PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.002545/2023-84

Reg. Col. 3391/25

Acusados:	Edison Cordaro, Fábio Aylton Casal de Rey, Laodse Denis de Abreu Duarte e Marcos Antônio Osti
Assunto:	Apurar possíveis irregularidades relacionadas aos registros contábeis da Blue Tech Solutions E.Q.I. S.A., à atuação de seus administradores e à divulgação de informações ao mercado
Relatora:	Diretora Marina Copola

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS[1] instaurado pela SPS para apurar a responsabilidade de Laodse Duarte, Edison Cordaro, Fábio de Rey e Marcos Osti, administradores da Blue Tech, por falhas relacionadas à manutenção dos livros societários e à condução dos trabalhos de elaboração e fiscalização das demonstrações financeiras da Companhia.

2. Em síntese, a Acusação identificou dois núcleos principais de irregularidades.

3. O primeiro diz respeito à manutenção dos livros sociais, em específico, do livro de registro de ações nominativas e do livro de transferência de ações. Segundo apurado, os livros apresentariam registros incompletos, ausência de assinaturas obrigatórias, não observariam a ordem cronológica e haveria ainda ausência de documentos comprobatórios das transferências registradas. Por essas falhas, a área técnica atribuiu responsabilidade ao então DRI, Edison Cordaro, e aos membros do conselho de administração Laodse Duarte, Fábio de Rey e Marcos Osti pela ausência de fiscalização.

[1] Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.

4. O segundo núcleo refere-se às deficiências identificadas nas demonstrações financeiras dos exercícios de 2019, 2020 e 2021, bem como nas informações financeiras trimestrais divulgadas pela Companhia. De acordo com a Acusação, os auditores independentes teriam emitido reiterados relatórios com ressalvas ou opiniões adversas e apresentado recomendações que permaneceram sem atendimento. Apesar dos diversos alertas, os administradores não teriam adotado providências suficientes para corrigir as deficiências identificadas e, ainda assim, teriam aprovado informações financeiras que não refletiam adequadamente a situação patrimonial da Companhia.

5. Diante disso, a SPS entendeu que Laodse Duarte e Edison Cordaro, na qualidade de diretores, violaram o dever de diligência ao aprovar demonstrações financeiras que não representavam fidedignamente a situação econômica da Companhia e ao permanecerem inertes diante dos apontamentos dos auditores. Quanto aos conselheiros Fábio Casal de Rey e Marcos Osti, a imputação decorre da ausência de fiscalização das providências adotadas pela diretoria em relação às recomendações dos auditores independentes.

6. Diante da ausência de preliminares, passo a examinar o mérito.

II. MÉRITO

7. Desde já, adianto que os elementos constantes dos autos me levam a reconhecer que assiste razão à Acusação quanto à configuração da quebra do dever de diligência neste PAS.

8. Como exponho a seguir, os problemas identificados nos livros societários comprometem a confiabilidade dos registros de titularidade das ações e o acompanhamento das transferências realizadas, em muito ultrapassando eventuais falhas meramente formais ou pontuais. De modo semelhante, a reiteração de opiniões adversas e de recomendações de auditoria não atendidas evidenciava problemas relevantes nos controles internos e no processo de elaboração das informações financeiras, sem que a administração tenha demonstrado a adoção de medidas para solucioná-los.

9. Em ambos os núcleos de imputação, portanto, entendo que os administradores deixaram de adotar providências compatíveis com o dever de diligência inerente aos cargos que ocupavam.

10. Destaco, contudo, que, embora o dever de diligência alcance tanto os membros da diretoria quanto os do conselho de administração, suas condutas devem ser examinadas individualmente, à luz das atribuições de cada órgão e da participação de cada acusado nos fatos objeto deste PAS.

II.A. O DEVER DE DILIGÊNCIA DOS ADMINISTRADORES

11. O art. 153 da Lei nº 6.404/1976 determina que os administradores devem "empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios". Trata-se de um conceito aberto que impõe aos administradores o dever de atuar de forma cuidadosa no exercício de suas atividades, na persecução dos interesses da companhia e de seus fins sociais.

12. Com efeito, uma conduta cautelosa, dentro de balizas razoáveis é, verdadeiramente, o mínimo que se pode esperar de qualquer indivíduo que aceite um cargo como administrador de companhia aberta. Não por acaso, o dever de diligência consta do primeiro artigo da seção IV da lei societária, que versa sobre os deveres e responsabilidades dos administradores.

13. A opção legislativa por uma formulação abrangente, baseada em conceitos abertos, não é acidental: com essa técnica, também adotada em outros países com mercados mais desenvolvidos[2], busca-se conferir maior adaptabilidade à aplicação de um padrão de atuação que deve evoluir ao mesmo passo das mudanças observadas no ambiente de negócios.

14. Contudo, precisamente por conta da linguagem ampla da regra, não é possível deduzir um único comportamento esperado dos administradores – é necessário que o exame da diligência se dê caso a caso[3]. Daí porque o Colegiado da CVM já consagrou o entendimento de que "não há que se falar em um comportamento diligente genérico para todos os casos.

[2] Cf., nesse sentido: "*all of our core jurisdictions* [Alemanha, Brasil, EUA, França, Itália, Japão e Reino Unido] *impose a very broad duty on corporate directors and officers to take reasonable care in the exercise of their offices—the duty of care*." (John Armour, Luca Enriques et. al., The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, 3ª ed., Oxford University Press, 2017, item 3.4.1).

[3] Esse exame deve levar em conta diversos fatores, a exemplo de "estruturas e fluxos internos das companhias, bem como a cultura, desenvolvimento tecnológico, tamanho, estrutura, entre outros." (PAS CVM nº 19957.007916/2019-38, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 19/12/2024).

Apesar de existirem diversos procedimentos comuns e boas práticas, empresas distintas demandam soluções diferentes"[4].

15. O dever de diligência, assim, não se manifesta de uma única maneira. Como também ocorre em outros sistemas, ele abrange tanto as atividades de gestão propriamente ditas quanto as atividades de monitoramento ou de supervisão. Há, ainda, situações em que a análise diz respeito ao próprio cumprimento, pelo administrador, das atribuições e obrigações que lhe são diretamente impostas pela lei e pelo estatuto social. São dimensões que, embora relacionadas, demandam parâmetros distintos de avaliação.

16. É justamente a distinção entre essas dimensões que importa para a análise deste PAS. Não se examina propriamente o mérito de decisões empresariais, nem se discute a adequação de escolhas negociais feitas pelos administradores. O que está em questão, de um lado, é o cumprimento, pelos diretores, de obrigações legais e estatutárias relacionadas à manutenção dos registros societários e à elaboração das demonstrações financeiras e, de outro, a diligência dos membros do conselho de administração na supervisão e fiscalização dessa atuação.

17. Cumpre destacar, portanto, que, embora não estejamos tratando da vertente negocial ou gerencial do dever de diligência, estamos, no caso dos membros do conselho de administração, examinando sua dimensão supervisória. Já no que diz respeito aos diretores, a análise envolve a tradução do dever de cuidado em sua forma mais direta: a observância das obrigações que lhes são legal e estatutariamente atribuídas. Nesse contexto, as formulações relacionadas à regra da decisão negocial, sobre cuja aplicação já tive oportunidade de me manifestar[5], não se amoldam à análise aqui proposta.

18. Com efeito, o art. 176 da Lei nº 6.404/1976 atribui à diretoria o dever de fazer elaborar as demonstrações financeiras, com base na escrituração mercantil da companhia, de modo que tais documentos exprimam com clareza sua situação patrimonial e as mutações ocorridas no exercício. Trata-se de uma obrigação legal que não se confunde com uma escolha empresarial ou com uma decisão discricionária acerca da condução dos negócios sociais. O que se exige

[4] PAS CVM nº 18/2008, Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14/12/2010.

[5] Conforme minha manifestação de voto no PAS CVM nº19957.009503/2018-15, Dir. Rel. João Accioly, j. em 23/12/2025.

dos diretores, nesse particular, é o cumprimento das atribuições que lhes foram diretamente conferidas pelo legislador.

19. De outro lado, a lei também atribui ao conselho de administração a competência de fiscalizar a gestão dos diretores, conforme dispõe o art. 142, inciso III, da Lei nº 6.404/1976. Essa atribuição não transforma os conselheiros em monitores em tempo real da companhia, tampouco lhes impõe o acompanhamento direto de todos os atos praticados pela diretoria. Impõe-lhes, contudo, o dever de acompanhar e fiscalizar a atuação dos diretores, de modo a identificar eventuais irregularidades e adotar as providências cabíveis diante de situações que demandem sua intervenção.

20. O dever de diligência, em seu sentido mais amplo, traduz-se, assim, na obrigação de buscar ou ativamente fazer chegar aos administradores as informações relevantes para o desempenho do cargo e de reagir de forma proporcional e eficaz diante de tais informações[6]. Esses deveres se traduzem em uma postura inquisitiva, sensível a sinais de alerta, calibrada às especificidades das funções exercidas e suficientemente desconfiada para não aceitar passivamente as informações recebidas. A diligência revela-se, nesse sentido, como um dever de conhecer e de agir: de manter-se informado, de investigar o que ainda não se sabe, de questionar até o que se acredita saber quando o contexto demandar e de tomar as providências cabíveis a partir desse conhecimento.

21. No âmbito específico da supervisão, essa obrigação envolve assegurar a existência e o funcionamento de mecanismos organizacionais e controles internos adequados às atividades e aos riscos da companhia, bem como acompanhar sua efetiva implementação. Como já reconhecido por este Colegiado, não se exige dos membros do conselho de administração que fiscalizem todos e quaisquer atos da diretoria, assumindo para si as funções executivas próprias dos diretores. Tampouco se pode admitir, contudo, uma conduta absolutamente passiva, que esvazie o dever de fiscalização expressamente atribuído ao órgão pela lei[7].

[6] PAS CVM nº 19957.008642/2019-02, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 25/07/2023. Na doutrina, ver: Flávia Parente. O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005 e Otavio Yazbek, "Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios", in Luiz Fernando Martins Kuyven (org.), Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa, São Paulo: Saraiva, 2012.

[7] PAS CVM nº RJ2017/3534, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 19/06/2018.

22. A extensão do dever de diligência deve ser examinada, em qualquer dessas dimensões, à luz das competências legal e estatutariamente atribuídas a cada órgão da companhia[8]. Como já estabelecido por este Colegiado, na avaliação da conformidade de determinada conduta com o dever de diligência previsto no art. 153 da Lei das S.A., devem ser considerados, ao menos, três fatores: **(i)** as competências atribuídas ao administrador pela lei ou pelo estatuto social, bem como eventuais funções adicionais por ele efetivamente exercidas; **(ii)** o nível de tecnicidade da matéria submetida à sua análise; e **(iii)** a presença de sinais de alerta que indiquem a possibilidade de irregularidades e que, por isso, demandem uma atuação fiscalizatória mais rigorosa por parte do administrador[9].

23. Esses parâmetros também permitem delimitar o que razoavelmente se pode exigir de cada administrador. Enquanto a diretoria exerce a administração executiva e conduz as atividades rotineiras da sociedade, o conselho de administração desempenha, entre outras, a função de fiscalização da gestão dos diretores. Não se pode exigir, portanto, que os conselheiros detenham o mesmo grau de conhecimento sobre a gestão cotidiana da companhia que se espera dos diretores. Isso não os dispensa, porém, de acompanhar os assuntos submetidos à sua fiscalização e de aprofundar a análise quando as circunstâncias assim exigirem[10].

24. Além disso, esta autarquia já se manifestou no sentido de que a responsabilidade do administrador não se limita aos casos em que ele teve ciência de irregularidades e permaneceu inerte: ela também se estende às situações em que ele deixou de se informar sobre fatos que

[8] PAS CVM nº 05/2016, Rel. Henrique Machado, j. em 03/11/2020.

[9] PAS CVM nº 19957.008642/2019-02, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 25/07/2023

[10] A ideia é reforçada também por Eizirik: "Ainda que os deveres e responsabilidades, em princípio, apliquem-se a todos os membros da diretoria e do conselho de administração, a aferição do grau de diligência requerido evidentemente não poderá ser realizada mecanicamente, sem levar em conta a natureza distinta dos poderes e competências conferidos por lei aos membros do conselho de administração e da diretoria. Não se pode, por exemplo, exigir de um conselheiro de administração o mesmo conhecimento sobre a gestão da companhia do que o de um diretor; como o dever de diligência constitui um standard, ele deve ser apreciado, no caso concreto, tendo em vista a posição ocupada pelo administrador" (Nelson Eizirik, A Lei das S/A Comentada, v. II, 4ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 135).

razoavelmente deveria conhecer, seja por falha no desenho dos controles internos, seja por ausência de supervisão diligente sobre sua implementação[11].

25. Estabelecidas essas premissas, passo a analisar as irregularidades identificadas pela Acusação no caso concreto, considerando, de um lado, as obrigações diretamente atribuídas aos diretores e, de outro, o dever de supervisão dos membros do conselho de administração.

II.B. MANUTENÇÃO DOS LIVROS SOCIETÁRIOS

26. O art. 100 da Lei nº 6.404/1976 elenca os livros e registros societários que devem ser mantidos pelas companhias, incluindo os livros de registro de ações nominativas e de transferência de ações nominativas. São registros que não se limitam a formalidades documentais, pelo contrário, sua regularidade é indispensável à identificação dos titulares das ações e ao exercício dos direitos inerentes à condição de acionista.

27. No presente caso, verifico que os livros societários da Companhia efetivamente apresentavam graves deficiências. No livro de registro de transferências, é possível identificar registros fora da ordem cronológica[12], campos em branco[13] e a ausência de assinaturas dos cedentes e cessionários[14]. Quanto ao livro de registro de ações nominativas, observo que, na página destinada à Duagro[15] sequer há registro de transferências realizadas em 2021, apesar de o fato relevante divulgado em 10/09/2021 ter informado ao mercado que a antiga controladora havia se desfeito de sua participação acionária.

---

[11] Ilustra esse entendimento o precedente formado no âmbito do PAS CVM nº 18/2008, Dir. Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14/12/2010. Nessa ocasião, foram apurados prejuízos relevantes resultantes da falta de mecanismos adequados de controle sobre operações com derivativos, executadas em desconformidade com a política financeira da companhia e sem a adoção de limites para contenção de perdas. A CVM entendeu que a omissão na supervisão e a inexistência de controles internos eficazes configuraram violação ao dever de diligência, reafirmando que é incumbência dos administradores assegurar a existência e o funcionamento efetivo de estruturas capazes de proteger a companhia contra riscos operacionais relevantes.

[12] Após mapeamento de todas as transferências a partir do termo de transferência 317 ao 390, que compreenderia, ao menos de acordo com o livro, o período de 08/03/2019 (termo de transferência nº 357) até 26/08/2021 (termo nº 366), é possível identificar completa desordem cronológica dos registros.

[13] Verifico que não só o termo de transferência nº 199 estava em branco, apesar de ter sido assinado, como apontou a Acusação, como também os termos de transferência nº 339, nº 374 e nº 384 não indicam quem seria o cedente.

[14] A partir do termo de transferência nº 317 até o nº 390, nenhum dos termos conta com as assinaturas dos cedentes ou dos cessionários, com especial destaque para o termo de transferência nº 538, que não conta com qualquer assinatura, nem a do diretor encarregado da transferência como os demais.

[15] Página 107 do livro (doc. nº 1386977, p. 216).

28. A extensão das irregularidades é suficiente para comprometer, de maneira substancial, a confiabilidade dos registros acionários da Companhia, dificultando, inclusive, a identificação precisa de seus titulares e, consequentemente, a determinação de quem efetivamente exercia o controle acionário. Mais grave ainda, os registros societários não permitem sequer reconstituir o desfazimento do controle divulgada ao mercado por meio de fato relevante e confirmada por Laodse Duarte em seu depoimento.

29. Causa especial perplexidade que Laodse Duarte, então controlador indireto da Companhia, não tenha sabido informar a quem alienou sua participação acionária. Isso porque, conforme afirmou, as operações foram realizadas mediante transferências registradas diretamente nos livros societários, isto é, fora do ambiente de negociação em mercado organizado.

30. Embora seja possível identificar diversas transferências realizadas pela Duagro em 2021, como bem apontado pela Acusação, a quantidade de ações alienadas registrada no livro não corresponde àquela divulgada ao mercado[16]. Além disso, de acordo com os registros societários, a maior parte das transferências foi realizada em favor da "Kracow" ou da "Fazenda São Pedro", registros que parecem indicar a Kracow Participações S.A. e a Fazenda São Pedro das Araucárias Agropecuária Ltda., sociedades ligadas à administração da Companhia[17]. Tais circunstâncias colocam em dúvida, ainda mais, as afirmações de Laodse Duarte.

31. Assim, os documentos dos autos e as declarações dos acusados permitem concluir que a finalidade mais elementar dos livros de registro e de transferência de ações, permitir a identificação dos titulares e o acompanhamento das alterações de titularidade,foi inteiramente frustrada. Na ausência de qualquer outro mecanismo de controle, cuja existência não foi demonstrada nos autos, sequer é possível compreender de que forma a administração acompanhava a composição acionária da Companhia.

[16] De acordo com os livros, a Duagro teria transferido 860.396 ações ordinárias. Contudo, pelas informações disponíveis ao mercado, ela seria titular de apenas 786.140 ações ordinárias. Essa diferença não foi esclarecida pelos acusados nos autos.

[17] Conforme apontado pela acusação, a Kracow era detida por Paula Cristina di Marco Huertas, membro do conselho de administração da Companhia até 2020 e que foi também diretora da Duagro, controladora indireta da Blue Tech. Ainda, Marcos Osti, era também diretor da Kracow. A Fazenda São Pedro, por sua vez, tinha em seu quadro social apenas duas sócias, a esposa e a filha de Laodse Duarte.

32. Não se trata de deficiência meramente acessória: a identificação dos acionistas constitui pressuposto para o regular funcionamento da sociedade, inclusive para a verificação da legitimidade do exercício do direito de voto e da participação nos resultados sociais. A precariedade dos registros, portanto, tinha potencial para comprometer o próprio funcionamento dos mecanismos básicos de governança da Companhia.

33. Reconheço que não constitui prioridade desta autarquia direcionar seus recursos à fiscalização de aspectos meramente formais da escrituração dos livros societários, tampouco punir erros humanos pontuais, passíveis de ocorrer no desempenho de qualquer atividade administrativa. O presente caso, contudo, está longe de retratar falhas isoladas ou simples imperfeições formais. O que se verifica é um quadro de desorganização generalizada e persistente, incompatível com o cumprimento de uma obrigação legal expressamente atribuída aos administradores e cujo zelo integra o conjunto de seus deveres.

34. Nos termos do art. 24 do estatuto social da Companhia[18], cabia ao DRI manter atualizado o registro, os formulários, os cadastros e as demais documentações societárias exigidas da Companhia, em conformidade com a regulamentação aplicável da CVM.

35. As justificativas apresentadas por Edison Cordaro nos autos deste PAS, no sentido de que teria sido destituído em 10/09/2021 e, após sua saída, perdido acesso à documentação da Companhia, não afastam sua responsabilidade pelas falhas verificadas durante o período em que exerceu o cargo. A perda posterior de acesso aos documentos não explica por que os livros, enquanto ainda estavam sob sua responsabilidade, eram mantidos com registros incompletos, sem as assinaturas exigidas e em desordem cronológica.

36. Logo, entendo que Edison Cordaro, na condição de DRI da Companhia, deixou de empregar a diligência exigida na manutenção dos livros societários, em violação ao art. 153 combinado com o art. 100, incisos I e II, da Lei nº 6.404/1976.

[18] "Art. 24. Compete ao Diretor designado pelo Conselho de Administração para o exercício da função de Diretor de Relações com Investidores, a prestação de informações aos investidores, à Comissão de Valores Mobiliários e à BM&FBovespa, bem como manter atualizado o registro, formulários, cadastros e demais documentações societárias exigidas da Companhia em conformidade com a regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários e de outros órgãos reguladores ou autorreguladores". A disposição está presente no Estatuto desde 2012, conforme documentos disponíveis no Sistema.Net.

37. A responsabilidade dos conselheiros, por sua vez, deve ser examinada sob perspectiva distinta. Não lhes competia executar diretamente os registros ou realizar a guarda material dos livros, mas fiscalizar a gestão dos diretores, nos termos do art. 142, inciso III, da Lei nº 6.404/1976. A questão, portanto, é saber se, diante das circunstâncias concretas, os conselheiros exerceram de maneira diligente esse dever de fiscalização.

38. É certo que o dever de fiscalização não exige que os membros do conselho de administração acompanhem pessoalmente cada ato praticado pela diretoria, tampouco que assumam atribuições próprias dos órgãos executivos. A intensidade da supervisão exigível deve ser avaliada à luz das funções legal e estatutariamente atribuídas aos administradores, da natureza e da complexidade da matéria e, sobretudo, da existência de circunstâncias que justifiquem maior atenção ou indiquem possíveis deficiências na gestão. O dever de fiscalização, contudo, não se satisfaz com uma postura meramente passiva: exige que os conselheiros se mantenham informados, questionem situações que despertem preocupação e adotem providências proporcionais quando identificados sinais de irregularidade.

39. No caso, havia circunstâncias específicas que exigiam atenção dos conselheiros. Desde 2016, a Blue Tech havia deixado de contar com os serviços de um escriturador[19]. Além disso, pelo menos desde 2019, apresentava sérios problemas de controles internos, como evidenciam os pareceres dos auditores independentes que examino adiante. Por fim, os registros do livro de transferência indicam que os acusados tinham vínculos que os aproximavam das operações ali documentadas entre 2019 e 2021: Fábio de Rey figura pessoalmente como cedente ou cessionário em 13 termos de transferência, enquanto a Duagro, controlada por Laodse Duarte e de que ele e Marcos Osti eram diretores, aparece na mesma posição em 40 transferências.

40. Não se pretende, aqui, exigir dos conselheiros que acompanhassem pessoalmente cada lançamento nos livros societários, assumindo atribuições próprias da diretoria. Tampouco pretendo sustentar que a fiscalização desses registros constitui uma atribuição ordinária que deva ocupar posição central na agenda do conselho de administração. O que importa, neste caso, é que a própria Companhia havia prescindido dos serviços de um escriturador e realizava movimentações acionárias diretamente por meio de seus livros societários. Nessas

[19] Doc. nº 2114816

circunstâncias específicas, a meu ver, cabia aos conselheiros exercer alguma fiscalização sobre a regularidade dos registros que documentavam essas operações. Não me parece desarrazoado exigir que tivessem, ao menos, verificado se os livros estavam sendo adequadamente mantidos e se permitiam acompanhar as alterações de titularidade das ações.

41. Essa fiscalização não pressupunha, em princípio, conhecimento técnico especializado ou a mobilização de recursos expressivos. Tratava-se de verificar o cumprimento de uma obrigação legal elementar, o que dependia essencialmente de organização e acompanhamento. Nesse cenário, não identifico nos autos justificativa capaz de explicar por que os conselheiros, mesmo diante de irregularidades tão expressivas[20] e de seu envolvimento direto com transações objeto de registro nos livros da Blue Tech, deixaram de adotar qualquer providência para verificar ou corrigir a situação, em conduta que não pode ser entendida como diligente.

42. Por fim, destaco que a possibilidade de responsabilização dos membros do Conselho de Administração pela ausência de fiscalização dos livros societários e nos registros acionários da companhia, já foi reconhecida por este Colegiado em diferentes ocasiões[21].

43. Diante do exposto, entendo que Laodse Duarte, Fábio de Rey e Marcos Osti deixaram de exercer adequadamente o dever de fiscalização da gestão dos diretores, em infração ao art. 153 c/c art. 142, inciso III, da Lei nº 6.404/1976.

---

[20] Para referência, os termos de transferência nº 369 a 373 apresentam uma sequência que evidencia a completa ausência de ordenação cronológica dos documentos. Com efeito, o termo nº 369 é datado de 11/05/2020; o nº 370, de 30/06/2021; o nº 371, de 29/04/2019; o nº 372, de 11/05/2020; e o nº 373, novamente, de 30/06/2021. A desordem cronológica chama ainda mais atenção quando se observa que Fábio de Rey figura como cedente ou cessionário em todos os cinco documentos, o que sugere que teria participado de todas as operações neles retratadas. Mais curioso, ainda, é o fato de que, no termo nº 372, Fábio de Rey aparentemente figura, simultaneamente, como cedente e cessionário, transferindo ações preferenciais para si próprio.

[21] PAS CVM nº 19957.006972/2017-93, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 19/06/2018 e PAS CVM nº RJ2017/3534, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 19/06/2018. Nesses precedentes, assim como no presente PAS, foi possível identificar falhas relevantes na atuação dos administradores, que evidenciavam, no mínimo, uma postura negligente no exercício de seus deveres. Assim, embora aqueles casos envolvessem, além de irregularidades na manutenção do livro de registro de ações nominativas, a completa ausência dos demais livros sociais, entendo que a razão de decidir neles adotada também se aplica ao presente caso. Com efeito, o dever de fiscalização dos membros do conselho de administração não se restringe à verificação da existência material dos livros obrigatórios, abrangendo também a supervisão de sua adequada manutenção e atualização. A mera existência dos livros não satisfaz, por si só, a obrigação legal quando os registros neles lançados são incapazes de cumprir sua finalidade.

II. C. OMISSÃO DIANTE DE APONTAMENTOS DOS AUDITORES INDEPENDENTES

44. O segundo núcleo de imputação diz respeito às deficiências identificadas nas demonstrações financeiras da Companhia e à ausência de providências dos administradores diante dos apontamentos reiterados dos auditores independentes.

45. O art. 176 da Lei nº 6.404/1976[22] estabelece a obrigação de elaboração das demonstrações financeiras ao fim de cada exercício social, que devem exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício. O art. 177[23], por sua vez, disciplina a escrituração da companhia e exige observância dos preceitos da legislação e dos princípios e normas contábeis aplicáveis.

46. De tais normativos extrai-se que compete à diretoria da companhia elaborar as demonstrações financeiras com base na escrituração mercantil, assegurando que elas expressem com clareza, fidelidade e completude a real situação patrimonial da companhia e os efeitos econômicos relevantes. Trata-se de obrigação legal que não se esgota no cumprimento formal das normas contábeis: exige que as informações divulgadas sejam íntegras, consistentes e capazes de retratar, com clareza, a realidade econômica da sociedade.

47. Embora não lhe caiba elaborar as demonstrações financeiras, compete ao conselho de administração examiná-las e manifestar-se sobre as contas da diretoria, nos termos do art. 142, inciso V, da Lei nº 6.404/1976[24]. Essa atribuição pressupõe uma análise efetiva dos documentos apresentados, que permita aos conselheiros identificar eventuais inconsistências, solicitar esclarecimentos e adotar as providências cabíveis diante de sinais de alerta. **Não se espera, portanto, uma aprovação meramente formal das demonstrações financeiras, mas uma avaliação diligente de sua consistência e adequação**.

---

[22] Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício: [...].

[23] Art. 177. A escrituração da companhia será mantida em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e desta Lei e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, devendo observar métodos ou critérios contábeis uniformes no tempo e registrar as mutações patrimoniais segundo o regime de competência.

[24] Art. 142. Compete ao conselho de administração: [...] V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

48. Em concreto, os relatórios dos auditores independentes relativos aos exercícios findos em 31/12/2019[25], 31/12/2020[26] e 31/12/2021[27] apresentaram opiniões adversas, registrando expressamente que não foi possível "conduzir nossa revisão de acordo com as normas brasileiras e internacionais de revisão de informações intermediárias" e que as informações financeiras não teriam sido elaboradas, em todos os aspectos relevantes "de forma condizente com as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários".

49. Os apontamentos abrangeram, nos três exercícios, entre outros aspectos, problemas recorrentes relacionados ao **reconhecimento de créditos tributários**, à **ausência de provisões para perdas em créditos com partes relacionadas**, à mensuração e ao registro de imóveis e à **ausência de provisões para passivos tributários**. Ressalto que esses apontamentos também foram apresentados em relação aos ITR do período[28], de modo que não estamos diante de falhas identificadas apenas ao encerramento de cada exercício social, mas de problemas sinalizados ao longo dos próprios períodos de divulgação.

50. Os auditores também destacaram, em mais de uma oportunidade[29], **a ausência de controles internos adequados ao processo de elaboração das demonstrações financeiras,** capazes de assegurar a integridade e a correta apresentação das informações. A carta de recomendações dos auditores das demonstrações financeira de 2019[30], registrou a existência de 17 recomendações anteriores ainda não solucionadas, relacionadas aos mesmos assuntos indicados nas demonstrações financeiras. A carta de 2020[31], por sua vez, manteve como não atendidas 21 recomendações então pendentes, igualmente relacionadas a deficiências identificadas nas demonstrações financeiras.

51. Não se tratava, portanto, de meras divergências técnicas, isoladas ou pontuais entre a administração e os auditores independentes, como pode ocorrer no curso ordinário das atividades de uma companhia. Os documentos dos autos revelam, ao contrário, **problemas**

[25] Doc. nº 2139414.

[26] Doc. nº 2139423.

[27] Doc. nº 1922587.

[28] Nesse sentido, os ITR dos 2º e 3º trimestres de 2019, todos de 2020 e do 1º e 2º trimestre de 2021 (docs. nº 1376069 e nº 1376071).

[29] Ressalva presente em todos os documentos financeiros elaborados entre 2019 e 2021.

[30] Doc. nº 2139416.

[31] Doc. nº 2139424.

recorrentes, relacionados a aspectos relevantes da situação patrimonial e financeira da Companhia, bem como **deficiências em seus controles internos,** que persistiram sem correção ao longo de sucessivos períodos de divulgação**.**

52. A identificação da gravidade e da recorrência desses problemas não exigia conhecimento técnico especializado dos administradores, ao contrário do que argumenta Fábio de Rey em sua defesa. É certo que a avaliação de determinadas questões contábeis pode exigir o apoio de profissionais especializados, e não se espera que todos os administradores dominem pessoalmente os aspectos técnicos envolvidos na elaboração das demonstrações financeiras. Isso, contudo, não os dispensava de buscar os esclarecimentos necessários e de adotar as providências cabíveis diante de problemas que lhes eram expressamente comunicados pelos auditores independentes.

53. A repetição dos apontamentos deveria ter despertado a atenção dos administradores e motivado a adoção de providências concretas para identificar as causas das deficiências e corrigir os controles internos e os procedimentos contábeis. Da diretoria, esperava-se a implementação de medidas efetivas para sanar as falhas e assegurar a adequada elaboração das demonstrações financeiras. Do conselho de administração, por sua vez, exigia-se uma atuação fiscalizatória diligente, que envolvesse a busca dos esclarecimentos necessários e o acompanhamento das medidas corretivas adotadas pela diretoria[32].

54. A despeito da gravidade e da persistência dos apontamentos dos auditores, nenhum dos acusados logrou trazer aos autos qualquer elemento que demonstrasse qualquer medida voltada a sanar as deficiências apontadas. Não há menção, por exemplo, a discussões mantidas com os auditores independentes sobre os apontamentos reiterados, a questionamentos dirigidos à diretoria ou às áreas responsáveis, tampouco a encaminhamentos internos, planos de ação, discussão de contratação de assessores externos ou qualquer outra medida concreta voltada à regularização dos problemas. Em outras palavras, as defesas não demonstram que

[32] "Desta forma, diante das considerações apontadas pelo auditor independente, o Conselho de Administração tinha a obrigação de, ao menos, salientar, em sua manifestação, as ressalvas e ênfases apontadas no relatório de auditoria, a fim de que os acionistas presentes à assembleia ficassem cientificados e alertados sobre os problemas contábeis, de modo a contribuir para a correta deliberação sobre as contas dos administradores e as demonstrações financeiras" (PAS CVM nº RJ2015/1823, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 02/08/2016).

os administradores tenham sequer buscado compreender a extensão dos problemas ou acompanhado as iniciativas eventualmente adotadas para solucioná-los.

55. Ao contrário, as contas dos exercícios de 2019 e 2020 foram aprovadas pelo conselho de administração, então composto por Fabio de Rey, Laodse Duarte e Marcos Osti nas reuniões realizadas em 10/07/2020[33] e 06/05/2021[34], respectivamente. Em ambas as ocasiões, os conselheiros aprovaram as demonstrações financeiras sem ressalvas ou condicionantes e sem determinar a adoção de providências destinadas a apurar, corrigir ou sanar as deficiências apontadas pelos auditores independentes. As atas, ademais, não registram quaisquer discussões acerca de tais apontamentos. Quanto aos diretores, os ITR contêm declaração de Laodse Duarte e Edison Cordaro de que revisaram, discutiram e concordaram com a opinião adversa expressa pelos auditores independentes, o que demonstra que ambos tinham conhecimento dos problemas apontados.

56. Os depoimentos dos profissionais que passaram a atuar na Companhia após 2021 também corroboram a gravidade das deficiências identificadas nas demonstrações financeiras[35]. Após assumirem seus cargos, esses profissionais identificaram a existência de dívidas tributárias superiores a R$2 bilhões que não estavam refletidas nas demonstrações financeiras, conforme apurado por auditoria tributária especializada contratada pela nova administração[36]. Esse elemento reforça a relevância dos problemas identificados e o comprometimento da capacidade das demonstrações financeiras de retratar adequadamente a situação patrimonial e financeira da Companhia.

57. O quadro que emerge dos autos é, assim, de inércia diante de sinais de alerta reiterados e suficientemente claros. Os administradores foram informados, ao longo de sucessivos períodos de divulgação, de deficiências relevantes nas demonstrações financeiras e nos controles internos da Companhia, mas não demonstraram ter adotado providências proporcionais à gravidade e à persistência dos problemas.

---

[33] Doc. nº 2139417.

[34] Doc. nº 2139426.

[35] Nesse sentido o depoimento prestado por F.F.S.M (doc. nº 1841281), de que a decisão de comprar participação minoritária na Companhia e atuar em sua administração foi pautada nas informações públicas disponíveis da empresa, que posteriormente se mostraram insuficientes.

[36] Doc. nº 1843458.

58. O art. 176 da Lei nº 6.404/1976 atribui à diretoria a responsabilidade pela elaboração das demonstrações financeiras. Em concreto, o estatuto social da Companhia não atribuía a um diretor específico a responsabilidade pela elaboração dos documentos. Dessa forma, considerando que a obrigação era atribuída à diretoria e em linha com os precedentes desta autarquia, entendo que a responsabilidade deve alcançar os diretores que integravam o órgão no período pertinente[37].

59. A esse respeito, faço referência ao entendimento consolidado deste Colegiado de que dificuldades financeiras não são suficientes para, por si só, justificar a não apresentação das demonstrações financeiras[38]. A meu ver, tal situação também não pode dispensar os administradores do cumprimento dos deveres legais relacionados à sua elaboração, especialmente quando os apontamentos dos auditores independentes indicavam problemas relevantes na representação da situação patrimonial e financeira da sociedade.

60. Laodse Duarte e Edison Cordaro, na condição de diretores, tinham o dever de assegurar que as demonstrações financeiras fossem elaboradas adequadamente e de adotar providências para corrigir as deficiências identificadas. Não se lhes exigia que solucionassem pessoalmente todas as questões técnicas apontadas pelos auditores, mas que buscassem os esclarecimentos necessários e promovessem as medidas cabíveis para saneá-las. A ciência expressa dos apontamentos, somada à ausência de qualquer evidência de providências destinadas a sanar os problemas, revela que deixaram de atuar com a diligência exigida pelo art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

61. Com relação aos conselheiros de administração, a análise deve considerar as atribuições próprias desse órgão. Nos termos do art. 142, inciso III, da Lei nº 6.404/1976, compete ao conselho fiscalizar a gestão dos diretores. Essa função não exige que seus membros assumam as atribuições executivas da diretoria ou acompanhem cada etapa da

[37] Nesse sentido: PAS CVM nº 19957.003594/2021-72, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 12/12/2023; PAS CVM nº 19957.012414/2022-24, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11/07/2023; PAS CVM nº 19957.008185/2021-62, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 29/09/2022; PAS CVM nº 19957.008895/2019-78, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 07/07/2020; e PAS CVM nº RJ 2015/6280, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 30/01/2018.

[38] Nesse sentido: PAS 19957.008895/2019-78, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 07/07/2020; PAS CVM nº RJ2017/3190, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 21/08/2018; e PAS CVM nº RJ2010/12043, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 02/04/2013.

elaboração das demonstrações financeiras. Exige, contudo, que exerçam supervisão efetiva e reajam diante de informações que indiquem deficiências relevantes na condução dos negócios sociais.

62. Como destaquei acima, uma atuação diligente do conselho de administração exigiria que seus membros não se limitassem a receber os documentos encaminhados pela diretoria e a recomendar sua submissão à assembleia. Diante das diversas opiniões adversas e da persistência dos problemas, deveriam ter sido exigidos esclarecimentos ou adotadas medidas para endereçar os pontos trazidos pelos auditores. Contudo, como se viu, os conselheiros se limitaram a aprovar as contas e enviá-las para deliberação da assembleia.

63. No presente caso, os apontamentos dos auditores não eram novos nem isolados. As recomendações não atendidas se repetiam desde 2019, e as deficiências persistiram ao longo de sucessivos períodos de divulgação, inclusive com a emissão de manifestações adversas pelos auditores independentes. Diante desse quadro, uma atuação diligente do conselho de administração exigiria que seus membros não se limitassem a receber os documentos encaminhados pela diretoria e a aprovar as contas. Cabia-lhes buscar esclarecimentos sobre os problemas identificados, questionar a ausência de providências corretivas e acompanhar a atuação da diretoria para solucioná-los.

64. Não se trata de exigir dos conselheiros conhecimento técnico contábil para identificar e corrigir diretamente as deficiências apontadas. O que se esperava era uma postura ativa diante de informações que, por sua gravidade e reiteração, constituíam sinais de alerta inequívocos. A aprovação das contas sem ressalvas, sem questionamentos e sem qualquer encaminhamento destinado a enfrentar os problemas, tal como revelam as atas das reuniões do conselho, evidencia que os conselheiros não exerceram de maneira efetiva as atribuições de exame e fiscalização que lhes competiam.

65. Entendo, assim, que Fábio de Rey e Marcos Osti deixaram de exercer adequadamente seus deveres de fiscalização e diligência, em violação ao art. 153 c/c o art. 142, inciso III, da Lei nº 6.404/1976.

III. CONCLUSÃO E PENALIDADES

66. Os fatos objeto da Acusação ocorreram após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976, aumentando os valores máximos das penas por descumprimento das normas editadas pela CVM. Dessa forma, aplicam-se a este caso os valores previstos na referida lei, observados os parâmetros introduzidos na regulamentação da autarquia pela Instrução CVM nº 607/2019, atualmente refletidos na Resolução CVM nº 45/2021.

67. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

68. Nos termos do art. 1º, inciso I, do Anexo B à Resolução CVM nº 45/2021, o descumprimento do art. 153 da Lei nº 6.404/1976 é considerado grave[39].

69. Assim, com base nas circunstâncias fáticas e em precedentes deste Colegiado[40], fixo as seguintes penas-base:

i) R$150.000,00, pela violação ao art. 153 c/c art. 100, inciso II, da Lei nº 6.404/1976 por Edison Cordaro, na condição de DRI responsável pela manutenção dos livros;

[39] Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, as seguintes hipóteses: I – descumprimento dos arts. 115; 116; 117; 153; 154, caput e §§1º e 2º; 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º; 156, caput e §1º; 165, caput e §§1º e 2º; art. 170, §§1º e 7º, 201; 202, caput e §§5º e 6º; 205, caput e § 3º; 245; 254-A, caput; e art. 273 da Lei nº 6.404, de 1976 [...].

[40] Os precedentes relativos ao descumprimento do dever de diligência relacionados a livros sociais mais recentes, em que foram aplicadas penalidades de R$100 mil, datam da década passada e dizem respeito a fatos anteriores à Lei nº 13.506/2017, cf.: PAS CVM nº 19957.006973/2017-38 (RJ2017/3530), Dir. Rel. Carlos Rebello, j. em 30/07/2019; PAS CVM nº RJ2017/3534, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 19/06/2018; e PAS CVM nº 19957.006972/2017-93, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 19/06/2018.

Precedentes com falhas nas demonstrações financeiras, cf.: PAS CVM nº 19957.003864/2016-88, Dir, Rel. Alexandre Rangel; j. em 22/06/2021; e (ii) PAS CVM nº 19957.009140/2018-18. Dir. Rel. Alexandre Costa Rangel, j. em 21/06/2022.

ii) R$100.000,00, pela violação ao art. 153 c/c art. 142, inciso III, e art. 100, incisos I e II, da Lei nº 6.404/1976 por Fábio de Rey, Laodse Duarte e Marcos Osti, na condição de membros do conselho de administração;

iii) R$300.000,00, pela violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, por Edison Cordaro e Laodse Duarte, na condição de diretores responsáveis pela elaboração das demonstrações financeiras; e

iv) R$200.000,00, pela violação ao art. 153 c/c art. 142, inciso III, da Lei nº 6.404/1976, por Fabio de Rey e Marco Osti, na condição de membros do conselho de administração.

70. Ainda, na dosimetria das penas, considero como circunstância agravante a reiteração do descumprimento do art. 153 por Laodse Duarte e Edison Cordaro[41] e, como circunstância atenuante, os bons antecedentes de Marcos Osti[42]. Cada agravante e atenuante incidirá sobre as penas-base no percentual de 15%.

71. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto por condenar:

i) **Edison Cordaro** às penalidades de:

(a) multa pecuniária de **R$172.250,00** por infração ao art. 153 c/c art. 100, inciso II, da Lei nº 6.404/1976; e

(b) multa pecuniária de **R$345.000,00** por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976;

ii) **Fábio de Rey** às penalidades de:

(a) multa pecuniária de **R$100.000,00** por infração ao art. 153 c/c art. 142, inciso III, e art. 100, incisos I e II, da Lei nº 6.404/1976; e

(b) multa pecuniária de **R$200.000,00** por infração ao art. 153 c/c art. 142, inciso III, da Lei nº 6.404/1976;

[41] Ambos condenados no PAS CVM nº 19957.003864/2016-88, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. 22/06/2021.

[42] Deixo de reconhecer os bons antecedentes de Fábio de Rey diante de sua condenação no PAS CVM nº 19957.005597/2021-41, de minha relatoria, j. em 09/12/2025.

iii) **Laodse Duarte** às penalidades de:

(a) multa pecuniária de **R$115.000,00** por infração ao art. 153 c/c art. 142, inciso III, e art. 100, incisos I e II da Lei nº 6.404/1976; e

(b) multa pecuniária de **R$345.000,00** por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976;

iv) **Marcos Osti** às penalidades de:

(a) multa pecuniária de **R$85.000,00** por infração ao art. 153 c/c art. 142, inciso III, e art. 100, incisos I e II, da Lei nº 6.404/1976; e

(b) multa pecuniária de **R$170.000,00** por infração ao art. 153 c/c art. 142, inciso III, da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 17 de novembro de 2026.

Marina Copola
Diretora Relatora