



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Rua Teixeira da Silva, 217/8º e 9º Andares, Vila Mariana, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil
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.

Relator: Diretor Igor Muniz

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Acompanho integralmente o voto do Diretor Relator, inclusive quanto à rejeição das preliminares e à absolvição de todos os acusados. Adiro, em especial, ao entendimento de que a relação entre as condutas imputadas a Fernando Passos e a manipulação de preços já sancionada no PAS CVM nº 19957.003611/2020-91 (“PAS 3611”) é questão prejudicial ao mérito, e de que, admitida a tese acusatória em sua integralidade, não remanesce conteúdo de desvalor autônomo a sancionar. De todo modo, trago algumas considerações complementares.

II. ALGUMAS QUESTÕES RELATIVAS A PROVAS

2. O processo suscitou um tema que reputo relevante para além do caso concreto: as garantias do acusado quanto ao acesso à prova que contra ele se utiliza, em especial quando essa prova consiste em trechos de diálogos selecionados por terceiro.

3. A defesa de Fernando Passos sustentou que jamais teve acesso à íntegra das mensagens extraídas na investigação interna conduzida pela Companhia, das quais a Peça Acusatória reproduz excertos. Alegou, ainda, que a seleção foi feita por parte interessada no desfecho, que mantém litígio arbitral contra ele. Pediu a apresentação dos dados originais, dos aparelhos e do documento que descreve as técnicas e ferramentas empregadas na extração, e, subsidiariamente, o desentranhamento das mensagens. O pedido de acesso ao material remonta a 2.7.2020, ainda na fase de inquérito (Doc. SEI nº 1048644 do PAS CVM nº 19957.003612/2020-35).

4. O Relator rejeitou a preliminar e indeferiu a disponibilização de dados e aparelhos, por não estarem em poder desta Autarquia (§§ 12 e 20 do voto). Estabeleceu, além disso, que as mensagens não seriam tratadas como prova autossuficiente e que, para formar convicção, deveriam encontrar amparo em fonte distinta, externa e independente (§§ 14 a 19). Concordo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

com o resultado e, sobretudo, com esse padrão de corroboração, que incorpora a substância da preocupação da defesa. Peço licença para acrescentar duas considerações, que dizem respeito à integralidade da prova e ao fundamento pelo qual se pode recusar o acesso a ela (seções II a IV). Em seguida, compartilho a análise de mérito que havia iniciado antes de conhecer o voto de relatoria (seção V) e uma via complementar de fundamentação para a prejudicialidade reconhecida pelo Relator (seção VI), além de considerações sobre as imputações dirigidas a José Carlos Cardoso e a Ivan de Souza Monteiro (seção VII).

5. Um diálogo é uma unidade de sentido. Uma mensagem isolada pode significar uma coisa e, lida com o que veio antes e depois, significar outra: uma ironia, uma hipótese descartada na linha seguinte, uma pergunta que ficou sem resposta, uma proposta que o interlocutor recusou. Quem recorta o trecho escolhe, entre esses sentidos possíveis, aquele que interessa ao que pretende demonstrar. A seleção já é, ela própria, no mínimo, um ato de interpretação, podendo alcançar até o campo da distorção e mesmo da inversão de sentido, em casos extremos.

6. Daí decorre, a meu ver, uma regra simples: ou se dá acesso ao diálogo inteiro, ou não se usa nenhuma parte dele como fundamento de acusação. O trecho isolado pode orientar a investigação, sugerir diligências, indicar onde procurar. O que não pode é sustentar uma imputação sem que a defesa tenha meios de verificar se o recorte é fiel ao todo.

7. A razão é de contraditório, e não apenas de autenticidade. Sem acesso à conversa, a defesa não tem como mostrar que o contexto altera o sentido do excerto, e a exigência de que prove, por conta própria, eventual distorção aproxima-se de uma prova impossível. O Superior Tribunal de Justiça já reconheceu que a apresentação de parcela do material, filtrada sem participação da defesa, ofende a paridade de armas, e que a perda da integralidade da prova inviabiliza a refutação da tese acusatória (REsp nº 1.795.341/RS e HC nº 160.662/RJ, ambos invocados pela defesa). No mesmo sentido, a Súmula Vinculante nº 14 assegura ao defensor acesso amplo aos elementos de prova já documentados, e a Lei 9.784 garante ao interessado vista dos autos e direito à produção de provas (arts. 2º, parágrafo único, X, e 3º, II).

8. A preocupação é mais aguda quando quem seleciona é parte com interesse no resultado. Foi o que registrei no PAS CVM nº 19957.003612/2020-35 (“PAS 3612”), também relativo ao IRB e no qual votei pela absolvição dos acusados (§ 11 do voto-vista), a propósito de afirmações de integrantes de companhia em litígio com o acusado: o interesse defensivo justifica ceticismo diante da negativa do acusado, mas o interesse contrário justifica cautela equivalente diante de quem o acusa. Aqui, os excertos foram extraídos e transcritos por auditoria forense contratada pela Companhia (Doc. SEI nº 1853612), que, segundo a defesa, mantém procedimento arbitral contra o acusado Fernando Passos.

9. A regra que proponho não colide com o padrão de corroboração adotado pelo Relator; entendo que apenas o complementa. A corroboração responde à pergunta sobre a confiabilidade



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

do conteúdo: o que a mensagem afirma encontra apoio em fonte independente? A integralidade responde a outra: o trecho, ainda que autêntico, diz o que parece dizer? Um excerto pode ser verdadeiro e, ainda assim, enganoso, se separado do seu contexto.

10. Faço uma delimitação. A integralidade de que falo é a do diálogo do qual o trecho foi extraído, isto é, a conversa entre aqueles interlocutores no período necessário à reconstrução do contexto. Não se trata de exigir a entrega de todo o conteúdo de um aparelho, o que poderia expor comunicações privadas de terceiros sem relação com os fatos. Definir esse perímetro de forma razoável é tarefa de quem conduz a instrução.

- ***“Não tenho, logo indefiro”***

11. A resposta dada ao pedido da defesa, pela Área Técnica, em sua Manifestação Técnica (Doc. SEI nº 2298483, Ponto C.2), e, antes, no PAS 3611, foi, em substância, a de que a CVM não detém os aparelhos nem os dados brutos, porque as mensagens lhe foram entregues já transcritas pela Companhia. Como descrição de fato, é exata. Como razão para recusar o acesso, não me parece suficiente.

12. Quem acusa sem ter a íntegra de uma prova tem diante de si duas saídas legítimas, quando o acusado a contesta. Pode dizer: “não tenho, então vou obter, para que a prova seja legítima, porque sujeita ao contraditório”. Ou pode dizer: “não tenho e, se não pretendo obter, não posso usar”. O que não me parece sustentável é a via adotada pela Acusação: não ter, não obter e, ainda assim, usar.

13. O “não ter”, além disso, raramente é uma contingência. A CVM dispõe de poder legal para requisitar documentos, inclusive arquivos eletrônicos de qualquer natureza, de companhias abertas (art. 9º, I, da Lei 6.385). No caso, quem detinha o material completo era justamente a Companhia que conduziu a investigação e entregou os excertos. Obter a íntegra estava ao alcance da Autarquia, e a instrução de ofício é dever da Administração (art. 29 da Lei 9.784 e art. 42 da Resolução CVM 45).

14. Também não me parece adequado transferir à defesa o ônus de demonstrar, concretamente, a adulteração de um material a cuja íntegra ela nunca teve acesso. O ônus do acusado de provar o que alega (art. 42 da Resolução CVM 45) pressupõe que lhe sejam dados os meios de fazê-lo. Quando a acusação escolhe usar um recorte, o ônus de oferecer o todo é de quem o usa.

15. Registro que, neste processo, nenhuma destas considerações altera a solução adotada pelo Relator. Seu voto, de forma coerente com a segunda das saídas acima, não utiliza as mensagens como fundamento de conclusão desfavorável a qualquer acusado: quanto a Fernando Passos, declara desnecessária sua valoração, em razão do caráter prejudicial da questão examinada (§ 146), e os demais foram absolvidos. Na prática, parece-me que o caso seguiu um



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

caminho equivalente ao que simplifiquei acima como “não tenho, então não uso”. Minha observação dirige-se à premissa, para que não se extraia deste julgamento a ideia de que a ausência do material em poder da CVM bastaria, por si só, para recusar o pedido de acesso em casos em que a prova venha a ser efetivamente utilizada. A segunda saída, aliás, corresponde ao exercício que propus no PAS 3612, quando parte da prova foi desentranhada por determinação judicial: a suficiência do que remanesce deve ser examinada como se o material excluído nunca tivesse existido (§ 7 de meu voto-vista naquele processo). O mesmo vale para o material cuja íntegra não se oferece à defesa.

- *Ausência de prejuízo e pedidos remanescentes*

16. Acrescento uma razão às do Relator para que não se reconheça nulidade por cerceamento de defesa. Não há nulidade sem prejuízo. O Código de Processo Penal, cujas garantias o Relator lembra serem aplicáveis, com as devidas adaptações, ao processo sancionador (§ 170), enuncia a regra expressamente: nenhum ato será declarado nulo se da nulidade não resultar prejuízo para a acusação ou para a defesa (art. 563), nem se não houver influído na apuração da verdade substancial ou na decisão da causa (art. 566). Especificamente quanto à defesa, a Súmula nº 523 do Supremo Tribunal Federal segue a mesma lógica: sua deficiência só anula o processo se houver prova de prejuízo para o réu. No mesmo sentido, quando o mérito pode ser decidido em favor da parte a quem aproveitaria a nulidade, ela não deve ser pronunciada (art. 282, § 2º, c/c art. 15 do Código de Processo Civil). Todos os acusados estão sendo absolvidos. O próprio precedente invocado pela defesa situa o cerceamento na hipótese em que a parte tem obstada a produção da prova e, em seguida, sofre julgamento contrário por falta dela (STJ, REsp nº 1.640.578/RS), o que aqui não ocorre.

17. Pela mesma razão, considero prejudicados os pedidos de prova formulados por Fernando Passos que não foram objeto de pronunciamento específico:

- a apresentação do documento elaborado pelos profissionais responsáveis pela extração, com as técnicas e ferramentas utilizadas. O Relatório de Investigação da Operação Castelo (Doc. SEI nº 1939076) descreve a metodologia de processamento e revisão do material (itens 3.2 a 3.4), mas registra que os dados dos dispositivos móveis foram recebidos já coletados pela KPMG, sem descrever essa extração, e que não houve acesso ao celular de Fernando Passos (item 2.2). O pedido foi, assim, atendido apenas em parte;
- o acesso a todo o material enviado pela Companhia à CVM no curso das apurações, formulado desde 2.7.2020; e
- a reinquirição, com participação da defesa, das doze pessoas ouvidas na fase de inquérito, requerida na petição de 11.6.2025, que não foi mencionada no relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

18. Nenhum desses elementos é necessário à conclusão a que chega o Colegiado, que não depende da prova cuja integridade se questiona. Entendo, porém, que seu exame seria necessário se não houvesse a prejudicialidade constatada pelo Il. Relator.

19. Por fim, registro uma recomendação para casos futuros. Quando a acusação pretender se apoiar em comunicações obtidas por terceiros, especialmente por parte em litígio com o acusado, é desejável que a Superintendência responsável pela instrução requirite a íntegra dos diálogos pertinentes ainda na fase de investigação e a disponibilize à defesa, delimitando o perímetro de forma a preservar comunicações sem relação com os fatos. Isso evita que a questão chegue ao julgamento sem resposta e fortalece a própria prova acusatória. Não se trata de crítica ao trabalho realizado: como registrei no PAS 3612 (§ 8 do voto-vista), as limitações probatórias desse conjunto de casos não podem, em regra, ser atribuídas a quem formulou a acusação, que trabalhou com o que parecia suficiente à época. Tal crítica padeceria do mesmo viés de retrovisor com que frequentemente se faz reparo a certas acusações. A recomendação visa apenas a evitar que o problema se repita.

III. SOBRE O MÉRITO DAS IMPUTAÇÕES CONTÁBEIS

20. Como iniciei a análise do caso antes de o Il. Relator ter compartilhado sua primeira minuta, não me havia ocorrido a inteligente aplicação do *ne bis in idem*, que elimina pela raiz a acusação feita a Fernando Passos; assim, já havia iniciado o exame de suas ramificações, quanto ao mérito das imputações de irregularidades de contabilização. Desse modo, já tendo tido o trabalho, creio mais proveitoso compartilhá-lo, ainda que o considere, pelas doughtas razões desenvolvidas no voto de relatoria, prejudicado.

21. A imputação dirigida a Fernando Passos apoia-se em duas camadas. A materialidade das irregularidades vem das Representações Eletrônicas da SUSEP, sobretudo a de nº 4/2020, as quais, segundo a Peça Acusatória, “resumem e são suficientes” para caracterizá-las (§ 12) e demonstraram “exaustivamente” os fatos (§ 204). A intenção, isto é, o “deliberadamente” dos §§ 219 e 369 e o desvio de finalidade do art. 154, vem das mensagens obtidas na investigação interna (§§ 205 a 213). Ambas as camadas apresentam fragilidades que, mesmo sem o *bis in idem*, dificultariam a condenação nos termos imputados.

- ***Fragilidades transversais***

22. A primeira é um descompasso entre o objeto da imputação e a prova reunida. O art. 176 da Lei das S.A. refere-se às demonstrações elaboradas ao fim de cada exercício, e a acusação recai sobre as demonstrações de 2019, divulgadas em 18.02.2020. A maior parte dos achados da SUSEP, porém, refere-se às informações trimestrais de 30.06.2019 ou a balancetes mensais. Eventual irregularidade em ITR seria matéria do art. 29 da Instrução CVM nº 480/2009, que não foi imputado, e a Peça não demonstra, item a item, o reflexo de cada achado nas demonstrações de 31.12.2019. Como observei no PAS 3612, o juízo sancionador não pode, no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

momento do julgamento, substituir a imputação formulada por outra que lhe pareça mais bem ajustada aos fatos (§ 39 do voto-vista).

23. A segunda é que a própria área técnica desta Autarquia já havia avaliado esses apontamentos. O Relatório de Análise nº 74/2020-CVM/SEP/GEA-5 (Doc. SEI nº 1938843) concluiu que os elementos então reunidos, notadamente os apontamentos da SUSEP sobre as demonstrações intermediárias de 30.06.2019, “ainda não foram suficientes para indicar inconsistências materiais e relevantes”. A matéria foi encaminhada à SPS justamente para aprofundamento, que, quanto ao exame técnico das questões contábeis, não ocorreu: a Peça adota as conclusões da SUSEP como suficientes.

24. A terceira decorre da anterior. Várias das regras invocadas pela SUSEP têm natureza prudencial, voltada à cobertura das provisões técnicas e à solvência, como a Circular SUSEP nº 517/2015 e as Orientações ao Mercado sobre Provisões Técnicas. Não diminui a importância dessas regras nem a competência da SUSEP para sancionar seu descumprimento, o que, aliás, é objeto de processos próprios naquela autarquia. Registro apenas que a infração a uma regra prudencial não equivale, automaticamente, à elaboração de demonstrações que deixam de exprimir com clareza a situação patrimonial, para fins do art. 176. Esse exame, à luz dos pronunciamentos contábeis aprovados pela CVM, caberia à acusação.

25. A quarta diz respeito à reapresentação das demonstrações. Os ajustes descritos na Nota Explicativa 1.4 das demonstrações reapresentadas (Termo de Acusação, § 129) foram, principalmente: sinistros avisados e não contabilizados ou contabilizados fora de competência (R\$ 471,7 milhões); reversão indevida de sinistros no exterior; reversão do ganho na venda do Park Shopping e de sala comercial; remensuração de cotas de fundo; e remensuração da bonificação do Programa de Superação. Itens centrais do catálogo da SUSEP, como o PREVIRB, o ressarcimento Eletronorte, a Provisão de Sinistros a Liquidar (PSL) da Brasilseg, o índice de sinistralidade e o Minas Shopping, não aparecem nessa relação; quanto aos ressarcimentos, a nota registra apenas a reclassificação de R\$ 82,8 milhões da conta redutora da PSL para o ativo, conforme recomendação da SUSEP. Se a nova administração, assessorada por auditoria forense e sob escrutínio do auditor independente e dos reguladores, não reapresentou esses itens, há indício relevante de que os tratamentos adotados estavam dentro do aceitável ou eram imateriais.

26. A quinta é que os valores agregados citados pela acusação não foram segregados. A redução de R\$ 553 milhões no lucro e a elevação da PSL de R\$ 2,634 bilhões para R\$ 3,624 bilhões (§§ 130 e 206) reúnem, indistintamente, correção de erros (inclusive diferenças de sistema legado em saldos de 1º.01.2018), revisões de estimativa e efeitos de fraude. O Pronunciamento Técnico CPC 23 distingue essas categorias (itens 5 e 48), e somente parte delas pode ser atribuída a uma conduta deliberada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

27. A sexta diz respeito à prova da intenção. A modalidade deliberada, que a Acusação imputa, depende das mensagens da investigação interna, que, pelo padrão adotado pelo Relator (§§ 14 a 19 de seu voto) e a que adiro, exigiriam corroboração por fonte distinta e independente. Nos itens em que examinou o elemento subjetivo, a própria SUSEP registrou não ter comprovado dolo: da mesma forma registrou quanto ao índice de sinistralidade (Peça Acusatória, § 16) e ao ressarcimento Eletronorte (§ 35).

28. A sétima diz respeito à autoria nas matérias atuariais. O Estatuto atribuía ao Vice-Presidente Financeiro a área de contabilidade, mas o cálculo das provisões técnicas cabia ao atuário responsável técnico, sob supervisão do diretor responsável técnico perante a SUSEP, que era José Carlos Cardoso (Resolução CNSP nº 321/2015, art. 2º-A; Peça Acusatória, § 85). O processamento de sinistros, por sua vez, situava-se na linha operacional subordinada ao Diretor-Presidente (§§ 226 e 231). Desconsideradas as mensagens, Fernando Passos poderia invocar, quanto a essas matérias, a mesma confiança legítima em terceiros tecnicamente habilitados que o Relator reconheceu aos demais administradores, reforçada pela existência de auditoria atuarial independente.

- ***Os itens da acusação***

29. *Índice de sinistralidade* (56,1% informado, ante 60,9% calculado pela SUSEP, no ITR de 30.06.2019). Trata-se de indicador, não de estimativa, e o valor digitado sobre a fórmula sugere intervenção. A SUSEP, contudo, não identificou autor nem comprovou dolo (§ 16), e o achado refere-se ao ITR, não às demonstrações anuais.

30. *PSL da carteira rural da Brasilseg* (ITR de 30.06.2019). Cuida-se aqui de estimativa atuarial. A conclusão da SUSEP de que, à falta de estudo de melhor estimativa, deveria ser contabilizado o valor integral informado pela cedente é regra prudencial; o efeito apontado no resultado foi de R\$ 40,7 milhões, líquido de retrocessão (§ 24). O argumento mais forte da acusação é o de que a Companhia conhecia os eventos climáticos à época (§ 23), o que desloca a discussão para a razoabilidade da estimativa diante da informação disponível.

31. *Expectativa de salvados e ressarcidos e caso Eletronorte*. Dos R\$ 467,3 milhões questionados, R\$ 408,9 milhões correspondem ao ressarcimento Eletronorte. A questão é de classificação: ativo, à luz do item 33 do CPC 25, por se tratar de ganho praticamente certo, ou redutor da PSL. A SUSEP reconheceu que a avaliação de êxito estava amparada em pareceres externos e na manifestação do jurídico interno, que o auditor independente concordou com o registro e que o dolo não foi comprovado (§ 35). O efeito principal recai sobre a cobertura regulatória das provisões, mais do que sobre o patrimônio líquido. Em desfavor da defesa, permanecem a apresentação líquida e a falta de demonstração dos valores registrados entre 06/2018 e 05/2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

32. *PREVIRB*. A divergência é de classificação entre resultado e outros resultados abrangentes (CPC 33, item 57, “d”). A própria Squadra tratou o tema como ganho não recorrente, sem alegar irregularidade, e o item, ao que consta, não integrou a reapresentação.

33. *Fundos imobiliários exclusivos*. O apontamento é de insuficiência de divulgação (CPC 46, itens 91 e 92), por falta de segregação entre receitas de aluguel e ajustes a valor justo. Omissão de detalhamento em nota explicativa não se confunde com informação falsa, e a classificação das cotas a valor justo por meio do resultado é defensável.

34. *Minas Shopping*. A SUSEP apontou o registro da venda em abril de 2019, quando os requisitos só teriam sido atendidos em junho (§ 51). Se essa conclusão estiver correta, o registro e o fato gerador ocorreram no mesmo trimestre, sem reflexo no ITR de 30.06.2019 e, menos ainda, nas demonstrações anuais. A carta da Squadra indica escritura em 10.07.2019 (§ 156, “g”), o que afetaria o ITR, mas não as demonstrações de 2019. A reversão de ganho imobiliário feita na reapresentação refere-se ao Park Shopping. Resta a depreciação de R\$ 6,2 milhões desconsiderada na equivalência patrimonial e a mensagem de 15.05.2019, que revela intenção de antecipar o registro. Ainda que se admita a irregularidade, um descompasso de competência confinado ao interior de um trimestre, sem reflexo em nenhuma informação periódica divulgada ao mercado, aproxima-se do que, no PAS 3612, considere de materialidade muito reduzida: possível subsunção do fato à norma, sem prejuízo ao bem jurídico tutelado suficiente para justificar a imposição de penalidade (§ 15 do voto-vista).

35. *Ressarcimento TAM* (R\$ 65 milhões). É o item em que a defesa encontraria maior dificuldade. Não há espaço de escolha em mensurar o direito a receber e a obrigação correlata por taxas de câmbio de datas distintas: itens monetários são convertidos pela taxa de fechamento (CPC 02, item 23), e a contabilidade de hedge exige designação e documentação formais no início da relação (CPC 38, item 88). As notas explicativas, ademais, afirmavam efeito “praticamente nulo” enquanto os valores nelas informados indicavam diferença de R\$ 48 milhões (§ 42). E a SUSEP atribuiu responsabilidade pessoal a Fernando Passos com base em Nota Técnica por ele assinada e na defesa que ele próprio fez da operação perante a fiscalização (§§ 46 a 49), elementos independentes das mensagens.

36. *Sinistros não registrados ou registrados fora de competência* (R\$ 471,7 milhões). O item de maior materialidade não consta da Representação nº 4/2020; provém da investigação interna. Deixar de registrar sinistro avisado não é questão de julgamento. Há espaço de julgamento apenas nas baixas de PSL por decurso de prazo, amparadas em nota técnica jurídica de 2015 e objeto de teste retrospectivo pelo auditor independente, que estimou impacto de R\$ 27,5 milhões. A autoria de Fernando Passos, porém, depende das mensagens, já que o processamento de sinistros estava na linha operacional. Registro que há ao menos um ponto de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

corroboração: a mensagem de 07.06.2019, que sugere buscar ajustes “na base do exterior”, coincide com um dos ajustes da reapresentação, a reversão indevida de sinistros no exterior.

- ***O espaço de julgamento profissional e seus limites***

37. Parte relevante dos itens envolve estimativas ou escolhas de classificação. O uso de estimativas razoáveis não reduz a confiabilidade das demonstrações, e sua revisão posterior não caracteriza erro (CPC 23, itens 33 e 48). Uma estimativa é representação fidedigna quando apresentada como tal e quando não há erro na seleção e na aplicação do processo que a produziu (CPC 00 (R1), item QC15). Para concluir pela infração ao art. 176 nesses itens, seria preciso demonstrar que a escolha estava fora do intervalo razoável, à luz da informação disponível à época; não basta que o regulador prudencial calcule de outro modo, nem que o número tenha sido revisto depois. É a mesma advertência contra o juízo retrospectivo que o Relator desenvolve no item II.A.3 de seu voto, e que registrei, a propósito do dever de diligência, no PAS 3612: aferição pelo processo, não retrospectivamente pelo desfecho (§ 42 do voto-vista).

38. O argumento tem limite claro. A representação fidedigna exige neutralidade, e uma escolha em tese admissível, feita para atingir um número previamente desejado, deixa de ser neutra. Se as mensagens fossem sujeitas ao contraditório e ainda mantivessem o teor aparente que seu recorte insinuou, o espaço de julgamento perderia força justamente nos itens em que elas indicam direcionamento, como a redução do IBNR relatada pelo diretor técnico em 15.5.2019. Mas não se pode inferir juízo negativo de prova incompleta e ilegítima. Por isso, o argumento produz efeito sobretudo em conjunto com o que afirmei no § 27: sem as mensagens, restam divergências técnicas, várias sem dolo demonstrado pela própria SUSEP, o que é incompatível com uma imputação na modalidade deliberada.

- ***Síntese***

39. Se não houvesse a questão prejudicial, a imputação do art. 154 dificilmente subsistiria, porque a finalidade de benefício próprio que a caracteriza depende, na tese acusatória, das mensagens. Como observei no PAS 3612, o dever de lealdade remete à pergunta sobre quais resultados foram pretendidos e para quem (§ 19 do voto-vista), e o desvio de finalidade pressupõe o elemento volitivo (§ 41 do voto-vista, com remissão ao PAS CVM nº 19957.003158/2024-46, de minha relatoria, julgado em 11.11.2025). A do art. 176, por sua vez, ficaria reduzida a um núcleo, composto pelo caso TAM, pela reversão de sinistros no exterior e, se corroborada a autoria, pela falta de registro de sinistros avisados. Mesmo quanto a esse núcleo, a convicção dependeria da valoração das mensagens à luz do padrão de corroboração; e, como registrei no PAS 3612 (§ 11 do voto-vista), a percepção de que a versão acusatória é mais provável do que a defensiva não basta para a condenação quando essa percepção é ela própria revestida de dúvida considerável. Os demais itens cairiam por se situarem no campo do julgamento técnico, por não afetarem as demonstrações anuais ou por falta de demonstração



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

técnica própria. Não afirmo, com isso, que nada de irregular tenha havido; afirmo apenas que o que se reuniu não sustentaria, com o rigor exigido, a condenação pela totalidade do que se imputou. Repito a ressalva que fiz no PAS 3612 (§ 39 do voto-vista): absolver por insuficiência de prova ou por inadequação do tipo escolhido não equivale a declarar regular a conduta.

40. Observo, por fim, que o núcleo remanescente é precisamente o de vinculação mais evidente ao propósito de elevar os resultados reportados ao mercado. O exame do mérito, portanto, me parece reforçar a conclusão do Relator; ele reforça a leitura de que o desvalor das condutas imputadas reside na introdução de informação inverídica no mercado, já reprovada no PAS 3611.

IV. A CONSUNÇÃO COMO VIA COMPLEMENTAR

41. Ao lado da unidade de desígnio desenvolvida pelo Relator, há uma via complementar que conduz ao mesmo resultado: a consunção. Ainda que se tratassem a elaboração das demonstrações financeiras e a disseminação da notícia falsa sobre a Berkshire Hathaway como fatos distintos, a infração que funciona como meio seria absorvida por aquela que constitui o fim. O tema foi suscitado pela defesa de José Carlos Cardoso (item III.C), com apoio em abalizada doutrina que admite o concurso aparente de normas no direito administrativo sancionador (OSÓRIO, Fábio Medina. Direito Administrativo Sancionador, pp. 406-411). O Colegiado já aplicou a consunção em processos sancionadores¹, e tenho adotado o mesmo critério em meus votos²: quando uma infração é meio para a prática de outra, mais grave, na qual se esgota seu potencial lesivo, somente esta é sancionada. No interior deste processo, a mesma lógica já está presente no voto de relatoria: a imputação do art. 154 apenas qualifica, pela finalidade, a conduta descrita sob o art. 176 (§ 173).

42. A analogia que me parece mais próxima, no direito penal, é a do Enunciado nº 17 da Súmula do Superior Tribunal de Justiça, segundo o qual o falso que se exaure no estelionato, sem mais potencialidade lesiva, é por este absorvido. Na narrativa acusatória, a distorção das demonstrações financeiras era o meio estrutural para sustentar a cotação, e a sustentação da cotação, com reflexo na remuneração de quem praticou a conduta, era o fim.

43. Uma figura ajuda a visualizar tanto a construção do Relator quanto a da consunção. Imagine-se alguém já condenado por homicídio doloso por ter jogado a vítima pela janela do segundo andar, com a motivação ulterior de se beneficiar financeiramente de sua morte. Imagine-se que essa mesma pessoa seja depois acusada, em outro processo, por ter desferido na

¹ PAS RJ2015/6143, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 24.04.2018, § 47 (falta aos deveres fiduciários absorvida pela negociação excessiva); e PAS RJ2020/1228 (SEI nº 19957.010573/2019-99), Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. 21.12.2021, §§ 48 a 50 (uso de senha de investidora como infração-meio absorvida pelo *churning*).

² Manifestação de voto no PAS 19957.005390/2017-90, Rel. Dir. Otto Lobo, j. 29.05.2023, § 133; voto no PAS 19957.000596/2019-95, de minha relatoria, j. 29.08.2023, § 11; manifestação de voto no PAS 19957.001830/2021-16, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. 02.07.2024, § 11; e voto no PAS 19957.009395/2021-78, de minha relatoria, j. 15.04.2025, § 20.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

vítima um golpe de martelo no crânio, logo antes de empurrá-la pela janela. A martelada e a defenestração são atos materiais distintos, mas não haveria hesitação em reconhecer que ambos serviram ao mesmo desígnio, já reprovado na condenação por homicídio, e que puni-la autonomamente como lesão corporal seria punir duas vezes a mesma morte. No caso, a defenestração corresponde à notícia falsa sobre a Berkshire Hathaway, já sancionada no PAS 3611; a martelada, à alteração das demonstrações financeiras, que a antecedeu e que a acusação atribui ao mesmo propósito.

44. Seria plausível objetar que a alteração das informações contábeis não era necessária à manipulação, pois a notícia sobre a Berkshire Hathaway teria produzido seus efeitos de qualquer modo. A objeção pressupõe uma clareza causal que não existe quando se age sobre um efeito indireto. Quem procura influenciar a cotação de uma ação atua sobre uma cadeia causal complexa e imprevisível, mediada pelas decisões de inúmeros investidores, e não pode antever os efeitos exatos de cada ato que pratica. Melhorar as demonstrações financeiras para além dos limites da discricionariedade pode, é claro, servir ao propósito alegado pela acusação; mas não há como prever, no momento da prática, que atingirá efetivamente o efeito pretendido. O mesmo pode ser dito de qualquer ato de intenção manipulativa. Depois de praticado, pode-se constatar se houve ou não correlação e, a partir dos elementos disponíveis, inferir se houve ou não causalidade. Não, porém, no momento em que os atos são praticados.

45. Além disso, é a própria acusação quem afirma que a alteração contábil imputada ao acusado tinha o propósito de melhorar sua remuneração, vinculada à cotação das ações da Companhia (Peça Acusatória, § 218). Na alegoria, é como se a promotoria se opusesse à consunção e pretendesse condenação autônoma por lesão corporal, ao argumento de que a martelada não era necessária para causar a morte, uma vez que, em seguida ao golpe, o autor defenestrou a vítima. A defesa poderia responder que foi a própria acusação quem atribuiu à martelada o objetivo de se beneficiar da morte; e que, embora a vítima tenha falecido após chocar-se com o solo, não seria possível ter certeza de que a queda do segundo andar bastaria, sozinha, para provocar o óbito; sequer seria possível dizer que a provocou. Como se sabe, 100% das pessoas que confundem correlação com causalidade acabam morrendo.

46. Algo semelhante ocorre aqui. A notícia de que a Berkshire Hathaway teria investido no IRB pode parecer prescindir de informações contábeis adulteradas. Mas, se tivesse sido veiculada diante de demonstrações financeiras que retratassem uma companhia em ruína, o objetivo de manter as cotações elevadas estaria, no mínimo, consideravelmente prejudicado. Uma coisa alimenta a outra, assim como diferentes atos potencialmente causadores de um efeito se reforçam entre si na busca do resultado pretendido. Por isso, entendo ser possível enxergar unidade de desígnio e causalidade dividida entre as condutas. E esse exame pode ser feito sem que se viole o *ne bis in idem* quanto à conduta imputada nestes autos: não é preciso julgá-la,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

bastando supor, para efeito de raciocínio, que a tese acusatória seja integralmente procedente, como fez o Relator (§ 145).

47. Faço duas ressalvas, para que a via seja empregada com precisão. A primeira é que a consunção não dispensa a premissa do Relator. Ela pressupõe que a reprovação formulada no PAS 3611 tenha alcançado o desígnio manipulativo, e não apenas o episódio da Berkshire Hathaway considerado isoladamente. A consunção, portanto, reforça a construção do voto de relatoria; não a substitui.

48. A segunda diz respeito ao próprio critério da absorção: o exaurimento da potencialidade lesiva do meio. Uma objeção previsível é a de que demonstrações financeiras de uma resseguradora alcançam outros destinatários além do mercado: credores e cedentes, o regulador prudencial, que afere a cobertura das provisões técnicas por ativos garantidores, e a própria assembleia geral, que delibera sobre as contas e a destinação do resultado. A Peça Acusatória destaca esses efeitos (§§ 25, 29, 33 e 187), e a Diretoria chegou a propor, em 14.02.2020, dividendos adicionais de R\$ 764,5 milhões (§ 78).

49. Entendo, contudo, que tal objeção não prosperaria no caso concreto. A dimensão societária não me parece ter se realizado: a assembleia geral ordinária relativa ao exercício de 2019 foi adiada (§ 80 da Peça Acusatória) e deliberou, em 31.7.2020, com base nas demonstrações reapresentadas; ademais, a proposta de dividendos foi revista após a saída dos diretores (defesa de Fernando Passos, item 4.5). A dimensão prudencial, por sua vez, é da competência da SUSEP, que instaurou processos próprios a respeito. O desvalor que remanesce na esfera desta Autarquia é o informacional, perante o mercado, e é precisamente esse o que foi reprovado no PAS 3611, como assinala o Relator (§ 172) (informacional como bem imediato e patrimonial como bem mediato). Reconheço que a súmula se refere à potencialidade, e não ao dano consumado. Mas a potencialidade que importa nesta sede é a que se relaciona com os bens tutelados pelas normas cuja aplicação compete à CVM, e, quanto a eles, ela se esgota no plano informacional.

50. Registro, ainda, que a Representação Eletrônica SUSEP nº 11/2020, transcrita na defesa dos conselheiros, afirma que a gestão fraudulenta não seria crime-meio, nem absorvida pelo crime-fim. A observação diz respeito a um tipo penal de natureza habitual, que reprova a condução da instituição como um todo, e não se confunde com a imputação aqui examinada, que tem por objeto a elaboração de demonstrações financeiras com finalidade específica.

51. Por fim, também penso ser pertinente reconhecer a possibilidade de se sustentar que a infração ao art. 176 independeria de dolo e teria, por isso, desvalor próprio. Esse não é meu entendimento, pela lógica interpretativa punitiva de que a conduta culposa só é punível quando assim expressamente prevista (CP, art. 18, II, p.u.), mas não é algo pacífico. De todo modo, para quem entenda punível o descumprimento culposo do dever previsto no art. 176, a resposta está



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

no § 158 do duto voto de relatoria, com o qual concordo e que reflete o que afirmei no PAS 3612 (§§ 14 e 39 do voto-vista): o Colegiado julga a imputação formulada, e a acusação optou pela modalidade deliberada, orientada à cotação. É dessa imputação que o acusado se defendeu, e é ela que se mostra absorvida.

V. O “DEVER A MAIS” E A PROVIDÊNCIA OMITIDA: O DIRETOR-PRESIDENTE E O PRESIDENTE DO CONSELHO

• José Carlos Cardoso

52. Acompanho o Relator na absolvição de José Carlos Cardoso e acrescento uma consideração sobre a premissa central da acusação: a de que, por ocupar a Presidência e ser o Diretor Responsável Técnico perante a SUSEP, Cardoso teria um dever de vigilância sobre o Vice-Presidente Financeiro adicional aos que a lei e o estatuto atribuem a cada diretor. A Peça Acusatória qualifica sua omissão como “deliberada” e “ostensiva” (§§ 235 e 244) e, para dispensar a demonstração de culpa, invoca lição segundo a qual seria “irrelevante” o caráter culposo ou doloso da conduta (§ 243). Nesse ponto, a defesa tem razão.

53. Fiscalizar a gestão dos diretores é competência do conselho de administração (art. 142, III, da Lei das S.A.), não do diretor-presidente. A diretoria é órgão de execução, cujos membros são eleitos pelo conselho e exercem as atribuições que o estatuto fixa a cada um (arts. 142, II, e 143, IV). Não havia hierarquia entre Cardoso e Fernando Passos, que mantinha linha direta com o Conselho de Administração e com o Comitê de Investimentos. Como lembra a defesa, com apoio em Vicente Rao, não é “normal, nem possível, exigir-se que cada diretor fiscalize os demais, ou os mantenha, permanentemente, sob suspeição”. O Relator chega a conclusão convergente ao afastar um dever genérico e ilimitado de fiscalização recíproca entre diretores, que o art. 158, § 3º, da Lei das S.A. expressamente afasta (§ 224). A própria acusação, aliás, imputou aos conselheiros a falha nessa vigilância (§ 327); atribuir o mesmo dever a outro órgão, sem fonte legal, seria multiplicar os responsáveis por uma mesma omissão.

54. A designação como Diretor Responsável Técnico não altera essa conclusão. Trata-se de responsabilidade perante a SUSEP pelo acompanhamento dos procedimentos atuariais (Resolução CNSP nº 321/2015, art. 2º-A, II e § 1º), cuja inobservância é sancionada por aquela autarquia, nos termos de sua regulação. Dela não se extrai um dever, oponível nesta esfera, de supervisionar a contabilidade e a elaboração das demonstrações financeiras, que o Estatuto atribuía ao Vice-Presidente Financeiro e que a própria Acusação reconhece não serem de responsabilidade de Cardoso (§ 221). Como registrei no PAS 3612 (§ 23 do voto-vista), nem toda mácula jurídica no âmbito societário justifica sanção administrativa, que depende, no mínimo, da violação de dever específico. Um dever “a mais”, sem fonte na lei ou no estatuto, não atende a esse requisito, muito menos quando o “a mais” não existe senão numa aparente opinião acusatória de que tal ou qual cargo “deveria ter” mais atribuição.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

55. Tampouco procede a lição doutrinária invocada no § 243 da Peça Acusatória. Como aponta a defesa, ela foi formulada no contexto da responsabilidade civil, de natureza reparatória; no processo sancionador, a responsabilidade é subjetiva e individual (item II.A.4 do voto de relatoria). As premissas da acusação, ademais, são inconciliáveis entre si. Se a omissão foi deliberada, seria preciso demonstrar que Cardoso conhecia os fatos, o que a Acusação não aponta. Se dolo e culpa são irrelevantes, resta apenas a responsabilização pelo cargo, isto é, responsabilidade objetiva. O Relator já registrou que a omissão deliberada é incompatível com o tipo imputado (§ 213); acrescento que a alternativa, a irrelevância do elemento subjetivo, é incompatível com o próprio regime sancionador.

56. Por fim, a confiança que Cardoso declarou ter em Fernando Passos (§ 228 do termo de acusação) não pode ser convertida em prova de negligência. No PAS 3611, reconheceu-se que a má-fé do DRI era desconhecida à época e não deveria ser presumida pelo Diretor-Presidente, sendo natural que este confiasse nas informações repassadas pelos diretores responsáveis pelas demais áreas (manifestação de voto do então Presidente João Pedro Nascimento, citada nos memoriais). Confiar, na ausência de sinais de alerta em sentido contrário, é exatamente o que o direito de confiar em terceiros admite (§§ 225 e 226 do voto de relatoria). Quanto à IRB PAR, Cardoso atuava como representante do acionista único, e a orientação de voto cabia ao Conselho de Administração (art. 25, X, do Estatuto), como já examinado no PAS 3612 (voto do Relator, Presidente Interino Otto Lobo, §§ 157 e 182).

57. O ponto, aliás, já foi enfrentado por este Colegiado. No PAS 3611, a acusação imputou a Cardoso falta de diligência por ter divulgado, em teleconferência com analistas, a informação falsa sobre a Berkshire Hathaway transmitida por Fernando Passos sem antes verificá-la, exclusivamente em razão do cargo que ocupava (voto do Relator, Diretor Daniel Maeda, §§ 96 e 111), e o Colegiado o absolveu por unanimidade, com o reconhecimento, referido no parágrafo anterior, de que não lhe cabia presumir a má-fé do colega de diretoria. O Relator enfrentou precisamente a questão que aqui se coloca: se a atuação do Diretor-Presidente consistiria em “um dever ordinário de fiscalizar todos os atos praticados pelos demais diretores” (§ 112). A resposta foi negativa: “também não lhe cabia fiscalizar as atividades dos demais diretores nesse nível de profundidade ou escrutínio” (§ 114), ressalvada a presença de sinais de alerta (§ 115), que não havia (§§ 108 a 110). A premissa de que a condição de Diretor-Presidente impõe um dever ordinário de vigiar o Vice-Presidente Financeiro foi, portanto, afastada em caso que envolvia as mesmas pessoas, a mesma Companhia e o mesmo período. Não vejo razão para concluir de modo diverso aqui.

58. Mais do que isso: a acusação não indica qual providência concreta Cardoso deveria ter adotado, em que momento, com base em que informação e com que aptidão para evitar as distorções, como exige o Relator (§ 233). A defesa, ao contrário, demonstrou providências efetivamente tomadas. Sob sua gestão, a Companhia submeteu os questionamentos da Squadra



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

às áreas internas e contratou pareceres dos professores Eliseu Martins e Nelson Carvalho, do atuário Cláudio Paz e dos escritórios Mattos Filho e BMA (defesa, itens 102 a 105), e os termos das respostas foram discutidos com o Comitê de Auditoria (Peça, § 144). A acusação critica o escopo desses pareceres (§§ 298 a 303). A crítica, porém, foi formulada depois de conhecida a fraude e não converte em omissão a conduta de quem fez exatamente o que se espera diante de um questionamento técnico: buscar a opinião de especialistas e submetê-la às instâncias de controle da Companhia.

- ***Ivan de Souza Monteiro***

59. Considerações análogas valem para Ivan de Souza Monteiro, cuja absolvição o Relator fundamenta de modo exaustivo (capítulo III do voto). Acrescento dois pontos.

60. O primeiro é que tampouco a presidência do conselho de administração gera, por si, um dever a mais. A competência de fiscalizar a gestão dos diretores é do órgão (art. 142, III, da Lei das S.A.), e o dever de diligência é de cada conselheiro (item II.A.4 do voto de relatoria). O que distingue o presidente são as funções de coordenação: pautar, convocar, encaminhar e conduzir as deliberações. E foi precisamente no exercício dessas funções que Ivan agiu na direção que a própria acusação reputaria devida. Encaminhou as cartas da Squadra ao Conselho Fiscal, ao Comitê de Auditoria e ao auditor independente logo após recebê-las e condicionou a resposta da Companhia ao crivo do Comitê de Auditoria. Participou da reunião do Comitê com a PwC em 11.2.2020 (Peça, § 287). Em 14.2.2020, cobrou que todos os pontos levantados pela Squadra, pela CVM e pela SUSEP fossem tratados de forma transparente nas notas explicativas e, com Marcos Bastos Rocha, levou a ativação de créditos fiscais ao Comitê de Auditoria e ao Conselho Fiscal (§ 340). Em 16.02.2020, circulou a todos os conselheiros as anotações do Comitê de Auditoria sobre a reunião com a fiscalização da SUSEP. Em 18.2.2020, interrogou os dois auditores independentes antes da deliberação (defesa dos conselheiros, pp. 62 e 76 a 78; atas da 236ª Reunião Extraordinária e da 271ª Reunião Ordinária do Conselho de Administração).

61. O segundo é que a pergunta formulada pela defesa em seus memoriais, sobre qual medida Ivan deveria ter adotado e não adotou, permanece sem resposta na Peça Acusatória. A acusação reconhece sua postura ativa (§§ 146, 325 e 331), não lhe atribui os dois primeiros sinais de alerta, anteriores à sua posse (§ 342, remetendo ao § 275, “c” em diante), e conclui pela infração apenas em razão do caráter contínuo do dever de vigilância (§ 342). A continuidade do dever, porém, não dispensa a indicação da providência omitida. Sem ela, o que se imputa é o resultado, e não a conduta.

62. Nos dois casos, o raciocínio acusatório é o mesmo: parte da posição ocupada para inferir um dever ampliado e, da ocorrência da fraude, deduz a sua violação. É a inversão que o dever de diligência, como obrigação de meio, não admite (item II.A.1 do voto de relatoria).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VI. CONCLUSÃO

63. Com as considerações paralelas acima, acompanho integralmente o voto do Diretor Relator, concluindo pela absolvição de todos os acusados.

Brasília, 6 de outubro de 2026.

João Accioly

Diretor