito administrativo sancionador brasileiro, no art. 22, § 3º, da LINDB, que, para a hipótese em que subsiste desvalor próprio a sancionar, determina que as sanções aplicadas ao agente sejam levadas em conta na dosimetria das demais sanções de mesma natureza e relativas ao mesmo fato. A doutrina administrativista reconhece sua aplicação às sanções administrativas, com a ressalva de que a mesma conduta pode ser sancionada em esferas distintas, quando diverso o fundamento jurídico.⁶⁷ No caso, as duas sanções seriam aplicadas pela mesma autoridade, na mesma esfera e com o mesmo fundamento: a tutela do regime informacional e da regular formação de preços.

175. O princípio tem duas dimensões. A dimensão processual veda que o acusado seja processado mais de uma vez pelo mesmo fato, e se expressa nos institutos da litispendência e da coisa julgada. A dimensão material veda que seja punido mais de uma vez pelo mesmo fato, e se dirige à autoridade que aplica a sanção. No presente caso, a dimensão relevante é a

⁶⁵ Art. 5º, inciso LIV, da Constituição Federal de 1988: “ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal.”

⁶⁶ Art. 8, item 4, da Convenção Americana sobre Direitos Humanos (Pacto de São José da Costa Rica), promulgada pelo Decreto nº 678, de 6.11.1992: “O acusado absolvido por sentença passada em julgado não poderá ser submetido a novo processo pelos mesmos fatos.”

⁶⁷ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Curso de Direito Administrativo. 16ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2014, pp. 357-358.



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

material. A acusação foi regularmente formulada e processada, e a decisão do PAS 3611 ainda está submetida ao CRSFN, de modo que não há coisa julgada administrativa a invocar. A análise que se segue não a pressupõe. O que se examina é se esta Autarquia, tendo já exercido em concreto sua pretensão sancionadora sobre determinado conteúdo de desvalor, pode formular nova condenação sobre esse mesmo conteúdo.

176. A aplicação do princípio depende de como se compreende o “mesmo fato”. Em uma compreensão intuitiva, a elaboração de demonstrações financeiras e a disseminação de um rumor seriam fatos distintos, e o princípio não incidiria. Entendo, contudo, que a identidade deve ser aferida em sentido normativo, considerando a unidade de reprovação. Quando diferentes atos materiais são expressão de um mesmo desígnio e sua reprovação se esgota na sanção já aplicada ao desígnio que os unifica, esses atos constituem, para fins sancionatórios, um único fato. Essa compreensão é a que melhor se ajusta à função do princípio, que é impedir a múltipla valoração do mesmo conteúdo de injusto, e não apenas a repetição literal da mesma imputação. Acrescento que, em matéria sancionatória, a dúvida sobre o alcance de uma garantia do acusado deve ser resolvida em seu favor.

177. A unidade de reprovação é o desígnio de introduzir informação inverídica no mercado para sustentar a cotação e, com ela, a remuneração do acusado. Esse desígnio foi sancionado no PAS 3611, com multa fixada em R\$ 20.000.000,00 e com expressa consideração da motivação remuneratória. Uma nova sanção pelas condutas que, segundo a própria acusação, serviam ao mesmo desígnio configuraria dupla punição.

IV.A.7. A consequência adequada: absolvição, e não ajuste de dosimetria

178. Poder-se-ia cogitar que a solução adequada fosse condenar o acusado neste processo e considerar a sanção já aplicada no PAS 3611 na dosimetria, na linha do art. 22, § 3º, da LINDB. Não me parece ser o caso.

179. O ajuste de dosimetria pressupõe que a infração a ser sancionada tenha desvalor próprio, ainda que parcialmente coincidente com o de outra já punida. Condenar para, em seguida, reduzir a pena significaria reconhecer uma autonomia que a própria análise nega.

180. A pendência do recurso interposto no PAS 3611 torna essa alternativa ainda menos adequada. A multa ali aplicada pode ser mantida, reduzida ou afastada pelo CRSFN. Uma sanção aqui fixada por compensação com aquela teria medida que só se poderia aferir à luz de resultado ainda desconhecido, e o regime sancionador desta Autarquia não prevê mecanismo de unificação posterior de sanções já aplicadas. O ajuste de dosimetria, portanto, não resolveria o problema; apenas o transferiria para um momento em que não haveria instrumento para tratá-lo.



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.B. OBJEÇÕES

181. Examino a seguir as objeções que me parecem mais relevantes à conclusão proposta.

IV.B.1. A independência dos processos declarada no PAS 3611

182. No julgamento do PAS 3611, o relator entendeu que aquele processo poderia ser julgado separadamente do PAS CVM nº 19957.003612/2020-35 (“PAS 3612”) e do presente PAS. Considerou que não havia risco de decisões contraditórias e que a separação atendia à celeridade processual.⁶⁸ Registrou, em particular, que a acusação indicava conexão deste processo apenas com o PAS 3612, e não com o PAS 3611, e que não havia elementos que evidenciassem impacto relevante deste processo sobre o julgamento daquele.⁶⁹

183. Não se trata de rever aquela decisão, que o Colegiado entendeu adequada nos seus próprios termos. Ela foi, porém, uma decisão de natureza processual, tomada com base no art. 36 da Resolução CVM nº 45/2021, e seu objeto foi a conveniência ou não do julgamento conjunto. O que se examinou ali foi se este processo poderia afetar o julgamento do PAS 3611, e não o inverso. Não se examinou se a condenação no PAS 3611 esgotaria a reprovação das condutas aqui imputadas, até porque aquela condenação ainda não existia.

184. A conexão é instituto de conveniência processual, destinado a evitar decisões conflitantes e a promover a economia processual. O *ne bis in idem* é garantia material do acusado. A decisão de julgar separadamente processos conexos não pode ter o efeito de permitir que o acusado seja punido duas vezes pelo mesmo desígnio. Se assim fosse, uma escolha de organização processual, legítima em si mesma, produziria consequência sancionatória que o ordenamento não admite.

185. Observo, ainda, que a indicação de conexão feita pela acusação reflete a forma pela qual a Área Técnica organizou suas imputações. Essa organização é relevante para a distribuição dos processos, mas não é decisiva para a qualificação jurídica das condutas, que cabe ao Colegiado.

IV.B.2. A delimitação do objeto do PAS 3611

186. O relatório do PAS 3611 registrou que os fatos ali examinados se limitavam às investigações do processo de origem e que outras supostas infrações não seriam abordadas.⁷⁰

⁶⁸ Voto do Diretor Daniel Maeda no PAS 3611, julgado em 19.12.2024, §§ 7-18.

⁶⁹ Voto do Diretor Daniel Maeda no PAS 3611, julgado em 19.12.2024, §§ 12-13.

⁷⁰ Relatório do PAS 3611, §§ 2 e 6.



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

Seria possível sustentar que a reprovação formulada naquele processo alcança apenas o fato ali imputado, isto é, o rumor sobre a Berkshire Hathaway.

187. A delimitação do objeto define o que foi examinado no PAS 3611. Não define, contudo, o alcance da reprovação ali formulada. O argumento que desenvolvo não é o de que as demonstrações financeiras tenham sido julgadas no PAS 3611. É o de que o desígnio que, segundo a acusação, as orientava foi integralmente reprovado naquele processo. Se admitida a narrativa acusatória, as condutas aqui imputadas não têm desvalor autônomo em relação a ele. Acrescento que as apurações sobre a administração do IRB tiveram início em 2020, em inquéritos conduzidos simultaneamente.⁷¹ O fracionamento das acusações em processos distintos, instaurados em momentos diferentes, decorreu de escolha da Administração, legítima em si mesma. Não me parece razoável, porém, que o acusado suporte as consequências dessa escolha na forma de dupla sanção. A forma de organização da persecução não pode ampliar o poder punitivo além do que a unidade da conduta permitiria. A própria Peça Acusatória reconheceu, em seu § 371, a conexão deste processo com o PAS 3612 e sugeriu sua distribuição ao mesmo relator. Aquele processo, por sua vez, integra o mesmo conjunto de apurações iniciadas em 2020 de que se originou o PAS 3611, com o qual compartilha o registro de Colegiado (Reg. Col. nº 1905/20). A unidade de origem das apurações, reconhecida pela própria Área Técnica, reforça que o fracionamento em três processos foi escolha de organização, e não decorrência de autonomia entre os fatos.

IV.B.3. A analogia com o crime continuado

188. No direito penal, quando se descobre posteriormente parte de uma conduta continuada já parcialmente julgada, a solução é a unificação das penas em sede de execução, e não a absolvição. Até seria possível sustentar que a mesma lógica deveria orientar este caso.

189. A analogia não me parece adequada. O regime penal dispõe de mecanismos específicos para essa situação, sem equivalente no processo sancionador da CVM. O art. 82 do Código de Processo Penal prevê que, quando processos conexos forem julgados separadamente, a unidade se dará posteriormente apenas para o efeito de soma ou unificação das penas, e o art. 66, III, “a”, da Lei de Execução Penal atribui essa tarefa ao juízo da execução, com a possibilidade de reconhecimento da continuidade delitiva (art. 71 do Código Penal). Nada disso existe no processo sancionador desta Autarquia. A multa do PAS 3611 já está fixada, e uma nova sanção não a unificaria, apenas a somaria. Há, ademais, uma diferença de fundo. Na continuidade delitiva, o agente reitera a mesma infração, cada ato conserva desvalor próprio e a unificação apenas modera a soma das penas. O que a narrativa acusatória descreve aqui não é a reiteração de uma infração, mas a execução de uma única manipulação

⁷¹ Relatório do PAS 3611, § 5.



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

por meios complementares (§§ 166 a 168), cujo desvalor foi reprovado como um todo no PAS 3611 (§ 156). Não há penas a unificar porque não há, admitida essa narrativa, desvalor remanescente a sancionar.

IV.B.4. A multa do PAS 3611 não teria considerado as demonstrações financeiras

190. Ainda seria possível sustentar que a dosimetria no PAS 3611 considerou apenas o rumor sobre a Berkshire Hathaway, de modo que o desvalor das demonstrações financeiras não teria sido reprovado.

191. A objeção confunde o conteúdo da reprovação com o seu *quantum*. A unidade de desígnio não exige que a dosimetria do PAS 3611 tenha computado cada um dos atos que, segundo a acusação, o executaram; exige que o desvalor ali reprovado seja o mesmo que se pretende sancionar aqui. E foi: a multa foi fixada em valor expressivo, com consideração da gravidade da conduta, da posição do acusado como DRI e da motivação remuneratória (§§ 150 e 156), que são precisamente os elementos que, segundo a acusação, conferem gravidade às condutas aqui imputadas. Se a medida daquela sanção fosse tida por insuficiente, a resposta não poderia ser uma segunda condenação por este Colegiado, que completaria, por via transversa, a dosimetria de processo já julgado.

IV.B.5. A pendência de recurso ao CRSFN no PAS 3611

IV.B.5.a. A objeção

192. A condenação proferida no PAS 3611 ainda não é definitiva na esfera administrativa. O recurso interposto pelo acusado ao CRSFN, recebido com efeito suspensivo quanto à multa, pode resultar na manutenção, na redução ou no afastamento da sanção. Diante disso seria cabível sustentar, em tese, que não há, por ora, dupla punição a evitar; que o *ne bis in idem* só teria lugar após a estabilização da primeira condenação; que eventual reforma daquela decisão deixaria sem resposta sancionatória as condutas aqui imputadas; e que a solução prudente seria condenar neste processo e deixar a compatibilização entre as sanções para momento posterior.

193. A objeção tem peso e merece exame cuidadoso. Parece-me, contudo, que ela alcança de modo diferente os dois fundamentos deste voto, e que, examinada em cada um deles, não conduz à 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

IV.B.5.b. A unidade do desígnio não depende da definitividade da decisão anterior

194. A unidade de desígnio é uma relação material entre condutas. Ela se estabelece pelo confronto entre o que se imputa neste processo e o que foi sancionado no PAS 3611, e os elementos que a revelam (identidade de agente, contiguidade temporal, identidade de mecanismo, de finalidade e de bem jurídico) foram extraídos da própria narrativa acusatória, examinada nos itens IV.A.3 a IV.A.5. O que se afirma é que, admitida a tese da acusação, o rumor sobre a Berkshire Hathaway e as irregularidades contábeis teriam respondido a um único propósito, o de introduzir no mercado informação inverídica sobre o emissor para sustentar a cotação e, com ela, a remuneração prevista no Programa de Superação. Nessa condição, as condutas aqui imputadas não trazem conteúdo de desvalor distinto daquele que este Colegiado já reprovou ao sancionar a manipulação, e constituem com ela, para fins sancionatórios, um único fato (item IV.A.6). Esse juízo se forma no momento em que o Colegiado confronta as duas imputações e qualifica juridicamente a conduta que lhe é submetida. Ele não se altera conforme a decisão de outro processo seja ou não definitiva.

195. A relevância do desígnio comum para a identificação de uma conduta única não depende de que os atos que a compõem sejam julgados no mesmo processo. O que importa é a relação material entre eles, e essa relação é a mesma quer sejam apreciados em conjunto, quer separadamente. A pendência do recurso no PAS 3611 não a modifica. O CRSFN poderá manter, reduzir ou afastar a sanção, mas o objeto daquele processo, isto é, a conduta imputada e o propósito que a acusação lhe atribuiu, permanece o mesmo, e é sobre esses elementos, e não sobre o resultado do recurso, que a unidade de desígnio se verifica. Aqui, a narrativa acusatória é a mesma antes e depois do julgamento do recurso, e é sobre ela que o juízo de unidade opera. O que a objeção põe em questão, portanto, não é essa premissa, mas a consequência que dela se extrai, e é dessa consequência que tratam os itens seguintes.

IV.B.5.c. O ne bis in idem em sua dimensão material

196. Quanto ao *ne bis in idem*, reconheço que a ausência de decisão definitiva afasta sua invocação na dimensão processual, como efeito de coisa julgada administrativa. Não é nessa acepção, contudo, que o princípio é aqui aplicado. Na dimensão material, a garantia se dirige à autoridade que sanciona, e tem por objeto impedir que ela exerça duas vezes a pretensão sancionadora sobre o mesmo conteúdo de desvalor. Para cumprir essa função, ela precisa operar no momento em que a segunda condenação seria proferida. Se sua aplicação dependesse do encerramento de todas as instâncias recursais do primeiro processo, a Administração poderia proferir duas condenações pelo mesmo fato e só depois examinar qual delas deveria subsistir. A garantia teria, nesse caso, eficácia apenas reparatória. Não me parece ser esse o seu sentido.



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

197. Acrescento que a instância revisora não é o lugar próprio para o primeiro exercício dessa garantia. O CRSFN revisa decisões da CVM; não as substitui na função de aplicar, em primeiro grau, os limites ao poder sancionador. Se este Colegiado identifica, no momento de julgar, que a condenação pretendida recairia sobre desvalor já reprovado por ele próprio, cabe-lhe reconhecê-lo. Remeter a questão à instância recursal seria transferir a outro órgão a observância de um limite que se impõe a este.

198. O texto do art. 22, § 3º, da LINDB reforça essa leitura. O dispositivo determina que as sanções aplicadas ao agente sejam levadas em conta na dosimetria das demais sanções de mesma natureza e relativas ao mesmo fato. Refere-se a sanções aplicadas, sem condicionar sua consideração ao trânsito em julgado. Se a lei exige que uma sanção já aplicada, ainda que recorrível, seja considerada na dosimetria de outra pelo mesmo fato, com mais razão a pendência do recurso não pode ser obstáculo a que se reconheça que a sanção aplicada esgota a reprovação da conduta. A LINDB parte do pressuposto de que a Administração deve tratar o conjunto de suas sanções de forma coordenada, e não de que cada uma delas seja fixada isoladamente, à espera de que as demais se estabilizem.

IV.B.5.d. A pendência do recurso não pode operar em desfavor do acusado

199. Há uma razão adicional para não atribuir à pendência do recurso o efeito pretendido pela objeção. A ausência de definitividade da condenação do PAS 3611 decorre do exercício, pelo acusado, do direito de recorrer que a lei lhe assegura (art. 11, § 4º, da Lei nº 6.385/1976). Se essa pendência fosse tomada como razão para admitir uma segunda condenação, a proteção contra a dupla sanção passaria a depender da renúncia ao recurso. O acusado que se conformasse com a primeira decisão estaria protegido; o que a impugnasse, não. Não me parece razoável que o exercício de um direito processual produza, por via indireta, um agravamento da situação de quem o exerce.

200. A mesma conclusão decorre de outro ângulo. A ordem em que os processos foram julgados foi definida pela própria Autarquia. O Colegiado entendeu, no PAS 3611, que aquele processo poderia ser julgado separadamente e antes deste, em atenção à celeridade. Tendo escolhido julgar primeiro a infração mais grave, a Administração não pode extrair da recorribilidade da decisão que ela mesma proferiu um alargamento de seu poder punitivo. O fracionamento e a sequência dos julgamentos foram escolhas legítimas de organização processual. Não podem, porém, converter-se em fundamento para uma segunda sanção que a unidade da conduta não comportaria.

201. Registro que este voto não atribui à condenação do PAS 3611 efeito de antecedente, nem a utiliza para agravar ou atenuar qualquer resposta sancionatória. Tomar uma condenação ainda recorrível como antecedente para agravar a resposta a outra infração seria inadequado,



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

e seria difícil conciliá-lo com a presunção de inocência que a Resolução CVM nº 45/2021 manda observar (art. 2º).⁷² Não é o que aqui se faz. A condenação é considerada apenas para constatar que esta Autarquia já apreciou e reprovou determinado conteúdo de desvalor. Essa constatação é de natureza distinta, e favorece o acusado.

IV.B.5.e. O risco de reforma e a condenação de salvaguarda

202. Não desconheço que eventual reforma da decisão do PAS 3611 poderia suscitar a indagação sobre se as condutas aqui imputadas ficariam sem resposta. Essa possibilidade, a meu ver, não justifica uma condenação neste processo. A condenação teria, nessa hipótese, função de salvaguarda: seria imposta não porque as condutas tenham desvalor autônomo, mas para o caso de a sanção já aplicada não subsistir. Uma sanção com esse caráter não encontra amparo no regime sancionador desta Autarquia. Ela dificilmente se compatibilizaria com a exigência de que toda sanção se funde em desvalor próprio da conduta sancionada, nem com a vedação à imposição de sanções em medida superior à estritamente necessária (art. 2º, parágrafo único, VI, da Lei nº 9.784/1999). O risco de reforma é inerente a toda decisão sujeita a recurso, e o sistema confia sua solução à instância revisora.

203. A objeção, ademais, contrapõe dois riscos, e é preciso examiná-los em conjunto. De um lado, o risco de que, reformada a decisão do PAS 3611, uma conduta cujo desvalor a própria acusação atribui ao desígnio manipulativo fique sem sanção autônoma. De outro, o risco de que, mantida aquela decisão, o acusado seja sancionado duas vezes pelo mesmo desígnio, sem que exista mecanismo para desfazer a duplicidade (§ 170). Entre uma leitura que admite a dupla sanção e outra que a afasta, a segunda deve prevalecer em matéria sancionatória (§ 158).

IV.B.5.f. A alternativa do sobrestamento

204. Considerei, ainda, a alternativa de sobrestar o julgamento deste processo até a decisão do CRSFN. Não me parece adequada. A conclusão deste voto não depende do resultado daquele recurso, pelas razões expostas ao longo da presente manifestação. O sobrestamento prolongaria a indefinição sobre a situação do acusado em processo cujos fatos remontam a 2019, e subordinaria o exercício de uma garantia do acusado ao tempo de tramitação de um recurso interposto por ele mesmo.

⁷² Resolução CVM nº 45/2021, art. 2º: “Nos procedimentos de que trata esta Resolução, devem ser observados os princípios da legalidade, da finalidade, da motivação, da razoabilidade, da proporcionalidade, da moralidade, da ampla defesa, do contraditório, da segurança jurídica, do devido processo legal, da presunção de inocência, da celeridade processual, do interesse público, da impessoalidade, da eficiência e da publicidade.”



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.C. SEGURANÇA JURÍDICA E PROPORCIONALIDADE

205. As considerações anteriores são reforçadas pelos princípios que orientam a atuação da Administração no processo sancionador. O art. 2º da Lei nº 9.784/1999 impõe a observância da segurança jurídica, da razoabilidade e da proporcionalidade. Seu parágrafo único, inciso VI⁷³, veda a imposição de sanções em medida superior àquelas estritamente necessárias ao atendimento do interesse público.

206. O interesse público na repressão do desígnio manipulativo atribuído ao acusado foi objeto de resposta desta Autarquia no PAS 3611, com multa de valor expressivo, cuja revisão cabe agora ao CRSFN. Uma sanção adicional pelas condutas que, segundo a acusação, serviam ao mesmo desígnio excederia a medida necessária. A própria LINDB, ao disciplinar a aplicação de sanções, determina que se considerem a natureza e a gravidade da infração, os danos dela resultantes, as circunstâncias agravantes ou atenuantes e os antecedentes do agente (art. 22, § 2º), e que as sanções já aplicadas sejam levadas em conta na dosimetria das demais relativas ao mesmo fato (art. 22, § 3º). Esses critérios pressupõem uma avaliação global da resposta sancionatória. Aplicados ao caso, indicam que a resposta já formulada por esta Autarquia esgota o que o interesse público exigia.

207. Por fim, convém deixar claro o alcance desta conclusão. Este voto não declara comprovadas as imputações formuladas pela SPS. O raciocínio desenvolvido neste capítulo tomou a tese acusatória tal como formulada, admitindo-a apenas para fins de argumentação (IV.A.1), e concluiu que, ainda que as condutas nela descritas estivessem comprovadas, seu conteúdo de desvalor já teria sido reprovado por este Colegiado no PAS 3611. É por essa razão, e não por um juízo sobre a prova, que não examino se as irregularidades contábeis descritas na acusação configuram a infração deliberada imputada ao acusado, nem a autoria que lhe é atribuída: a conclusão seria a mesma em qualquer das hipóteses. Essa conclusão tampouco diminui a resposta que esta Autarquia deu aos fatos envolvendo o IRB. A atuação da Área Técnica, que apurou as condutas e reuniu o conjunto probatório examinado no PAS 3611, e a decisão do Colegiado naquele processo, que impôs multa de valor expressivo, demonstraram a efetividade da supervisão e da atividade sancionadora da CVM. Aquela sanção, fixada com observância dos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, parece-me corresponder à justa medida da reprovação exigida pelo desígnio ali reconhecido.

⁷³ “Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...)

VI - adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquelas estritamente necessárias ao atendimento do interesse público;”



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

É precisamente porque essa medida já foi fixada por este Colegiado que entendo não caber, neste processo, nova sanção pelo mesmo desígnio.

IV.D. CONCLUSÃO

208. Por essas razões, VOTO pela ABSOLVIÇÃO de FERNANDO PASSOS das imputações de infração aos arts. 154, *caput*, e 176 da Lei das S.A. Admitida a tese acusatória tal como formulada, e sem juízo sobre sua comprovação, as condutas nela descritas integram o mesmo desígnio sancionado por este Colegiado no PAS 3611 e não comportam sanção autônoma. A pendência de recurso ao CRSFN naquele processo não altera a relação entre as condutas nem autoriza que esta Autarquia sancione duas vezes o mesmo desígnio.

V. AS IMPUTAÇÕES DIRIGIDAS A JOSÉ CARLOS CARDOSO E A LÚCIA MARIA DA SILVA VALLE

209. Este capítulo trata das imputações dirigidas a José Carlos Cardoso, Diretor-Presidente do IRB, e a Lúcia Maria da Silva Valle, Diretora Vice-Presidente de Riscos e Conformidade. A ambos a acusação atribui infração ao art. 153 da Lei das S.A.

210. Duas delimitações feitas pela própria acusação condicionam o exame. A primeira é a exclusão de ambos da responsabilidade pelo art. 176: o § 199 imputa as irregularidades contábeis “direta e exclusivamente ao ex-Diretor Fernando Passos”, porque o Estatuto Social atribuía a contabilidade ao Vice-Presidente Financeiro, e o § 248 afasta expressamente o art. 176 quanto a Lúcia Maria da Silva Valle. A segunda é a ausência de dolo, afastada de forma expressa no § 266 quanto à acusada e decorrente, quanto a Cardoso, da própria capitulação, já que a SPS imputou a Fernando Passos os arts. 154, *caput*, e 176 e a ele apenas o art. 153.

211. Registro que essa primeira delimitação não decorre de mera opção da Área Técnica: ela encontra amparo direto na lei. O art. 143, IV, da Lei das S.A. determina que o estatuto estabeleça as atribuições de cada diretor, e o art. 158, § 3º, restringe, nas companhias abertas, a responsabilidade solidária pelos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de cumpri-los. A repartição estatutária de competências não é, portanto, formalidade organizacional: é elemento juridicamente relevante de individualização da responsabilidade.⁷⁴

⁷⁴ PAS CVM nº RJ2014/12838 (19957.000591/2015-39), julgado em 25.06.2019, Manifestação de Voto do Presidente Marcelo Barbosa, § 32. No mesmo sentido, PAS CVM nº RJ2014/6517 (19957.000592/2015-83), julgado na mesma sessão, voto do Diretor Relator Henrique Machado, §§ 158-159.



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

212. A distinção tem consequência prática. Em precedente recente⁷⁵, esta Autarquia examinou três situações diversas: a de estatuto que atribui expressamente a elaboração das demonstrações a diretor determinado; a de estatuto que a atribui à diretoria como órgão colegiado; e a de estatuto silente, hipótese em que a responsabilidade recai sobre todos os membros da diretoria estatutária. O caso do IRB situa-se na primeira dessas hipóteses, que é a mais favorável aos demais diretores: o Estatuto Social não era silente nem atribuía a matéria ao colegiado, mas designava nominalmente o Diretor Vice-Presidente Executivo Financeiro e de Relações com Investidores para dirigir a área de contabilidade e submeter as demonstrações contábeis à Diretoria Estatutária. É exatamente o que a própria Peça Acusatória reconhece nos §§ 197 a 199.

213. Registro este ponto porque a Peça Acusatória, ao descrever a conduta de Cardoso, emprega qualificativos incompatíveis com o tipo escolhido. Os §§ 235 e 244 falam em omissão “deliberada” e “ostensiva”; o § 91, reproduzindo a conclusão da SUSEP, fala em omissão que permitiu irregularidades “com o nítido objetivo de obter indevidas vantagens.” Uma omissão deliberada e orientada a vantagem pessoal não é negligência: é desvio de poder, e seu lugar é o art. 154. A capitulação adotada pela própria acusação afasta essa leitura, e o julgamento não pode agravá-la. Em matéria sancionatória, o acusado defende-se dos fatos tal como imputados e sob a qualificação que lhes foi dada.⁷⁶

214. O que resta, portanto, é a hipótese do art. 158, § 1º, da Lei das S.A.: negligência em descobrir atos ilícitos de outro administrador. É essa a única pergunta a responder.

215. Antecipo que voto pela absolvição de ambos, com a ressalva que faço ao final.

V.A. RAZÕES COMUNS AO VOTO SOBRE IVAN DE SOUZA MONTEIRO

216. Entendo que boa parte dos fundamentos que expus em relação a Ivan Monteiro aplica-se ao caso concreto destes acusados, com as adaptações que a diferença de posição impõe e que examino mais abaixo.

217. Destaco, notadamente, que diversos agentes, internos e externos, não detectaram as falhas que só se tornaram claras posteriormente. Nisso incluo o auditor contábil, o auditor

⁷⁵ PAS CVM nº 19957.004207/2021-15, Rel. Diretora Marina Copola, julgado em 25.08.2026, cujo exame é retomado em detalhe adiante (item V.C).

⁷⁶ PAS CVM nº RJ2014/6517, Dir. Relator Henrique Machado, julgado em 25.06.2019, Manifestação de Voto do Diretor Gustavo Gonzalez, §§ 2 e 6: “No regime sancionador da CVM, os acusados se defendem tanto dos fatos quanto do tipo que lhe foi imputado” e “[...] no processo sancionador da CVM, se no julgamento se concluir que a conduta não se amolda ao tipo imputado, o resultado é a absolvição. [...] Não podemos, é claro, distorcer os fatos ou dar aos dispositivos alegadamente infringidos um alcance que eles não têm com o intuito de salvar acusações mal formuladas.”



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

atuarial independente, o comitê de auditoria estatutário — que, em prática então adotada por poucas companhias abertas, emitia manifestação sobre as informações financeiras trimestrais —, o conselho fiscal, a agência de classificação de risco, os analistas e os investidores institucionais.

218. Esse dado não transfere a terceiros a responsabilidade dos administradores. Ele delimita o que era razoavelmente perceptível à época. Se profissionais especificamente habilitados e legalmente incumbidos de examinar aquelas informações não identificaram as irregularidades, é preciso demonstrar com precisão porque os acusados deveriam tê-lo feito.

219. Reitero, ainda, a advertência metodológica. O maior risco no julgamento de condutas de administradores é o de avaliá-las já conhecendo o desfecho. A premissa hoje parece evidente, mas nem sempre foi, e devo pontuar, uma vez mais, que a CVM, entre as entidades reguladoras, sempre esteve na vanguarda dessa preocupação. Vários dos elementos que a Peça Acusatória trata como sinais inequívocos não ostentavam essa clareza na época em que os administradores tinham de apreciá-los.

220. A mesma advertência se aplica à avaliação dos controles internos. Como consignado no PAS CVM nº 05/2016, em manifestação do então Diretor Gustavo Gonzalez posteriormente retomada por esta Autarquia, controles internos não são à prova de bala, e a identificação posterior de uma falha não demonstra, por si só, que os controles existentes à época fossem inadequados.⁷⁷ Todo sistema de controles pode ser aperfeiçoado depois que a falha se revela; é sempre possível apontar o relatório que poderia ter sido pedido, a reconciliação que poderia ter sido antecipada, a pergunta que poderia ter sido formulada. Essa possibilidade retrospectiva não é prova de negligência, sob pena de se converter o dever de diligência em obrigação de resultado.

V.B. A CARTA DA SQUADRA E O PADRÃO DE DILIGÊNCIA DOS DIRETORES

221. É certo que houve a carta da Squadra. Entretanto, ela não imputava fraude naquele momento. A gestora afirmou textualmente não sustentar a existência de razões legais ou regulatórias que exigissem divulgação diversa da adotada pela Companhia, e reafirmou, em correspondência posterior, que sua análise apontava diferença de interpretação quanto ao tratamento contábil de determinados eventos. O que se comunicava, à época, era um questionamento sobre a qualidade e a recorrência do lucro.

⁷⁷ Voto do Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº 05/2016 (Processo Eletrônico SEI nº 19957.010647/2019-97), julgado em 03.11.2020, cujas razões quanto à supervisão dos controles internos pelo Conselho de Administração da Petrobras foram acompanhadas, no mérito, pela Diretora Flávia Perlingeiro no mesmo julgamento.



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

222. Dentro do limite do razoável, os membros da Diretoria adotaram medidas para verificar as inconsistências apontadas, em conjunto com os conselheiros e, em especial, com o Presidente do Conselho de Administração. Os questionamentos foram levados ao Conselho de Administração, ao Comitê de Auditoria, ao Conselho Fiscal e aos auditores independentes, e a resposta da Companhia foi acompanhada de pareceres de especialistas externos em contabilidade, ciências atuariais e direito. A circunstância de os pareceres terem sido contratados pela Diretoria não retira razoabilidade à providência: a própria Peça Acusatória registra, no § 144, que os termos das respostas foram discutidos com o Comitê de Auditoria, e o exame feito no item III.E demonstra que o Presidente do Conselho de Administração condicionou a resposta da Companhia à aprovação daquele Comitê.

223. Cabe, neste ponto, uma precisão sobre a comparação entre diretores e conselheiros. Não me parece adequado afirmar, sem mais, que o diretor esteja sempre sujeito a grau de diligência superior ao do conselheiro. O mais correto é reconhecer que os deveres têm objetos distintos. O conselheiro responde pela qualidade do processo de supervisão sobre matéria que está em sua esfera de fiscalização; o diretor responde, antes de tudo, pelos fatos e operações de sua própria esfera de gestão. A pergunta que se dirige a um e a outro é diferente: ao conselheiro, se fiscalizou de modo diligente; ao diretor, se a matéria estava em sua esfera funcional e como ela se relacionava com a distorção.

224. Dessa distinção decorre que, para o diretor, o padrão de diligência é mais intenso quanto aos fatos e operações de sua área, às informações que sua área fornece à contabilidade, às premissas técnicas sob sua responsabilidade, às decisões empresariais que produzam efeito contábil e aos alertas que efetivamente cheguem ao seu conhecimento. É menos intenso, por outro lado, quanto à revisão integral da escrituração, à escolha técnica de pronunciamentos contábeis fora de sua especialidade, aos testes conduzidos por outra diretoria e ao fechamento contábil sob competência estatutária diversa. Nisso reside a diferença relevante em relação ao conselheiro: o diretor participa da administração cotidiana e é, ele próprio, parte da estrutura em que os demais confiam, mas essa proximidade agrava seu dever no que é seu, não no que a lei e o estatuto atribuíram a outro administrador. Reconhecer o contrário equivaleria a construir um dever genérico e ilimitado de fiscalização recíproca entre todos os diretores, que a Lei das S.A. não impõe e que o art. 158, § 3º, expressamente afasta.

225. Entretanto, também aos diretores é aplicável o princípio do *right to rely on others*. É razoável supor que confiaram nas informações prestadas por terceiros que analisavam os controles internos e as demonstrações financeiras da Companhia, assim como confiaram os diversos agentes de mercado que acompanhavam o IRB.

226. Essa confiança não é ilimitada, e sua legitimidade se afere em três planos sucessivos. O primeiro é o do conhecimento efetivo: não há nos autos documento encaminhado a qualquer



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

dos acusados, reunião de que tenham participado, alerta de auditoria, ressalva, ênfase, comunicação da controladoria ou denúncia interna que revelasse a distorção. O segundo é o do conhecimento exigível: cabe indagar se havia sinais objetivos, dentro da esfera funcional de cada um, capazes de deflagrar dever de investigar — e, como exposto adiante, a única controvérsia então existente foi submetida às instâncias técnicas competentes, que não identificaram irregularidade. O terceiro é o da reação: uma vez recebidos os questionamentos, a Diretoria não permaneceu inerte, tendo levado a matéria ao Conselho de Administração, ao Comitê de Auditoria, ao Conselho Fiscal e aos dois auditores independentes, e contratado pareceres externos. A confiança deixa de ser legítima diante de inconsistências evidentes, conflito entre especialistas, ressalvas ou resistência ao fornecimento de informações. Não foi isso o que ocorreu.

227. Acrescento um ponto que reputo relevante. O que hoje se considera *red flag*, o relatório de um investidor com posição vendida, tinha, à época, peso consideravelmente menor. Na verdade, o episódio da Squadra colocou os relatórios dessa natureza em outro patamar na escala de sinais de alerta, e é o grande *leading case* do mercado brasileiro sobre o tema. Há aqui uma dificuldade que recomenda cautela adicional: o parâmetro que se pretende aplicar à conduta dos acusados é, em alguma medida, produto do próprio episódio que se examina.

228. Não ignoro que a vinculação da remuneração dos diretores à valorização das ações poderia suscitar a hipótese de que lhes faltasse incentivo para aprofundar a questão. Os autos, porém, não permitem afirmá-lo, e a própria acusação afastou o dolo (§ 266). Em matéria sancionatória, a dúvida opera em favor dos acusados.

V.C. O PRECEDENTE DO PAS CVM Nº 19957.004207/2021-15

229. Reputo aplicável ao caso o entendimento firmado por este Colegiado no PAS CVM nº 19957.004207/2021-15, de relatoria da Diretora Marina Copola, julgado em 25.08.2026, no qual se examinou a responsabilidade de cinco diretores da Oi S.A. por distorções nas demonstrações financeiras dos exercícios de 2015 e 2016 e por falhas nos controles relativos a depósitos judiciais e contingências.

230. Naquele julgamento, o Colegiado distinguiu com clareza duas ordens de responsabilidade: a de natureza funcional, pela elaboração de demonstrações financeiras inadequadas, e a de natureza subjetiva, por eventual quebra do dever de diligência quanto aos controles internos. A Relatora votou pela absolvição de todos os cinco acusados da imputação de violação ao art. 153 da Lei das S.A., ainda que dois deles tenham sido responsabilizados pela elaboração das demonstrações.



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

231. O dado é especialmente relevante para este processo. Ali havia distorções de enorme materialidade, ajustes bilionários posteriores, procedimentos manuais e reconciliação que poderia ter sido mais ampla e tempestiva. Ainda assim, concluiu-se que a constatação objetiva do erro contábil não autorizava presumir a negligência dos administradores, porque não se demonstrou orientação deliberada para distorcer a contabilidade, porque existiam controles, ainda que imperfeitos e compatíveis com o contexto tecnológico e operacional do período, porque não havia sinais de alerta proporcionais à dimensão posteriormente revelada, e porque, uma vez consolidados os alertas, foram adotadas providências.

232. A lógica se aplica aqui com razão ainda maior. No caso da Oi, o Estatuto Social atribuía a elaboração das demonstrações à diretoria como órgão colegiado, e não havia norma interna designando diretor determinado. No IRB, ao contrário, o Estatuto designava nominalmente o Vice-Presidente Financeiro, e a própria acusação extraiu daí a consequência de imputar as irregularidades contábeis “direta e exclusivamente” a ele. Se a absolvição quanto ao art. 153 se impôs naquele caso, em que todos os diretores tinham competência colegiada sobre a matéria, com mais razão se impõe neste, em que os acusados não a tinham.

233. Nesse contexto, não basta afirmar que os acusados poderiam ter sido mais diligentes. Seria preciso indicar qual conduta concreta era exigível, em que momento deveria ter sido praticada, quais informações permitiriam adotá-la, de que modo ela teria evitado ou reduzido a distorção e porque cabia especificamente a cada um deles adotá-la. A formulação de que deveriam “ter fiscalizado melhor” não especifica o objeto da fiscalização, o alcance do dever, o momento da intervenção nem a relação entre a alegada omissão e o resultado.

234. A ausência de nexo é particularmente sensível quando a falha nasce em área não subordinada ao acusado, quando a decisão contábil foi tomada por profissionais especializados sob competência estatutária diversa, quando o acusado não participou da aprovação técnica, quando as informações disponíveis não revelavam a distorção e quando os mecanismos ordinários de controle não a apontaram. É o que se verifica em relação a ambos.

V.D. RESSALVA: A ATUAÇÃO DOS DIRETORES CONFORME SUAS FUNÇÕES

235. Faço apenas uma ressalva, que reputo de crucial relevância.

236. É essencial que, nas companhias, os diretores atuem de acordo com suas funções e competências. Os autos sugerem uma postura relativamente atrofada, especialmente do Diretor-Presidente, em relação às suas atribuições, com aparente delegação excessiva da gestão ao Vice-Presidente Financeiro.



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

237. Esse arranjo não é incomum no mercado de capitais brasileiro. Em alguns casos, observam-se diretores-presidentes extremamente centralizadores, que na prática exercem e dão a última palavra em quase todas as decisões da companhia. Em outros, verifica-se a figura do diretor-presidente passivo, que delega ao diretor financeiro as decisões mais importantes. Nenhum desses cenários é salutar, e ambos merecem análise detida, para que as companhias não os deixem ocorrer.

238. Vale explicitar porque ambos os extremos são problemáticos. A diretoria estatutária não se confunde com uma estrutura hierárquica comum: cada diretor é administrador investido diretamente no cargo, com deveres fiduciários próprios, e não subordinado do Diretor-Presidente. Delegar é legítimo e necessário; o problema começa quando a delegação se converte em abdicação. No extremo oposto, a coordenação converte-se em usurpação, e os demais diretores permanecem formalmente investidos enquanto suas funções materiais se esvaziam. Em qualquer dos casos, a distribuição estatutária de competências deixa de corresponder à organização real do poder, e é essa correspondência que a governança pressupõe.

239. Acrescento que o diretor cujas atribuições sejam esvaziadas não fica, por isso, liberado de seus deveres enquanto permanecer no cargo. Espera-se dele reação proporcional: solicitar acesso às informações, registrar discordância, convocar reunião de diretoria, comunicar o conselho de administração, informar o comitê de auditoria ou o conselho fiscal e, se for o caso, recusar assinatura e aprovação que não possa sustentar. A Lei das S.A. confere relevância expressa à divergência consignada em ata ou comunicada por escrito. Não se trata de estimular administração defensiva, com registro de divergência sobre todo assunto, mas de documentar as questões materialmente relevantes em que haja descompasso entre a responsabilidade formal e o poder efetivamente exercido.

240. A observação alcança também o Conselho de Administração, a quem compete eleger e destituir diretores, fixar suas atribuições e fiscalizar sua gestão. Sinais como a apresentação de todos os assuntos exclusivamente por um diretor, respostas técnicas dadas por quem não é o responsável pela matéria, contato do auditor restrito a um único interlocutor, unanimidade constante em assuntos complexos e organograma real divergente do estatutário deveriam provocar exame antes que uma irregularidade os revele.

241. Registro a observação para que desta decisão não se extraia consequência que ela não autoriza. A absolvição decorre da impossibilidade de identificar, nos autos, providência concreta, exigível naquelas circunstâncias. Não decorre da validação do padrão de atuação descrito no parágrafo anterior.



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

V.E. CONCLUSÃO

242. Em síntese: ainda que se reconheça a existência objetiva de distorções nas demonstrações financeiras e de fragilidades nos controles internos da Companhia, o conjunto probatório não permite concluir que os acusados tenham violado o dever de diligência. Nenhum deles detinha atribuição estatutária para fazer elaborar as demonstrações financeiras, como a própria acusação reconhece; não participaram da definição do tratamento contábil questionado; não há prova de que tenham fornecido informação incorreta a partir de suas áreas; não receberam alerta suficientemente claro sobre a distorção; e não permaneceram inertes diante dos questionamentos que se tornaram conhecidos. Permanecem, no mínimo, dúvidas substanciais sobre a existência de dever funcional específico, sobre o conhecimento da irregularidade, sobre a presença de sinais de alerta e sobre o nexo causal entre suas condutas e as distorções apuradas — lacunas que, em processo administrativo sancionador, não podem ser preenchidas por presunções fundadas exclusivamente na posição ocupada.

243. Ante o exposto, e com fundamento nos arts. 153, 158, §§ 1º e 3º, da Lei das S.A., VOTO pela ABSOLVIÇÃO de JOSÉ CARLOS CARDOSO e de LÚCIA MARIA DA SILVA VALLE da imputação de infração ao art. 153 da Lei das S.A., por não restar caracterizada, em relação às suas condutas individuais, falta ao dever de diligência no exercício de suas funções na Diretoria Estatutária do IRB – Brasil Resseguros S.A.

VI. CONCLUSÃO GERAL

244. Por todo o exposto, VOTO:

- (i) pela absolvição de Ivan de Souza Monteiro da imputação de infração ao art. 153 c/c o art. 142, inciso III, da Lei das S.A., por não ter restado caracterizada, em relação à sua conduta individual, falta ao dever de diligência ou ao dever de vigilância sobre os atos da Diretoria do IRB – Brasil Resseguros S.A., nos termos dos arts. 153, 142, inciso III, e 158, § 1º, da Lei das S.A.;
- (ii) pela absolvição de Fernando Passos das imputações de infração aos arts. 154, *caput*, e 176 da Lei das S.A., por entender que as condutas descritas na acusação, tal como formuladas, integram o mesmo desígnio já sancionado por este Colegiado no PAS 3611 e não comportam sanção autônoma, não cabendo a esta Autarquia impor nova sanção pelo mesmo desígnio, independentemente da pendência de recurso ao CRSFN naquele processo;



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) pela absolvição de José Carlos Cardoso da imputação de infração ao art. 153 da Lei das S.A., por não ter restado caracterizada, em relação à sua conduta individual, falta ao dever de diligência no exercício de suas funções na Diretoria Estatutária do IRB – Brasil Resseguros S.A., com a ressalva constante do item V.D supra; e
- (iv) pela absolvição de Lúcia Maria da Silva Valle da imputação de infração ao art. 153 da Lei das S.A., por não restar caracterizada, em relação à sua conduta individual, falta ao dever de diligência no exercício de suas funções na Diretoria Estatutária do IRB – Brasil Resseguros S.A., com a mesma ressalva.

É como voto.

Rio de Janeiro, 06 de outubro de 2026.



Documento assinado digitalmente

IGOR MUNIZ

Data: 09/10/2026 16:07:37-0300

Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Igor Muniz
Diretor