



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003611/2020-91

Reg. Col. nº 1905/20

Acusados: José Carlos Cardoso

Fernando Passos

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de ex-diretores do IRB Brasil Resseguros S.A. por descumprimento do dever de diligência e pela prática irregular de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários

Relator: Diretor Daniel Maeda

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SPS em face de **(i)** José Carlos Cardoso, na qualidade de Diretor-Presidente do IRB à época dos fatos, para apurar eventual descumprimento do dever de diligência, em infração ao artigo 153 da Lei nº 6.404/1976²; e **(ii)** Fernando Passos, na qualidade de Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores do IRB à época dos fatos, para apurar eventual prática de manipulação de preço no mercado de valores mobiliários, conforme definido no item I c/c item II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 08/1979³.
2. Este PAS originou-se de Inquérito Administrativo que visou apurar o contexto de divulgações de informações falsas, pelos então diretores do IRB, acerca da participação societária da Berkshire Hathaway, companhia de Warren Buffett, no capital da Companhia.

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

² Art. 153. *O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.*

³ *I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não eqüitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

3. Conforme detalhado no Relatório, a Área Técnica concluiu⁴ que ficou comprovada (i) a manipulação de preços das ações IRBR3 entre os dias 26.02.2020 e 03.03.2020, por Fernando Passos, mediante divulgação falsa de participação da Berkshire Hathaway no capital social do IRB; e (ii) a divulgação, por José Carlos Cardoso, durante teleconferência com analistas do mercado, no dia 02.03.2020, de informação falsa a respeito do investimento da Berkshire Hathaway, sem ao mesmo ter verificado se a informação era verídica, atitude essa esperada de um presidente de companhia aberta, razão pela qual teria descumprido seu dever de diligência.

4. Os Acusados apresentaram, tempestivamente, razões de defesa⁵, conforme argumentos, também, já narrados no Relatório. Posteriormente, os documentos referentes ao inquérito policial foram juntados aos autos⁶, assim, a Diretora Relatora à época determinou a intimação dos Acusados para apresentarem eventuais manifestações⁷, as quais foram apresentadas tempestivamente⁸.

5. Os pedidos de produção de provas formulados por Fernando Passos foram apreciados e submetidos à decisão do Colegiado, na forma do artigo 43, §4º, da RCVM nº 45/21⁹. Nessa ocasião, por unanimidade, os demais membros do Colegiado acompanharam meu voto que concluiu pelo indeferimento de todos os pedidos.

6. Feita essa breve introdução, passo a explorar as questões processuais (conexão e recurso com pedido de reconsideração em razão do indeferimento do pedido de produção de provas formado por Fernando Passos) e, posteriormente, o mérito.

II. CONEXÃO

7. Entendo não haver necessidade de que o presente PAS seja apreciado na mesma sessão de julgamento do PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, dada a declaração de conexão constante neste processo, e os efeitos disso decorrentes previstos no artigo 36, § 5º, da RCVM

⁴ Por meio do Relatório nº 4/2021-CVM/SPS/GPS-2 (doc. 1385644).

⁵ Docs. 1467512, 1467513, 1467514 e 1467516 (razões de defesa de Fernando Passos) e doc. 1467519 (razões de defesa de José Carlos Cardoso).

⁶ Docs. 1610566 e 1610577.

⁷ Doc. 1619945.

⁸ Doc. 1638867 (José Carlos Cardoso) e doc. 1644419 (Fernando Passos).

⁹ Art. 43. *Cabe ao Relator decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção, caso deferido o pedido. (...) § 4º Considerando as circunstâncias do processo, o Relator pode encaminhar o pedido de produção de provas à decisão do Colegiado, apresentando relatório e voto.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

nº 45/21¹⁰.

8. A conexão é instituto processual destinado a evitar possíveis riscos à integridade dos processos afeitos, como o decorrente de decisões conflitantes ou incoerentes, por exemplo. Por esse motivo, os processos devem ser distribuídos de forma conexa quando (i) a prova de uma infração ou de qualquer de suas circunstâncias elementares influir na prova de outra infração (RCVM nº 45/21, artigo 36, I); ou (ii) as condutas avaliadas no âmbito dos respectivos processos estiverem ligadas por circunstâncias fáticas (RCVM nº 45/21, artigo 36, II). O caso concreto, conforme análise da Área Técnica acusadora, envolveu a hipótese do inciso II.

9. Entretanto, vale repisar: nem todo conjunto de processos ligados por circunstâncias fáticas oferecerá riscos à integridade de suas decisões se não forem tratados em conjunto. Mesmo que esse fundamento justifique a declaração de conexão de início, como foi feito pela Acusação, o julgador, ao se debruçar sobre os casos e diante da análise das provas e elementos constantes em cada um, poderá concluir ao formar seu juízo que os casos podem ser julgados de forma independente e separada sem nenhum prejuízo, como faço no caso e se passará a explorar adiante.

10. O presente PAS versa exclusivamente sobre eventual prática de manipulação de preços envolvendo uma suposta divulgação de informação falsa acerca da participação da Berkshire Hathaway no capital da Companhia. Por sua vez, o PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, com o qual este foi declarado conexo, aborda questões de natureza societária, como, por exemplo, a falha nas comunicações do IRB a respeito das substituições ocorridas na administração da Companhia, irregularidades no programa de recompra de ações de sua própria emissão, ou eventuais pagamentos de valores irregulares em caráter de bônus aos executivos e empregados do IRB.

11. Nota-se, portanto, que as condutas e a matéria tratada no presente PAS possuem escopo distinto e independente do processo ao qual foi declarado conexo. Da mesma forma, as provas de cada qual servem ao propósito exclusivo de fundamentar as imputações presentes em cada um individualmente, sem qualquer intersecção relevante. Embora os processos envolvam os mesmos acusados, as infrações imputadas em cada caso não apresentam relação direta ou interdependência que exija seu julgamento conjunto.

¹⁰ § 5º *Os processos conexos devem ser apreciados na mesma sessão de julgamento, salvo decisão fundamentada do Relator.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

12. Na oportunidade, vale observar, ainda, a existência de outro processo de investigação de condutas de administradores do IRB, conduzida por meio do PAS CVM nº 19957.003588/2023-87, que trata de forma focada de potenciais irregularidades contábeis, mas que se encontra em fase final de oitiva das defesas e para o qual consta menção, pela área técnica acusadora, de alguma possível conexão com o Processo PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, mas não com este.

13. Quanto ao processo recentemente instaurado - e ainda não distribuído -, também entendo que não há elementos que evidenciem qualquer impacto relevante deste sobre o julgamento do presente PAS. Ressalto, ainda, que, conforme indicado na peça acusatória, o PAS CVM nº 19957.003588/2023-87 guarda conexão exclusivamente com o PAS CVM nº 19957.003612/2020-35. A instauração recente do novo PAS não obsta o prosseguimento do presente processo, especialmente diante da necessidade de assegurar celeridade e efetividade na análise e julgamento das infrações em questão.

14. Assim, considerando a distinção entre as imputações e os fatos que as fundamentam, a apreciação, pelo julgador, acerca da autoria, materialidade e culpabilidade dos acusados é independente em cada processo. Essa autonomia permite que os julgamentos sejam realizados separadamente, sem prejuízo à integridade dos procedimentos e resultados esperados, ao mesmo tempo em que favorece a celeridade processual no tratamento desses casos.

15. Dessa forma, não vislumbro “risco de contradição ou conflito entre as decisões a serem proferidas” (RCVM nº 45/21, art. 36, §6º, I) ou “risco de prolação de decisões contraditórias ou conflitantes casos decididos separadamente” (RCVM nº 45/21, art. 36, §6º, II)¹¹.

16. Conforme apontado no voto do Diretor Otto Lobo, no âmbito do PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, julgado em 31.10.2023, o Sr. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, do e. Superior Tribunal de Justiça, sedimentou sobre o tema:

Na linha da jurisprudência desta Corte, a reunião dos processos por conexão configura faculdade atribuída ao julgador, sendo que o art. 105 do Código de Processo Civil (‘Havendo

¹¹ § 6º O Colegiado pode, em decisão fundamentada: I – determinar a livre distribuição de processos conexos, quando, a seu juízo, as condições a que se referem os incisos I e II do caput deste artigo não ocasionarem risco de contradição ou conflito entre as decisões a serem proferidas; ou II – determinar a reunião para apreciação ou julgamento conjunto de processos que possam gerar risco de prolação de decisões contraditórias ou conflitantes caso decididos separadamente, ainda que não se trate de situação especificamente prevista nos incisos I e II do caput.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

conexão ou continência, o juiz, de ofício ou a requerimento de qualquer das partes, pode ordenar a reunião de ações propostas em separado, a fim de que sejam decididas simultaneamente”) concede ao magistrado certa margem de discricionariedade para avaliar a intensidade da conexão e o grau de risco da ocorrência de decisões contraditórias. (...) Na mesma linha, consoante entendimento assente nesta Corte, justamente por traduzir faculdade do julgador, a decisão que reconhece a conexão não impõe ao magistrado a obrigatoriedade de julgamento conjunto. A avaliação da conveniência do julgamento simultâneo será feita caso a caso, à luz da matéria controvertida nas ações conexas, sempre em atenção aos objetivos acima declinados (evitar decisões conflitantes e privilegiar a economia processual).¹²⁻¹³

17. Cumpre destacar que a exposição da fundamentação referente à decisão de julgamento de processos conexos em sessões de julgamento distintas observa os princípios da transparência e da eficiência a que a Administração Pública se submete.

18. Dessa forma, em atenção ao princípio da eficiência processual e razoável duração do processo, não vislumbro prejuízos no julgamento deste PAS antes dos outros processos aqui mencionados, em linha com a prática já adotada pela CVM¹⁴.

19. A defesa de José Carlos Cardoso apresentou, nesse contexto, petição incidental na qual solicitou a “retirada do processo da pauta da sessão de julgamento”, fundamentada em 3 razões essenciais: (1) a conexão declarada deste processo com o Processo PAS CVM nº 19957.003612/2020-35, o que exigiria que o julgamento de ambos fosse realizado de forma conjunta; (2) a potencial conexão deste processo com o PAS CVM nº 19957.003588/2023-87 acima citado, que geraria similar necessidade; e (3) a desconsideração, neste julgamento, das provas obtidas do Inquérito da Polícia Federal ao qual a CVM teve acesso, pois, segundo a defesa, tais elementos de prova favoreceriam um juízo de absolvição a respeito de sua conduta no caso.

20. Em relação aos dois primeiros pontos, remeto às considerações anteriores já feitas que justificaram minha decisão de separação do julgamento dos dois processos considerados conexos. Como se vê, a própria regulamentação da CVM admite que processos conexos sejam

¹² STJ, REsp nº 1.255.498 - CE, 3ª Turma, j. em 19.06.2012.

¹³ No mesmo sentido: STJ, REsp nº 1.366.921, 3ª Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, julgado em 24.02.2015; TJRJ, Agravo de Instrumento nº 0040312-91.2015.8.19.0000, 24ª Câmara Cível, Rel. Des. Celso Silva Filho, julgado em 19.08.2015.

¹⁴ PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, Relator Diretor Otto Lobo, julgado em 31.10.2023 e PAS CVM nº 19957.004381/2021-68, Relator Presidente João Pedro Nascimento, julgado em 11.04.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

julgados em momentos distintos, desde que de forma justificada, como feito no caso.

21. Quanto ao terceiro ponto, faço referência aos argumentos apresentados no voto em que analisei o pedido de produção de provas formulado por Fernando Passos (parágrafos 105, 106 e 107 do Relatório) para concluir que a preocupação externada pela defesa, ainda que compreensível, não se sustenta em razão das conclusões do voto em relação à conduta deste acusado, que caminharam para a absolvição independente da avaliação de tais provas, como se verá adiante.

III. RECURSOS ADMINISTRATIVOS

22. Em 03.12.2024, o Acusado Fernando Passos protocolou recurso c/c pedido de reconsideração¹⁵ em face da decisão que inferiu seu pedido de produção de provas¹⁶.

23. Nessa ocasião, em suma, ele solicitou o desentranhamento de todos os documentos oriundos, direta e indiretamente, do Inquérito Policial e, assim, que fosse intimado para apresentar manifestação, nos termos do artigo 46 da RCVM nº 45/21¹⁷ e a retirada desse PAS da pauta da sessão de julgamento do dia 19.12.2024. Solicitou, ainda, o acesso integral às conversas de *WhatsApp* constantes nos documentos SEI nº 1267469, 1267479, 1267488, 1267704, 1267705, 1267709 e 1267792 ou, subsidiariamente, o desentranhamento de tais documentos e, assim, que também fosse intimado para apresentar manifestação, nos termos do mesmo artigo já citado.

24. Indefiro todos os pedidos formulados no recurso pelos motivos expostos abaixo.

25. Inicialmente, importante esclarecer que as provas obtidas por meio do Inquérito Policial foram colhidas por autoridade policial no âmbito de investigação criminal e compartilhadas com a CVM a partir de interações mantidas com a Polícia Federal.

26. Pelo fato de as evidências (mensagens extraídas do celular de Fernando Passos) terem sido produzidas em âmbito criminal, como já mencionado no voto em que analisei o pedido de produção de provas (capítulo VIII do Relatório), entendo que o julgador competente na esfera penal está em melhor posição para avaliar a alegação da ilicitude da prova (mencionada pelo

¹⁵ Doc. 2216691.

¹⁶ Docs. 2191252 e 2203383.

¹⁷ Art. 46. *Aos acusados deve ser concedido o prazo de 15 (quinze) dias para se manifestarem sobre as provas produzidas, independentemente de haver, ou não, acompanhado a sua produção.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Acusado nesse PAS e explorada na esfera criminal), que perpassa questões relativas às matérias sob sua competência. No entanto, cabe à Autarquia, no julgamento do caso, decidir se a prova deveria ou não ser considerada na análise da conduta do acusado. E caso resolva por considerá-la, inclusive formar sua própria convicção a respeito da regularidade dessas provas.

27. Isso porque a independência entre as esferas penal e administrativa já foi amplamente reconhecida em precedentes da CVM¹⁸ e do Poder Judiciário¹⁹, e conduz à conclusão de que os processos administrativos sancionadores tramitam de forma autônoma da esfera judicial, não devendo a apuração aguardar o avanço ou término de eventual ação penal (ou de qualquer outra natureza) que porventura ainda esteja em curso.

28. Assim, o fato de ter votado pelo indeferimento do pedido de produção de provas formulado pelo Acusado naquela ocasião, considerando-o desprovido de objeto devido à minha decisão de não levar em conta nenhuma dessas provas na análise de mérito do presente PAS, não implica que essas provas devam ser excluídas dos autos do processo, pois não houve qualquer juízo a respeito de sua legalidade. E nem haveria por que fazê-lo, afinal, elas são desnecessárias e irrelevantes à formação do meu juízo sobre o caso.

29. Além disso, como se verá a seguir, não utilizei essas provas em minha análise de mérito uma vez que o processo conta com diversas outras evidências independentes que me permitiram compreender os fatos e avaliar os argumentos apresentados pela acusação e pelas defesas. As provas que efetivamente considerei foram aquelas coletadas pela Área Técnica durante a instrução do processo, como depoimentos e respostas a ofícios, as quais, inclusive, também foram disponibilizadas para o Acusado.

30. Nesse sentido, afasto a alegação do Acusado de cerceamento de defesa, bem como a de que não teve pleno acesso à integralidade do conteúdo utilizado como base para as acusações, tampouco a de que não teve a oportunidade de “*produzir todas as provas que considerou convenientes e necessárias*”, tendo em vista que todas as provas foram devidamente

¹⁸ Por exemplo: (i) PAS CVM n° RJ2015/5002, julgado em 15.03.2016; (ii) PAS CVM n° RJ2013/1852, julgado em 06.10.2015; e (iii) PAS CVM n° SP2011/233; julgado em 25.03.2014 – nesses três Diretor Relator Roberto Tadeu; (iv) PAS n° RJ2007/11399, julgado em 03.07.2008, Diretor Relator Eli Loria; (v) PAS CVM n° RJ2005/033, julgado em 05.10.2005; e (vi) PAS n° RJ2002/2941, julgado em 23.03.2004 – nesses dois Diretora Relatora Norma Parente.

¹⁹ Por exemplo: (i) STF, Ag no RE 841.612/DF, julgado em 18.11.2014, Min. Relatora Carmen Lúcia; (ii) RE 2691.306/MS, julgado em 16.08.2012, Min. Relator Cezar Peluso; e (iii) STF, MS 21.545, julgado em 11.03.1993, Min. Relator Moreira Alves



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

disponibilizadas, garantindo-lhe ampla oportunidade de manifestação, em conformidade com os princípios do contraditório e da ampla defesa. De igual forma, ele poderia ter trazido ao processo qualquer tipo de prova, evidência ou elemento que julgasse útil à formação de um juízo de absolvição o que, por uma livre decisão sua, nunca fez.

31. Ainda, como ficou claro em seu depoimento à CVM, Fernando Passos teve a oportunidade de prestar todos os esclarecimentos necessários perante esta Autarquia, algo que fez com desenvoltura e desembaraço. O Acusado também apresentou razões de defesa e manifestação complementar à defesa. Assim, a ausência da cadeia de custódia de algumas mensagens juntada aos autos (que sequer foram levadas em consideração na formação de meu convencimento) não prejudicou seu direito de defesa.

32. Quanto ao pedido de intimação para apresentar manifestação, nos termos do artigo 46 da RCVM nº 45/21, cabe esclarecer que o dispositivo dispõe que aos acusados “deve ser concedido o prazo de 15 (quinze) dias para se manifestarem sobre as provas produzidas, independentemente de haver, ou não, acompanhado a sua produção” (grifo). Contudo, nenhuma nova prova foi adicionada aos autos e, volto a registrar, tampouco fiz uso dessas provas discutidas pelo Acusado na avaliação do caso. Por essa razão, entendo que qualquer pedido relacionado a essas provas sequer mantém algum objeto.

33. Em 09.12.2024, José Carlos Cardoso também apresentou recurso contra uma parte da decisão do Colegiado de 05.11.2024, que avaliou o pedido de produção de provas formulado por Fernando Passos. O Acusado argumentou, em suma, que a decisão não considerou os seus interesses e solicitou a revisão da decisão no que tange a manifestação de irrelevância das conversas extraídas do aparelho eletrônico de Fernando Passos, tendo em vista que esses documentos são relevantes para sua defesa.

34. Indefiro o recurso apresentado pelos mesmos fundamentos já expostos anteriormente. Reitero, ainda, que cabe ao julgador realizar o juízo de valor sobre as provas apresentadas nos autos. Ademais, conforme mencionado, o presente PAS conta com um conjunto probatório robusto, suficiente para a análise de mérito. Dessa forma, como será demonstrado ao longo deste Voto, o direito de defesa do acusado não foi prejudicado, já que as evidências disponíveis permitem avaliar adequadamente se ele agiu de acordo com seu dever de diligência.

35. Por esses motivos, indefiro os pedidos formulados por Fernando Passos e José Carlos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Cardoso nessa ocasião. Assim, passo para a análise de mérito do PAS.

IV. MÉRITO

Fernando Passos

36. A SPS imputa à Fernando Passos a prática de manipulação de preços, tal como definida no inciso II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 08/1979²⁰, e tipificada como crime no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976.

37. Como já tive oportunidade de me manifestar anteriormente²¹, a prática desse ilícito requerer a presença de alguns elementos, quais sejam: (i) a utilização de qualquer processo ou artifício; (ii) destinado a alterar a cotação de um valor mobiliário; (iii) induzindo terceiro à negociação; e (iv) a presença de dolo.

38. A fiscalização e a punição desse ilícito são de extrema importância para a higidez do mercado de capitais, posto que afeta diretamente a integridade do processo de formação de preço dos valores mobiliários negociados em ambientes regulamentados, o que pode, em última instância, afetar a própria credibilidade de investidores em seu regular funcionamento.

39. Em benefício da síntese, não me estenderei em mais considerações teóricas acerca do tema e das diversas modalidades de práticas de manipulação de preços, visto que este tema já foi amplamente explorado em sede de julgamentos anteriores²². Cabe apenas ressaltar que esse tipo administrativo não exige a comprovação de um resultado material efetivo, contudo, é imprescindível a identificação do meio ardiloso utilizado, a existência de impacto na cotação e a demonstração de um nexo de causalidade entre a conduta e o impacto nas cotações.

40. A análise do presente caso não consiste em verificar a irregularidade do *modus operandi* de um investidor que insere ofertas artificiais no livro de negociação com o intuito de promover cotações enganosas, como usualmente é visto na maioria dos precedentes da CVM. A

²⁰ II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;

²¹ PAS CVM nº 19957.001865/2024-06, de minha relatoria e manifestação de voto no PAS CVM nº 19957.012197/2023-53, de relatoria do Diretor João Accioly, ambos julgados 05.11.2024.

²² Cito, por exemplo: PAS CVM nº RJ2013/5194, Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 19.12.2014; PAS CVM nº RJ2016/7192, Diretor Relator Henrique Machado, julgado 13.03.2018; PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 02.06.2020; PAS CVM nº 19957.004600/2018-11, Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 27.10.2020; PAS CVM nº 19957.008751/2019-11, Relator Presidente Marcelo Barbosa, julgado em 17.11.2020; e PAS CVM nº 19957.009452/2018- 13, Diretor Relator Otto Lobo, julgado em 21.06.2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

manipulação de preço desse PAS possui algumas peculiaridades, pois teria sido causada pela divulgação proposital de uma informação falsa, com o intuito de induzir terceiros ao erro e impactar positivamente a cotação da ação do IRB.

41. A informação falsa trata-se da participação da Berkshire Hathaway no capital social do IRB, cuja autoria de sua disseminação foi atribuída, pela SPS, a Fernando Passos, que, à época dos fatos, ocupava o cargo de Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores do IRB.

42. Para julgarmos o caso, é preciso entender a origem dessa notícia, quem a disseminou e por qual motivo.

43. Como detalhado no Relatório (parágrafos 8 e 9), essa notícia foi veiculada na mídia no dia 26.02.2020, Quarta-Feira de Cinzas, o que resultou em uma valorização de 13,2% na cotação do ativo IRBR3. No entanto, como apurado pela Área Técnica, dias antes da notícia repercutir no mercado, o tema já era disseminado internamente no IRB.

44. Durante as oitivas realizadas pela CVM, foi questionado aos depoentes quando e quem os informou a respeito da participação acionária da Berkshire Hathaway. Abaixo destaco algumas dessas respostas (com grifos):

A.B.L., membro do Conselho de Administração do IRB²³: *Eu recebi essa notícia por meio de uma mensagem de WhatsApp do CFO da companhia. É não me lembro aqui exatamente a data mas acho sábado de Carnaval ou ali durante o Carnaval. Exatamente que o Berkshire tinha aumentado a participação dele na companhia. não só tinha feito uma posição, mas tinha aumentado é a participação...*

V.J.A.A., membro do Conselho de Administração do IRB²⁴: *Eu recebi essa notícia pelo Fernando Passos, através de uma mensagem de WhatsApp, quando ele me envia uma foto de uma que seria uma planilha, digamos assim, com os dizeres: Olha só quem está aproveitando para comprar uma posição, ou para voltar a comprar o IRB após a baixa das ações. Então, me foi passado com uma notícia dada pelo Fernando, dando conta de uma aquisição por parte da Berkshire Hathaway;*

²³ Doc. 1268626.

²⁴ Doc. 1268425.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

D.C.S., Gerente de Marketing e Comunicação do IRB²⁵: *...eu recebi essa informação do Fernando Passos no dia 22 de fevereiro, sábado de Carnaval, pela manhã, ele me enviou um print de uma tela de computador contendo informações sobre a base acionária da companhia dizendo que, é, o Berkshire Hathaway havia aumentado sua participação no IRB nos, né, nos dias anteriores, que aquela informação era uma informação positiva para a companhia e me pediu pra, é, passar a informação pra assessoria de imprensa pra assessoria de imprensa avaliar um jornalista do nosso relacionamento pra passar aquela informação. E eu passei com, né, seguindo orientação que eu recebi do Fernando Passos, que era o responsável pela área de RI e também porta-voz oficial da companhia, e eu passei a informação para a assessoria de imprensa, a assessoria de imprensa trabalhou nessa estratégia ao longo do Carnaval, e a informação acabou sendo veiculada pelo Broadcast no dia 26 de fevereiro, Quarta-feira de Cinzas;*

S.M.N., DRI não estatutária do IRB²⁶: *Naquela época, no momento em que foi mencionado pelo Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores a questão da Berkshire Hathaway, eu desconhecia a participação dela na nossa base acionária. Eu tomei conhecimento da informação sobre a Berkshire foi, é..., no final de semana quando a gente estava indo para Londres, a caminho desse non-deal roadshow²⁷, em que ele me encaminhou uma imagem e, também, juntamente com um arquivo em PDF com a base acionária em que constava a Berkshire Hathaway. Até então, é..., eu desconhecia que ela detinha uma participação da Companhia, fosse direta ou indiretamente; e*

José Carlos Cardoso, Diretor-Presidente do IRB²⁸: *Foi a área de RI, foi um comentário da S. ou do Fernando que chegou e falou, olha, Berkshire está participando...*

45. Assim, constata-se, com base nos depoimentos, que Fernando Passos foi o responsável por disseminar a informação internamente na Companhia durante a semana do Carnaval (entre 21 e 26 de fevereiro de 2020) – dias antes da veiculação na mídia. Esses depoimentos, prestados

²⁵ Doc. 1268585.

²⁶ Doc. 1268385.

²⁷ Conforme seu depoimento, o roadshow começou na segunda feira, dia 24 de fevereiro.

²⁸ Doc. 1303524 (13min15seg).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

por diferentes pessoas da Companhia nas mais variadas posições estatutárias e não estatutárias, convergem em tempos e movimentos, assim como em contexto e conteúdo. Assim, cada uma delas e todas em seu conjunto conferem uma verossimilhança e consistência à tese de Fernando Passos como a origem da falsa informação que reputo como incontestável.

46. Ao ser questionado sobre como ocorreu a divulgação da informação a respeito do investimento da Berkshire Hathaway no IRB, Fernando Passos afirmou, em seu depoimento à CVM²⁹, que apenas repassou uma informação que havia recebido de José Carlos Cardoso.

47. Nesse contexto, ele explicou que José Carlos Cardoso lhe contou que, após a publicação das demonstrações contábeis do IRB, entre 18 e 20 de fevereiro, o Sr. A.J., *head* da área de resseguros da Berkshire Hathaway, encaminhou um e-mail parabenizando-o e sinalizando que “*estava ampliando a participação deles na empresa para além de, salvo engano naquela ocasião era de quase 5% ou 3% do capital*”. Ainda, relatou que comentou com algumas pessoas do IRB a informação que havia recebido do Diretor-Presidente e que, com base nisso, fizeram uma simulação na base acionária do IRB para verificar qual seria o tamanho da Berkshire Hathaway no *ranking* de acionistas, o que, em suas palavras, ocasionou a “*famosa planilha do mal-entendido*”.

48. Mas essa linha de defesa não se sustenta. Como se vê dos próprios depoimentos, todos informaram que receberam a informação de Fernando Passos, e não de José Carlos Cardoso. E mais: em nenhum desses depoimentos consta qualquer remissão, ainda que indireta, a que a informação estaria sendo repassada a eles. Até pelo contrário: consta em diversos depoimentos que o fundamento para a informação seria uma planilha (às vezes reportada como “um PDF”), de lavra do próprio Acusado, na qual constaria tamanha participação.

49. Também soa irrealista a tese de defesa do Acusado neste ponto: a se acreditar que a fonte primária da falsa informação fosse José Carlos Cardoso, ao menos um dos depoentes também o citaria como fonte. Além disso, seria de se esperar que esse depoente procurasse Fernando Passos, dadas suas responsabilidades estatutárias e legais, para confirmar essa informação. Mas, de novo, o que se depreende de todos os depoimentos, sem exceção, é que a iniciativa das conversas era sempre de Fernando Passos. E seu intuito, a disseminação, partindo do Acusado, dessa informação falsa.

²⁹ Doc. 1293338 (11min).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

50. O Acusado também negou que teria falado com jornalistas; no entanto, o depoimento da Gerente de Marketing e Comunicação do IRB, somado ao fato de a notícia ter sido veiculada no dia 26.02.2020, demonstram que, de fato, a imprensa foi comunicada a pedido de Fernando Passos – antes mesmo do IRB divulgar qualquer comunicado oficial. Sendo assim, o argumento apresentado por ele não me convence.

51. A CVM também ouviu a versão do Diretor-Presidente do IRB. Em suma, ele afirmou que: (i) o IRB já fazia negócios de resseguro com a Berkshire Hathaway há dois anos (operação que chamava de retrocessão); (ii) o Sr. A.J. nunca o comunicou sobre possíveis investimentos acionários na Companhia; (iii) a participação que poderia ter mencionado Fernando Passos era sobre a retrocessão, e não a acionária; (iv) foi a área de RI que o informou sobre o investimento da Berkshire Hathaway no capital social do IRB; e (v) que Fernando Passos não explicou esse contexto à CVM de uma forma adequada.

52. A conduta de José Carlos Cardoso será analisada no próximo item deste Voto. No entanto, em relação a Fernando Passos, ainda que se admitisse, com um grande esforço, seu inverossímil argumento de que a dita 'informação' teria sido recebida de outrem, nem essa suposição poderia socorrê-lo. Afinal, chama a atenção que mesmo esse cenário imaginado teria que conviver com o fato - este sim demonstrado - de que, em nenhum momento, Fernando Passos teve qualquer preocupação em confirmar a veracidade do que seria apenas um boato, apesar de seus deveres estatutários.

53. Assim, pergunto: sua omissão foi proposital? O seu objetivo era induzir os administradores e o mercado ao erro? Se sim, por qual motivo?

54. A DRI não estatutária, ao longo de sua oitiva, informou que a base acionária é enviada pelo escriturador, mas que a informação possui um *delay* de 3 a 4 dias úteis. Por essa razão, na segunda feira, dia 24.02.2020, após ter recebido a notícia de seu superior direto (Fernando Passos), ela pediu para que sua equipe confirmasse se havia investimento, direto ou indireto, da Berkshire Hathaway na base acionária do IRB, e frisou que, até receberem o documento atualizado do escriturador, a informação não deveria ser disseminada. No entanto, ela também relatou que, ainda durante o final de semana, dia 22.02.2020, Fernando Passos mencionou que ele encaminharia a informação para os membros do Conselho de Administração do IRB – o que, de fato, ele fez, como relatado nos depoimentos dos conselheiros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

55. Ora, nota-se que Fernando Passos dispunha de mecanismos para confirmar a veracidade dessa informação; no entanto, não aguardou a confirmação de sua equipe de RI sobre a base acionária do IRB – na verdade, conforme apurado, a solicitação sequer partiu dele – e, mesmo assim, disseminou uma informação imprecisa como se fosse verdadeira, induzindo os administradores do IRB e todo o mercado a erro.

56. Como visto, Fernando Passos ocupava o cargo de Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores do IRB. Ao analisar o Estatuto Social da Companhia, vigente à época dos fatos, dentre as atividades atribuídas a ele, destaco a seguinte:

(vi) representar a Sociedade perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e demais entidades do mercado de capitais e instituições financeiras, bem como órgãos reguladores e bolsas de valores, nacionais e estrangeiros, nas quais a Sociedade tenha valores mobiliários admitidos à negociação, além de fazer cumprir as normas regulamentares aplicáveis à Sociedade no tocante aos registros mantidos junto à CVM e junto aos órgãos reguladores e bolsas de valores nas quais a Sociedade tenha valores mobiliários admitidos à negociação e administrar a política de relacionamento com investidores. (grifo)

57. Isto é, além de Vice-Presidente Executivo do IRB, ele também exercia a função de DRI estatutário, o que implicava que ele possuía diversos deveres e responsabilidades legais e estatutárias perante a Companhia, investidores, órgãos reguladores e o mercado como um todo. **Assim, a confirmação da veracidade de qualquer informação recebida (relevante ou não), mesmo que vinda de uma pessoa de confiança, era de sua competência, nessa condição,** antes de sua disseminação interna ou de sua comunicação à imprensa.

58. Adicionalmente, no que se refere a política de relacionamento com investidores e comunicação com o mercado, uma passagem do depoimento da Gerente de Marketing e Comunicação do IRB³⁰ se destaca: ao ser questionada sobre quem era o “porta-voz” oficial da Companhia, ela responde que era Fernando Passos e que, à época dos fatos, existia um documento oficial do IRB que o nomeava como tal. Acrescentou, ainda, que, atualmente, esse documento abrange o Diretor-Presidente e o Vice-Presidente de Relações com Investidores, mas que, naquela ocasião, era apenas o Fernando Passos.

³⁰ Doc. 1268585.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

59. A DRI não estatutária do IRB, então subordinada de Fernando Passos, também relatou à CVM que era ele quem tinha “canal direto” com a área de comunicação/assessoria de imprensa³¹.

60. Fernando Passos ocupava esse cargo desde 2014 e desempenhava a função de DRI estatutário de uma companhia aberta desde a abertura de capital do IRB, em 2017. Portanto, não há o que se falar em desconhecimento de suas atribuições e responsabilidades.

61. Vale ressaltar, inclusive, que, durante o seu depoimento, ao definir a sua função na Companhia, perante os *stakeholders*, Fernando Passos alegou que exercia “*o papel típico do diretor de relações com os investidores, papel típico: interagir com o mercado, levar as informações da companhia para o mercado, sempre as informações oficiais, sempre com isonomia, papel típico de um diretor de relações com os investidores*”³².

62. Dessa forma, a meu ver, sabendo exatamente o que era esperado de sua função, conforme dispõe a Lei e os regimentos interno do IRB, seu comportamento omissivo quanto à confirmação de uma informação relevante (lembrando que se trata ainda da suposição de que Fernando Passos teria apenas recebido a informação) foi claramente proposital, para evitar a possibilidade de “descobrir” que se tratava de uma informação falsa. Assim, a indução de terceiros a erro seria, ainda assim, um resultado possível e aceito pelo Acusado, pelos benefícios que esperava obter. Ou seja, mesmo nesse cenário a conduta ainda terá sido dolosa e caracterizará infração de manipulação de preços.

63. Adicionalmente, um outro comportamento ilegal foi identificado pela Acusação: a indicação de Márcia Cicarelli, à época procuradora, perante a SUSEP, da Berkshire Hathaway, ao Conselho Fiscal do IRB.

64. Conforme detalhado no Relatório, segundo a SPS, essa indicação seria mais uma “*manobra*” de Fernando Passos para “*dar um ar*” de veracidade à informação falsa por ele disseminada, levando investidores a uma interpretação errada acerca da realidade dos fatos. Nesse sentido, concordo integralmente com o entendimento da Área Técnica e, ao analisar o teor dos depoimentos juntados nos autos, fica claro que essa indicação não ocorreu “por acaso” ou uma mera coincidência.

³¹ Doc. 1268385.

³² Doc. 1293228 (18min20seg).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

65. Conforme relatado pelo Diretor de Sinistros do IRB em seu depoimento à CVM, durante o Carnaval, Fernando Passos lhe perguntou se ele conhecia o representante legal da Berkshire Hathaway no Brasil. Ao responder que sim, e informar que se tratava da advogada Márcia Cicarelli, foi solicitado que entrasse em contato com ela³³.

66. Observa-se, portanto, que (i) o objetivo de Fernando Passos era procurar alguém que estivesse ligado, de certa forma, à Berkshire Hathaway, independentemente de quem fosse essa pessoa; e (ii) a interação com o Diretor de Sinistros do IRB ocorreu durante o Carnaval, ou seja, mesmo período em que Fernando Passos começou a disseminar a informação falsa dentro da Companhia.

67. Essa conjunção de fatos e desígnios, a meu ver, denota uma intenção deliberada de Fernando Passos em induzir o mercado e os administradores da própria Companhia a erro quanto ao investimento da Berkshire Hathaway. Não se tratou, assim, apenas de um descuido, uma omissão não intencional, uma negligência. O que, aliás, já seria particularmente grave para alguém da função para essa natureza de assunto.

68. Ao analisar a resposta de Márcia Cicarelli ao ofício enviado pela GPS-2³⁴, em que ela relatou como recebeu a proposta para integrar o Conselho Fiscal do IRB, dois pontos sobressaem: (1º) a data em que o convite foi feito, assim como a urgência exigida para que ela retornasse com uma resposta; e (2º) a falta de transparência da companhia no diálogo com a advogada.

69. Sobre as datas, o convite foi feito no dia 27.02.2020, quando foi solicitado que a resposta fosse dada no mesmo dia. Para contextualizar, é importante lembrar que no dia anterior, 26.02.2020, a mídia havia divulgado a primeira notícia a respeito da participação acionária da Berkshire Hathaway no IRB, e as ações do IRB sofreram forte valorização.

70. No dia 27.02.2020, Márcia Cicarelli recebe e aceita o convite. Já no dia 28.02.2020, o nome da advogada foi sugerido na Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária. Nesse mesmo dia, nova reportagem é veiculada na mídia, dando publicidade à indicação de Márcia Cicarelli

³³ Doc. 1331544 (13min15seg) - “Durante o Carnaval, o Sr. Fernando Passos me procurou e pediu para que eu procurasse a Sra. Márcia. Na verdade, ele me perguntou primeiro se eu conhecia o representante legal da Berkshire no Brasil, quando a Berkshire tinha uma eventual admitida aqui, tá?! Respondi que conhecia sim, a Márcia Cicarelli, que era uma advogada do mercado. [Ele] perguntou qual era a minha relação com ela, falei: tenho uma relação profissional com ela, ela é advogada do mercado, trabalha no escritório D., conheço sim. Então [ele disse] você procura ela e fala que a gente tá querendo um advogado no conselho e que o IRB está pensando nela, que você pensou no nome dela...”

³⁴ Ofício nº 242/2020/CVM/SPS/GPS-2 (doc. 1266893) e resposta (doc. 1266935).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

no conselho de IRB; novamente, o ativo IRBR3 é impactado positivamente. Como se vê, a data do convite coincide perfeitamente com o *timing* das notícias veiculadas na mídia, o que de fato contribuía para dar uma aparência de veracidade à informação falsa criada pelo Acusado.

71. Em relação ao segundo ponto, relativo à falta de transparência da Companhia nos contatos com a advogada, devido à falta de esclarecimentos mais precisos ou detalhados por parte do IRB (o que também compõe o comportamento ardiloso já reconhecido de Fernando Passos), a própria Márcia Cicarelli acabou por ser induzida a erro, tanto que, antes mesmo de sua efetiva eleição, ela optou por desistir da indicação e formalizar sua recusa à indicação para o cargo, em 05.03.2020.

72. A administração do IRB já havia sido induzida a erro e, como ela ainda não havia divulgado nenhum comunicado oficial, essas “manobras” de Fernando Passos contribuíram para induzir o mercado como um todo ao mesmo erro – evidenciado pela valorização das ações da Companhia, mesmo em um contexto mais amplo de forte queda das ações.

73. Outro fator apurado pela SPS sobre o qual gostaria de tecer considerações é a teleconferência entre os executivos do IRB, José Carlos Cardoso e Fernando Passos, e analistas de mercado, realizada em 02.03.2020, na qual foi divulgada a informação falsa. É pertinente analisar a postura de Fernando Passos nessa ocasião.

74. Após a fala do Diretor-Presidente do IRB, Fernando Passos o complementa no sentido de que a participação societária da Berkshire Hathaway no IRB era “um gesto de aproximação” entre as companhias³⁵.

75. Em seu depoimento à CVM, a todo momento, Fernando Passos atribui a divulgação da informação inverídica exclusivamente a José Carlos Cardoso³⁶. No entanto, concordo com a Área Técnica de que a tentativa do Acusado em atribuir o Diretor-Presidente do IRB a responsabilidade exclusiva pela divulgação da informação falsa não se sustenta, tendo em vista que, de um lado, a disseminação dessa informação ocorreu antes da referida teleconferência,

³⁵ Conforme descrito na Ata Notarial juntada no processo: “*Eu acho que é um gesto de aproximação, né, Cardoso, é isso*” (doc. 1267740).

³⁶ Doc. 1293338 (12min35seg) “*A certa altura dessa conferência, um dos analistas pergunta sobre o tema Berkshire, e vocês vão ver lá claramente na gravação que eu, com todas as palavras, disse que esse tema Berkshire, quem tem essa relação de proximidade é o Cardoso, vou passar para ele para ele responder. Nós estávamos até em salas diferentes, para aquela coisa de um não dar eco para o outro. E, então, o Cardoso relata a relação histórica dele com a Berkshire, diz do investimento, diz que estava muito feliz, e tudo. Eu, naquele momento ali, entendia que a informação que o Cardoso tinha passado para mim há tempos atrás, e que ele estava passando ali, era verdade. Eu jamais entendi que aquilo não procedia.*”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

mais precisamente, na semana do Carnaval e, conforme visto, foi feita por Fernando Passos e por iniciativa dele. E, de outro, o desembaraço para expor o suposto “fundamento” do investimento da Berkshire Hathaway reforça a constatação de que a informação falsa partiu dele, e não de qualquer outra pessoa.

76. Ademais, como já mencionado, o Acusado, na posição de DRI estatutário, dispunha de mecanismos para confirmar a veracidade da informação, se assim quisesse. Contudo, e inclusive como mais um elemento de reforço de que se tratava do autor do boato, optou por disseminá-la como se verdadeira fosse e por criar artifícios para sustentar essa mentira.

77. Seguindo a cronologia dos fatos, conforme detalhado no Relatório, a SEP enviou questionamentos a Fernando Passos, na qualidade de DRI, para apurar o teor das diversas notícias veiculadas na mídia. Em 03.03.2020, por meio de comunicado ao mercado, o IRB alegou, em suma, que após “*análise criteriosa da base acionária da Companhia na posição de 27.02.2020*” verificaram que o grupo Berkshire Hathaway “*não é acionista que detenha percentual mínimo de 5% das ações da Companhia, hipótese em que a aquisição deve ser divulgada ao mercado*” e que “*a Companhia nunca afirmou que tal grupo fosse acionista*”.

78. O teor desse comunicado é, no mínimo, incoerente com a postura que Fernando Passos vinha adotando ao disseminar a informação falsa dentro da Companhia e junto à imprensa desde a semana do Carnaval, assim como as declarações durante a teleconferência com o mercado realizada em 02.03.2020. Embora a Companhia realmente não tivesse publicado nenhum documento oficial afirmando que a Berkshire Hathaway havia adquirido posição relevante, o Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores, que representa a Companhia, a estava divulgando extraoficialmente, usando diversos artifícios para dar robustez a esse falso cenário.

79. Ainda na noite de 03.03.2020, a Berkshire Hathaway publicou um comunicado no site de uma companhia do mesmo grupo³⁷, em que esclarecia, em tradução livre, “*não ser, nunca ter sido e não ter intenção de tornar-se acionista do IRB*”. Essa notícia teve um impacto negativo relevante na cotação do ativo IRBR3, resultando em uma queda de aproximadamente 32% em relação ao pregão do dia anterior.

80. Ao analisar o comportamento de Fernando Passos durante o período relacionado a esse PAS, a meu ver, a presença do dolo é evidente, tendo em vista que ele utilizou meios ardilosos

³⁷ Doc. 1267291.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

para induzir terceiros a erro e impactar positivamente a cotação do ativo. No entanto, para que seja aplicada a penalidade pelo ilícito administrativo de manipulação de preços, é necessário demonstrar onexo causal entre o artifício e o resultado.

81. Segundo a SPS, conforme detalhado no Relatório, a motivação de Fernando Passos foi a vantagem financeira que receberia com o Programa de Superação, pois se o preço do ativo IRBR3 ficasse em um patamar elevado (no período entre meio de 2018 a maio de 2021), a diretoria estatutária seria contemplada com importâncias milionárias.

82. Concorde com o nexo causal apresentado pela Área Técnica. No entanto, não vejo o Programa de Superação como única e exclusiva motivação. Ao analisar o Formulário de Referência do IRB de 2019³⁸, especificamente no capítulo que dispõe sobre a remuneração total, verifica-se que a Diretoria Estatutária, além do salário fixo, possuía uma remuneração variável composta por bônus, pelo Programa de Superação e **uma quantia baseada em ações**.

83. Ainda, ao final do depoimento de Fernando Passos à CVM³⁹, ele explica que após receber uma proposta de outra companhia, o IRB, em dezembro de 2019, reestruturou toda a sua remuneração para que ele ficasse na Companhia, assim, um novo programa de retenção foi feito exclusivamente para ele, ocasião em que ele passou a ter uma remuneração variável de curto prazo, de longo prazo e a possibilidade de ele receber pela prestação de serviços a outras empresas do grupo, que não o próprio IRB.

84. Tais fatos indicam que grande parte da remuneração do Acusado estava atrelada à valorização da Companhia, ou seja, mantê-la em um patamar elevado era sim extremamente vantajoso financeiramente para o Acusado, ainda mais quando o ativo estava passando por um momento de forte queda, como mostra o gráfico abaixo, extraído da Peça Acusatória:

³⁸ Disponível no site da Companhia por meio do link <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0d797649-90df-4c56-aa01-6ee9c8a13d75/860cdca3-52ec-47bd-91b8-7a58760e8451?origin=1>>.

³⁹ Doc. 1293371.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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



Gráfico 1 - Reflexo do mercado após divulgação de notícia sobre participação da Berkshire Hathaway no capital social do IRB

85. Conforme bem destacado pela Acusação, restou evidenciado que Fernando Passos logrou êxito em seu intuito de manipular os preços do ativo IRBR3, fato comprovado pela valorização do papel nos dias 26 e 27.02.2020 – justamente no contexto da forte tendência de queda mencionada. O nexa causal entre a manipulação informacional e a cotação das ações da Companhia é corroborada pela queda acentuada registrada no dia 04.03.2020, após o comunicado oficial da Berkshire Hathaway⁴⁰, que esclareceu a realidade dos fatos. Esse comportamento dos volumes pode ser facilmente verificado no gráfico abaixo, extraído do parágrafo 111 da Peça Acusatória:

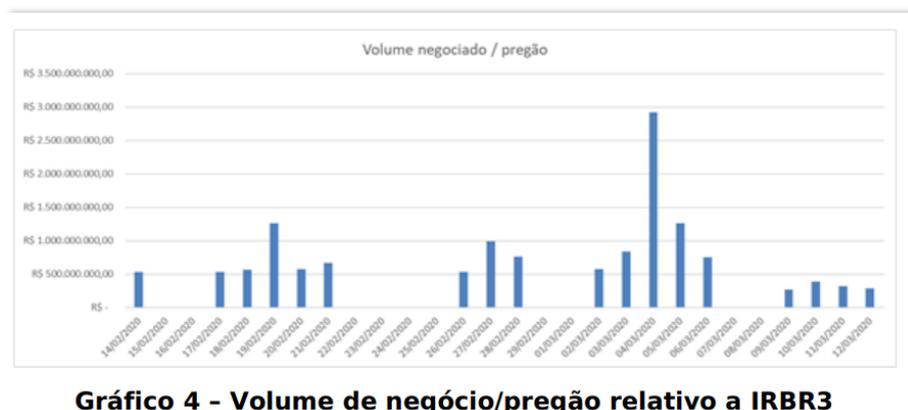


Gráfico 4 - Volume de negócio/pregão relativo a IRBR3

86. Dessa forma, o nexa causal entre o artifício e o resultado, a meu ver, restou demonstrado. As manobras realizadas por Fernando Passos tinham como objetivo aumentar o preço da ação e mantê-la artificialmente em um patamar elevado, de modo a impactar diretamente sua remuneração. Isso ocorria porque, quanto maior o valor do ativo, maior seria sua remuneração.

87. Pelos motivos expostos, concluo que o caso ora analisado reúne todos os elementos que caracterizam o ilícito imputado ao Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com

⁴⁰ Doc. 1267291.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Investidores do IRB. O artifício utilizado por Fernando Passos consistiu na disseminação de informações falsas, complementadas pelos mecanismos criados para sustentar essas inverdades. Tal conduta tinha como objetivo induzir, de forma dolosa e deliberada, terceiros a erro — tanto internamente quanto no mercado como um todo —, com a finalidade de manipular a cotação do ativo IRBR3 e, assim, aumentar sua própria remuneração.

88. Assim, concluo que as informações trazidas pela SPS formam um conjunto de indícios múltiplos, robustos e convergentes, suficientes para formar o juízo condenatório no caso deste Acusado.

José Carlos Cardoso

89. Por outro lado, a SPS entendeu que José Carlos Cardoso, na qualidade de Diretor-Presidente, foi negligente por ter divulgado informação falsa a respeito do investimento da Berkshire Hathaway, sem previamente verificar se a informação era verdadeira.

90. O dever de diligência está previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76 e 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”.

91. Tendo em vista que me manifestei recentemente sobre esse tema⁴¹, não repetirei toda a discussão teórica acerca desse dispositivo, razão pela qual me limitarei a repisar somente os aspectos fundamentais desse dever em relação ao presente caso.

92. De modo geral, em razão de seu espectro amplo (*standard* ou padrão de conduta), ao delinear a abrangência do conceito, a doutrina⁴² e o Colegiado da CVM⁴³ associaram a aferição da conduta diligente à observância de ordens de comportamento (subdeveres), dentre os quais, destaco o de se informar, o de investigar e o de vigiar. Tais subdeveres impõem aos

⁴¹ No âmbito do PAS CVM nº 19957.007916/2019-38, de minha relatoria.

⁴² Cito, por exemplo: EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada – Artigos 138 ao 205. 2ª ed. – São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. III, pp. 120-124; PARENTE, Flávia. O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas – Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 101-131; RIBEIRO, Renato Ventura. Dever de diligência dos administradores de sociedades – São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 221-231; e ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as Ações Correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009.

⁴³ Entre muitos outros, ver por exemplo: PAS CVM nº 21/04, relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 15.05.2007; PAS CVM nº RJ2008/9574, relatora Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 27.11.2012; PAS CVM nº 11/2002, relator Diretor Luciana Dias, julgado em 26.02.2013; e PAS CVM nº 02/2008, relator Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 05.03.2013; PAS CVM nº 19957.009118/2019-41, relator Presidente Marcelo Barbosa, julgado em 24.05.2022; e PAS CVM nº 19957.008642/2019-02, relatora Diretora Flávia Perlingeiro, julgado em 25.07.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

administradores a obrigação de pautar seus atos de maneira informada, monitorar as atividades sob sua competência e, diante da existência de sinais de alerta, investigar fatos que ensejem maior atenção.

93. Para que se possa aferir, com certa margem de segurança, os cumprimentos dos referidos subdeveres, o julgador deve considerar em sua análise, ao menos, três aspectos: a competência legal ou estatutária do administrador (e atribuições adicionais desempenhadas na prática), o grau de tecnicidade da matéria analisada; e a existência de sinais de alerta que apontem para alguma possível irregularidade (*red flags*).

94. Passando para a análise do caso concreto, José Carlos Cardoso, em seu depoimento à CVM, declarou ser formado em engenharia e ter iniciado sua carreira no setor de seguros em 1981. Em 2014, assumiu o cargo de Vice-Presidente de Resseguros no IRB. Posteriormente, devido à saída do então presidente, o Conselho de Administração solicitou que assumisse a posição de Diretor-Presidente, função que passou a ocupar no final de 2015. No entanto, alegou que foi surpreendido com a nomeação de outra pessoa para a presidência do IRB, momento em que voltou a ocupar o cargo de Vice-Presidente de Resseguros. Enfim, em meados de 2017, assumiu novamente o cargo de Diretor-Presidente⁴⁴.

95. Relatou, ainda, que a competência dos Diretores estatutários era delimitada conforme a área de atuação de cada um, assim, ele era o responsável pelos negócios relacionados ao mercado de resseguros, enquanto Fernando Passos conduzia a área financeira.

96. A acusação formulada contra José Carlos Cardoso se refere à divulgação, durante teleconferência com analistas do mercado, no dia 02.03.2020, de informação falsa a respeito do investimento da Berkshire Hathaway. Segundo a SPS, devido ao cargo que ele ocupava, era esperado que ele verificasse se a informação era verídica antes de comunicá-la.

97. Assim, para analisar se houve falta de diligência no presente caso, repito, deve-se verificar: o contexto em que o Acusado tomou conhecimento da notícia; se era de sua competência verificar a referida informação; e se houve *red flags*.

98. Como visto no item anterior desse Voto, o argumento de Fernando Passos, de que o Diretor-Presidente foi o responsável por disseminar a informação falsa, não se sustenta, uma vez que as provas e os depoimentos constantes nos autos evidenciam que Fernando Passos foi a fonte primária da informação falsa. Ainda, também restou evidente que era da competência

⁴⁴ Doc. 1303497.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

legal e estatutária de Fernando Passos confirmar a veracidade dessa informação. No entanto, isso não é suficiente para excluir a responsabilidade do Diretor-Presidente em relação ao dever de diligência. Por isso, é fundamental compreender os eventos que antecederam o ocorrido na teleconferência com o mercado, com o intuito de analisar o seu comportamento.

99. Nas razões de defesa, José Carlos Cardoso alegou que Fernando Passos, desde seu ingresso no IRB, em 2014, sempre foi o responsável pelas comunicações em nome da Companhia e que, na medida em que os boatos de uma possível aquisição de ações do IRB pela Berkshire Hathaway surgiam, após o IPO, em 2017, o IRB posicionava-se sobre o assunto e mantinha o público investidor informado sobre a verdade dos fatos. Esse argumento é corroborado pelos demais depoimentos colhidos durante a fase de instrução do processo, conforme descritos nos parágrafos 29 e 30 deste Voto, evidenciando que Fernando Passos, de fato, atuava oficialmente como porta-voz da Companhia.

100. Ainda, afirmou que não havia razões para desconfiar da conduta de Fernando Passos, considerando que este sempre agia de forma correta, em linha com sua competência legal e estatutária. Segundo José Carlos Cardoso, até o dia 03.03.2020, quando a Berkshire Hathaway desmentiu a informação, não havia qualquer sinal de alerta que sugerisse a possibilidade de que Fernando Passos estivesse produzindo informações enganosas. Dessa forma, argumentou que o Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores teria induzido tanto ele quanto os membros do Conselho de Administração do IRB ao erro.

101. Como visto no parágrafo 15 deste Voto, todos os depoentes informaram à CVM que a informação falsa foi produzida e disseminada por Fernando Passos. Em complemento, ao serem questionados sobre (i) eventual confirmação da veracidade da informação; e (ii) como reagiram ao saber do cenário verdadeiro, a Área Técnica obteve as seguintes respostas:

A.B.L., membro do Conselho de Administração do IRB⁴⁵: (i) *Neste momento não. Neste momento eu tinha um CFO me dizendo que um fundo fez uma posição na companhia, não tive razão ali para discordar ou duvidar, para discordar dessa informação simplesmente recebi a informação;* (ii) *Eu fiquei bastante surpreso. Tanto que nós convocamos se eu não me engano o dia... se foi no dia 3 de março, nós convocamos pro dia seguinte às 8 da manhã uma reunião do conselho de administração (...);*

⁴⁵ Doc. 1268626.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

V.J.A.A., membro do Conselho de Administração do IRB⁴⁶: (i) *eu tomei essa informação a valor de face, né. Quer dizer, me sendo passada, a mim, pelo CFO, pelo diretor financeiro da companhia, que é quem tinha acesso à fonte, às fontes da informação. Então, de fato, não passou pela minha cabeça momento algum duvidar da veracidade da informação;* (ii) *Foi de choque, dúvida, decepção (...) Basicamente a gente sentou pela manhã e confrontamos a diretoria da companhia sobre a informação, sobre a veracidade da informação. Informação que havia sido, em teoria, obtida de fontes oficiais, do custodiante da posição de ações do IRB. Essa posição foi reafirmada, ou reforçada, pela diretoria da companhia naquele momento. O conselho tomou medidas no sentido de tentar checar a informação oficialmente, com o custodiante, o B.B. Foi organizado um call com a Berkshire Hathaway naquele dia, onde o advogado do conselho participou do call, para ouvir diretamente de um dos principais officers da Berkshire Hathaway sobre o tema, e ele confirmou a não existência dessa posição acionária e o fato dela não ter existido no passado, e o conselho determinou naquele dia também o estabelecimento de uma investigação, que deveria ser independente, para que pudesse dar a máxima clareza, esclarecimento ao mercado sobre um tema que assume uma gravidade enorme, que era essa questão da credibilidade da companhia. Nesse contexto que, inclusive, acontece, já mencionado por vocês, o pedido de renúncia dos dois executivos principais da companhia, logo em seguida;*

D.C.S., Gerente de Marketing e Comunicação do IRB⁴⁷: (i) *Eu não tenho acesso a base acionária da companhia, apenas a equipe de RI tem acesso a essa informação;* (ii) *(...) fiquei chocada e achei que era mentira, que era um erro. Procurei o Fernando Passos para desmentir. Liguei imediatamente para ele assim que eu soube a informação, não me atendeu tentei ligar também para o José Carlos Cardoso, não, não atendeu a ligação, fiquei perplexa com essa, né? (...).*

⁴⁶ Doc. 1268425.

⁴⁷ Doc. 1268585.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

102. Em resumo, tanto o Diretor-Presidente como os membros do Conselho de Administração do IRB não vislumbraram motivo para duvidar da informação recebida e, após descobrirem a realidade dos fatos, relataram que a reação foi de surpresa e choque.

103. A única pessoa que buscou confirmar a veracidade da informação foi a DRI não estatutária do IRB – o que me parece lógico, tendo em vista o cargo que ocupava. Embora, conforme alegado, considerasse a notícia confiável, por ter sido comunicada por Fernando Passos, ela decidiu verificar para assegurar sua precisão. Até porque, como sabido, caso o investimento ultrapassasse 5%, a Companhia estaria obrigada a divulgar esse fato como relevante ao mercado⁴⁸.

104. Em razão de seus deveres e responsabilidades legais e estatutárias como Vice-Presidente da área financeira e de relacionamento com investidores, aliados ao fato de sempre ter desempenhado seu trabalho de forma correta até então, Fernando Passos ocupava, sem dúvida, uma posição de profissional confiável. Dessa forma, concordo com o argumento apresentado na defesa de José Carlos Cardoso quanto ao direito de confiar e a inexistência de *red flags* que afastassem essa presunção.

105. Vale ponderar, em relação ao direito de confiar, que ele ainda ganha maior pertinência quando a pessoa em quem se confia também é imbuída de deveres legais e estatutários específicos e próprios, a lhe imputar um nível de responsabilidade (e responsabilização, no caso de irregularidades) que conferem algum nível adicional de conforto nesse exercício.

106. Consoante entendimento reiterado em diversos precedentes⁴⁹, admite-se que os administradores possam se apoiar nas opiniões que lhes são transmitidas por

⁴⁸ Doc. 1268385: *Seria. Você tem toda a razão, doutor César, seria, sim, uma fonte confiável, Porém, é, eu acho que é sempre importante, questões de base acionária, é, pelo menos fazer uma checagem se poderia, de repente, não ser um veículo detido como a própria Berkshire, ou ser uma subsidiária dela, até porque um ponto que eu cheguei a comentar na época, naquele momento com o próprio Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores era, se a participação acionária, né, deste acionista, que que era a Berkshire, que seria excelente, ultrapassasse os 5%, a gente teria aí uma obrigatoriedade de soltar um comunicado ao mercado tornando essa informação pública para todos, que seria até muito mais benéfico para a companhia, em termos até de poder dizer ao mercado que a gente tem um acionista forte como a própria Berkshire. Então, mencionei a ele sobre o artigo 12 da participação relevante, que era algo importante. É, eu sempre faço essa checagem em alguns momentos, né, para ver se, ter certeza de que, é, questões de base acionária, que de fato é o acionista ou não é o acionista, porque, às vezes, algum acionista até chega pra gente, relações com investidores, e diz: olha, eu tenho participação em vocês, né, acabei adquirindo a participação em vocês durante a nossa última conversa, e eu nunca localizo, às vezes, o acionista na nossa base, né, até por questões de, ou seja por CNPJ, ou seja por veículos em que eles acabam adquirindo a participação da companhia. Então, pra ter certeza de que a informação, é, que de fato era, é, informado ali ou mencionada pelo Vice-Presidente Financeiro, era de fato a informação correta*

⁴⁹ IA 33/00, julgado em 10.07.2003, voto do Dir. Luiz Antonio Sampaio Campos; IA TA RJ 2002/1173, julgado em 02.10.2002, Dira. Rel. Norma Parente, voto do Dir. Luiz Antonio Sampaio Campos; PAS CVM nº RJ



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

subordinados/terceiros (*right to rely on others*). Claro que esse direito de confiar não é absoluto, pois ele deixa de prevalecer diante de sinais de alerta que desacreditem as informações recebidas. Mas não parece ser, aqui, o caso.

107. A corroborar sobre esse tema, Flávia Parente, em sua doutrina, esclarece que ao verificar algo suspeito, o administrador tem o dever de verificar a veracidade das informações obtidas, buscando maneiras de confirmar o que lhes foi informado. A extensão da investigação e da vigilância devem ser fixadas e determinadas pelos próprios administradores, com base naquilo que acreditam ser razoável e necessário, bem como a depender, logicamente, das circunstâncias de cada caso concreto⁵⁰.

108. Aplicando a doutrina e os precedentes mencionados ao caso concreto, entendo que não havia sinais de alerta que permitissem suspeitar do falso cenário criado por Fernando Passos. Como analisado, (1) ele utilizou meios ardilosos e convincentes para conferir uma aparência de veracidade à informação falsa criada, (2) seu comportamento foi doloso e proposital, com o claro objetivo de enganar tanto as pessoas dentro do IRB como o mercado como um todo, e (3) quem divulgava essas informações era a pessoa a quem a lei e o Estatuto atribuem essa responsabilidade de forma direta. Sendo assim, até o dia 03.03.2020, momento em que a Berkshire Hathaway desmentiu a informação, não havia mesmo motivos para o Diretor-Presidente desacreditar a informação recebida.

109. Dessa forma, não vislumbro a existência de sinais de alerta que levassem José Carlos Cardoso a questionar as informações recebidas sobre a base acionária do IRB ou a solicitar informações complementares ao Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores. Nessas circunstâncias, entendo que o Diretor-Presidente poderia confiar nas informações recebidas.

110. Nesse contexto, reconheço que, no caso em questão, o Diretor-Presidente não descumpriu seus deveres quando agiu com base nas informações formalmente apresentadas a ele, especialmente quando não existem indícios que questionem a precisão dessas informações. A ausência desses sinais de alerta legitimou o direito de confiar.

2005/1443, julgado em 10.5.2006, Dir. Rel. Pedro Marcilio de Sousa; PAS CVM nº 25/03, julgado em 25.03.2008, Dir. Rel. Eli Loria, voto da Pres. Maria Helena Santana; PAS CVM nº 01/2007, Dir. Rel. Pablo Renteria, julgado em 22.09.2016; PAS CVM nº RJ2014/8013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, julgado em 28.08.2018 e PAS CVM nº 19957.005983/2019-18, julgado em 10.08.2021.

⁵⁰ PARENTE, Flávia. O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedade Anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 124 a 128.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

111. A Acusação, inclusive, em nenhum momento, descreveu ou apontou os *red flags* que permitissem que José Carlos Cardoso levantasse suspeitas sobre a informação que Fernando Passos o transmitiu. Para a Área Técnica, exclusivamente em razão do cargo ocupado, o Diretor-Presidente deveria ter confirmado a informação antes de citá-la na teleconferência com o mercado.

112. Sobre esse aspecto, já ficou entendido que era de responsabilidade do Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores do IRB tratar dos temas aqui abordados (conferir a base acionária, ser transparente com o mercado e com a Companhia, divulgar informações verídicas etc.). No entanto, em relação às obrigações estatutárias, surge a questão: a atuação do Diretor-Presidente consistia em um dever ordinário de fiscalizar todos os atos praticados pelos demais diretores?

113. Abaixo, transcrevo a competência do Diretor-Presidente do IRB, conforme dispõe o inciso I do artigo 21 do Estatuto Social:

I - Compete ao Diretor Presidente:

(i) representar a Sociedade ativa e passivamente em juízo e em suas relações com terceiros, podendo, para tais fins, em conjunto com outro membro da Diretoria, outorgar mandatos, ficando o mandatário obrigado a prestar conta de seus atos, para certificação da Auditoria Interna;

(ii) cumprir e fazer cumprir as decisões do Conselho de Administração e as decisões colegiadas da Diretoria;

(iii) nomear, remover, promover, comissionar, punir e demitir empregados, podendo autorizar, conforme normas que estabelecer, a prática desses mesmos atos pelos órgãos administrativos e;

(iv) assinar, juntamente, com o membro da Diretoria competente, cheques e obrigações de crédito; contratos em geral, inclusive os relativos à aquisição e alienação de bens imóveis ou de títulos, e à aplicação do capital e das reservas; acordos e transações; escrituras de hipotecas e outros ônus reais, inclusive cauções, instituídos em favor da Sociedade, podendo, para tal fim, outorgar, em conjunto com outro membro da Diretoria, mandatos específicos para a prática, por dois mandatários, dos atos inscritos neste inciso, de acordo com a Política de Alçadas, ficando os mandatários obrigados a prestar conta de seus atos, para certificação da Auditoria Interna;

114. Dessa forma, embora a descrição das atividades seja genérica, de modo geral, observa-se que os temas relacionados à área de relacionamento com investidores e assuntos financeiros não eram de competência estatutária do Diretor-Presidente. Da mesma forma, também não lhe cabia fiscalizar as atividades dos demais diretores nesse nível de profundidade ou escrutínio.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

115. Relembro sempre que, caso houvesse a presença de algum sinal de alerta, o Diretor-Presidente, em razão de seus deveres e obrigações legais, teria o dever de fiscalizar e supervisionar os demais diretores da Companhia. No entanto, conforme analisado acima, esse não foi, repiso, o caso.

116. Passo, agora, à análise do conteúdo abordado na teleconferência realizada em 02.03.2020 entre os executivos do IRB e os analistas de mercado, bem como do contexto em que estava inserida.

117. Após a renúncia do então presidente do Conselho de Administração, com o alegado intuito de esclarecer as dúvidas do mercado, Fernando Passos e José Carlos Cardoso participaram de uma teleconferência com diversos analistas. Em determinado momento, um dos participantes questionou sobre a participação da Berkshire Hathaway no capital social do IRB. Conforme registrado na ata notarial com a degravação do áudio⁵¹, Fernando Passos direcionou a pergunta ao Diretor-Presidente, passando-lhe a palavra para responder.

118. Para melhor clareza, apresento abaixo o desenrolar desse tema durante a teleconferência, sendo que a "voz de homem 1" refere-se às falas de Fernando Passos e a "voz de homem 2", às de José Carlos Cardoso:

Voz de homem 1: - Cardoso, acho que em questão de "Berkshire, você quer começar?"

Voz de homem 2: - É, eu vou falar.

Voz de homem 1: - É a relação mais próxima com eles.

Voz de homem 2: - Bom, mais uma vez (inaudível) a gente analisou o fato aí, é bom olhar todo o contexto. A nossa aproximação com o "Ajit", começou aí há alguns anos atrás. E alguns desses anos a gente desenvolveu uma excelente relação. E a gente se encontra aí, periodicamente, algumas vezes por ano, quando a gente aproveita pra ir vai em Nova Iorque ou mesmo lá na Europa quando tem aquele encontro de resseguradoras. E em alguns desses anos, a gente passou a ter pra nós hoje, clientes, afinal de contas a gente dá proteção para algumas operações. Ele é nosso retro cessionário também. E, passou a ser investidor. E nessa linha de uma... crescente de evolução. Ele viu aí, não sei se posso falar, Fernando, Fernando que me diz o que que eu posso falar, por causa dessa nova posição deles.

Voz de homem 1: - Eu acho que é um gesto de aproximação, né, Cardoso, é isso.

Voz de homem 2: - Com relação aí a participação comprando mais ações aí da nossa empresa. É um processo, como eu disse. Ele tem, eu disse, criamos, eu e o Fernando

⁵¹ Doc. 1267740.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

criamos com ele uma relação bastante próxima, realmente de troca de experiências que existe aí também a entrada no nosso conselho da representante deles no Brasil. É uma demonstração inequívoca, dessa aproximação, vamos chamar assim, desse interesse dele de estar próximo de nós como cliente, de retro cessionário e investido. Alô.

119. Não há dúvidas de que José Carlos Cardoso afirmou, nessa ocasião, que a Berkshire Hathaway havia comprado ações do IRB. Nesse sentido, concordo com as alegações da SPS de que a divulgação de uma informação inverídica constitui um ato gravíssimo e altamente prejudicial à integridade do mercado de capitais. Contudo, **a responsabilização administrativa deve recair sobre aquele que, de fato, descumpriu seus deveres e responsabilidades legais e estatutárias, e não apenas em razão do cargo que ocupava**, exigindo, de cada qual que participe do ato irregular, as diligências e esforços compatíveis com a posição em que se encontra.

120. Como já tive oportunidade de me manifestar anteriormente, não existe uma “receita” ou regra única para descrever o que é ser diligente e o que não é; trata-se de uma construção e análise de comportamentos e aspectos procedimentais, baseados em padrões de conduta observados, mas, também, nos elementos concretos e particulares do negócio gerido. Por esse motivo, a análise do julgador se torna complexa, pois cabe a ele examinar todos os elementos juntados aos autos para, então, concluir se as condutas foram ou não adequadas, levando em consideração o estipulado em Lei, o objeto social da sociedade em seu estatuto social e, crucialmente, reconhecer a realidade e contexto de atuação da companhia e os riscos que a ela se impunham.

121. É importante destacar que o dever de diligência consiste em uma obrigação de meio, e não de resultado. Dessa forma, a análise para apuração desse dever deve se concentrar no comportamento do administrador, considerando que um eventual resultado negativo, por si só, não desqualifica sua atuação. Por esse motivo, o argumento do Acusado de que as ações da Companhia não tiveram impacto positivo após sua fala na teleconferência não deve prosperar, uma vez que é o conjunto de atitudes indevidas - ou a ausência de outras exigíveis - que será determinante para configurar se o comportamento foi diligente ou negligente.

122. Nesse campo, apesar de José Carlos Cardoso ter transmitido uma informação falsa aos analistas no momento da teleconferência do dia 02.03.2020, não identifiquei razões para concluir que ele agiu de forma negligente, tendo em vista que, desde a semana do Carnaval, Fernando Passos havia disseminado a referida informação falsa e criado artifícios ardilosos e fraudulentos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

para induzir terceiros ao erro. Conforme analisado ao longo desse Voto, o Diretor-Presidente confiou no falso cenário criado propositalmente por um executivo que tinha responsabilidade legal e estatutária de verificar e transmitir com precisão a informação de um investimento relevante feito na Companhia.

123. O comportamento de Fernando Passos durante a teleconferência também me pareceu contraditório em relação ao que se esperava de suas atribuições. Nota-se que ele não negou a informação nem mencionou que ainda estavam apurando internamente sua veracidade ou aguardando a atualização da base acionária do IRB. Pelo contrário, ele passou a palavra para José Carlos Cardoso (aparentemente para evitar a responsabilidade de disseminar aquela informação em um fórum com o mercado) e, ao final, ainda o complementou, afirmando que o investimento seria um “gesto de aproximação” entre as companhias.

124. Ainda, conforme demonstrado na apuração dos fatos, na primeira ocasião em que a CVM solicitou que a Companhia enviasse o arquivo referente à gravação da teleconferência, Fernando Passos, na qualidade de DRI estatutário, afirmou que o evento não havia sido gravado⁵². No entanto, após uma segunda intimação⁵³, realizada em 17.09.2020, e após a renúncia dos acusados, a Companhia encaminhou à CVM tanto o áudio da gravação quanto a ata notarial. Esse comportamento evidencia que o DRI estatutário à época, Fernando Passos, tinha ciência de que o evento havia sido registrado, mas optou inicialmente por ocultar essa informação.

125. Ao longo do período analisado neste PAS, observa-se que, em diversos momentos, Fernando Passos empregou estratégias para se esquivar de sua culpabilidade. No entanto, devido à excelente atuação das áreas técnicas da CVM durante a fase de instrução, o processo reúne diversos elementos e provas essenciais para a análise do julgador, que sequer dependeram, em minha análise de mérito, das provas contestadas pelo Acusado no pedido de produção de provas.

126. Como julgador, não se pode analisar uma eventual conduta negligente do Diretor-Presidente do IRB sem compreender a amplitude da manipulação orquestrada pelo Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores. Somente ao entender esse contexto é possível verificar que o cenário falso e fraudulento criado por Fernando Passos não dava margem para desconfiança, tanto por parte de José Carlos Cardoso como qualquer outro

⁵² Doc. 1267341.

⁵³ Por meio do Ofício nº 206/2020/CVM/SPS/GPS-2 (doc. 1267740).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

administrador da Companhia. Aliás, não é outro o objetivo de um agente que fraudar uma informação que não o de dissimular todo o entorno dela para fazê-la parecer verdadeira e consistente. Assim, punir o Diretor-Presidente por não ter confirmado uma informação que, sob diversos aspectos⁵⁴, era verossímil e parecia consistente, não me parece adequado.

127. Ante o exposto, respeitosamente, divirjo do entendimento da Acusação, pois não vislumbro, no caso concreto, que José Carlos Cardoso tenha sido negligente. Assim, considero que a acusação contra ele, relativa à violação do artigo 153 da Lei nº 6.404/76, não deve prevalecer, razão pela qual voto por sua absolvição.

V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

128. Em síntese, concluo pela procedência da acusação em relação a Fernando Passos, considerando que ficou comprovado que seu comportamento ilícito, ao disseminar informação falsa sobre a participação da Berkshire Hathaway no capital social do IRB, teve como objetivo, de forma dolosa, induzir terceiros ao erro, visando manipular a cotação do ativo IRBR3.

129. No que diz respeito a José Carlos Cardoso, como demonstrado, ele agiu em conformidade com as exigências da Lei e do estatuto social da IRB. Portanto, a acusação contra ele não deve prevalecer.

130. Passo agora à dosimetria da pena, pautado pelos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade. Como sabido, cabe ao Colegiado avaliar a gravidade em abstrato do ilícito

⁵⁴ Como aspectos que reforçavam essa verossimilhança, podemos citar, por exemplo, o (1) fato da informação partir de uma fonte supostamente confiável, de (2) vir apoiada por documentos supostamente idôneos, de (3) ter sido alastrada para inúmeras outras pessoas, (4) não se tratar de uma informação atípica dadas as responsabilidades e atribuições legais e estatutárias de sua fonte primária, e de (5) ser aparentemente consistente com outros fatos contemporâneos da companhia, como a indicação de pessoa ligada ao IRB como membro do conselho fiscal.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

e das condutas, observadas as eventuais circunstâncias agravantes⁵⁵ e atenuantes⁵⁶, conforme previsto na legislação aplicável.

131. Os fatos que deram causa a este PAS ocorreram após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976, de modo que são aplicáveis os parâmetros previstos na redação atual da Lei nº 6.385/1976 e na Resolução CVM nº 45/2021.

132. Inicialmente, destaco que o comportamento analisado nesse processo foi prejudicial à higidez do mercado de capitais, pois induziu diversos investidores a erro, provocando abruptas e indevidas oscilações no preço das ações da Companhia. O papel da CVM em fiscalizar e punir quem pratica esse ilícito é de extrema importância para a integridade do mercado, posto que tal conduta irregular afeta diretamente o processo de formação de preço dos valores mobiliários negociados em ambientes regulamentados e, conseqüentemente, a confiabilidade nesse mercado. Ademais, o rigor com que a CVM trata a manipulação de preço tem se mostrando essencial e proporcional para assegurar a proteção dos investidores de boa-fé, para que não negociem ativos, celebrem contratos ou tomem decisões de investimento ou desinvestimento tendo em conta preços e volumes de negócios enganosos⁵⁷.

⁵⁵ Art. 65. São circunstâncias agravantes, quando não constituem ou qualificam a infração: I – a prática sistemática ou reiterada da conduta irregular; II – o elevado prejuízo causado; III – a expressiva vantagem auferida ou pretendida pelo infrator; IV – a existência de dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários ou do segmento em que atua; V – o cometimento de infração mediante ardil, fraude ou simulação; VI – o comprometimento ou risco de comprometimento da solvência do emissor; VII – a violação de deveres fiduciários decorrentes do cargo, posição ou função que ocupa; e VIII – a ocultação de provas da infração mediante ardil, fraude ou simulação. § 1º A penalidade de multa deve ser acrescida em até 25% (vinte e cinco por cento) para cada agravante verificada. § 2º As penalidades de suspensão, inabilitação e proibição devem ser acrescidas em até 25% (vinte e cinco por cento) para cada agravante verificada, considerando-se o número de meses da pena-base e desprezando-se as frações. § 3º Ocorre reincidência quando o agente comete nova infração depois de ter sido punido por força de decisão administrativa definitiva, salvo se decorridos 5 (cinco) anos do cumprimento da respectiva punição ou da extinção da pena.

⁵⁶ Art. 66. São circunstâncias atenuantes: I – a confissão do ilícito ou a prestação de informações relativas à sua materialidade; II – os bons antecedentes do infrator; III – a regularização da infração; IV – a boa-fé dos acusados; e V – a adoção efetiva de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades, bem como a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica, avaliada por entidade pública ou privada de reconhecida especialização. § 1º A pena pode ser ainda atenuada em razão de circunstância relevante, anterior ou posterior à infração, embora não expressamente prevista nos incisos do caput. § 2º A incidência de circunstâncias atenuantes não resulta na descaracterização da gravidade da conduta. § 3º A penalidade de multa deve ser reduzida em até 25% (vinte e cinco por cento) para cada atenuante verificada. § 4º As penalidades de suspensão, inabilitação e proibição devem ser reduzidas em até 25% (vinte e cinco por cento) para cada atenuante verificada, considerando-se o número de meses da pena-base e desprezando-se as frações. § 5º A circunstância atenuante prevista no inciso I do caput deste artigo não deve ser aplicada na dosimetria da penalidade do acusado que tenha celebrado acordo administrativo em processo de supervisão de que trata o art. 30 da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, quanto aos fatos tratados no processo.

⁵⁷ Como bem fundamentado no voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, no âmbito do PAS CVM nº 19957.006511/2019- 82, julgado em 14.06.2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

133. Tendo em vista que a Peça Acusatória não constatou a vantagem econômica obtida pelo Acusado, fixo como pena-base o valor pecuniário máximo do Grupo V, conforme disposto na tabela do Anexo A da Resolução CVM 45/21, no montante de R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais), em razão da gravidade da infração, nos termos do inciso III da Instrução CVM nº 08/1979⁵⁸.

134. No caso em tela, deve-se considerar como atenuante os bons antecedentes do Acusado Fernando Passos, para o qual adoto o percentual de redução de 15%, em linha com precedentes⁵⁹. Por outro lado, é preciso sopesar a gravidade dos fatos e da conduta do Acusado. Diante disso, além da fixação de pena-base em seu valor pecuniário máximo, deve ser acrescida a agravante de dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários, conforme inciso IV do artigo 65 da Resolução CVM nº 45/2021, a incidir no percentual de 15%.

135. Assim, ante o exposto, com fundamento ao artigo 11, inciso II e §1º, I, da Lei nº 6.385/1976⁶⁰, voto pela **condenação** de **Fernando Passos**, à pena de **multa pecuniária** no valor de R\$20.000.000,00 (vinte milhões de reais), por ter praticado manipulação de preço no mercado de valores mobiliários, conforme definido no item I c/c item II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 08/1979⁶¹ e pela **absolvição** de **José Carlos Cardoso** da acusação a ele imputada neste PAS.

⁵⁸ III - Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da LEI Nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução

⁵⁹ Por exemplo, cita-se: (i) PAS CVM nº 19957.003594/2021-72, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, julgado em 12.04.2022; (ii) PAS CVM nº 19957.009371/2019-02, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, julgado em 04.05.2021; e (iii) 19957.003642/2020-41, Dir. Rel. Alexandre Rangel, julgado em 03/05/2022.

⁶⁰ Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (...) II - multa; (...) § 1o A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais)(...)

⁶¹ I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

136. Por fim, nos termos do artigo 9º da Lei Complementar nº 105/2001⁶² e do artigo 12 da Lei nº 6.385/1976⁶³, sugiro que o resultado deste julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo, em complemento à comunicação realizada anteriormente⁶⁴.

É como voto.

Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2024

Daniel Maeda

Diretor Relator

⁶² Art. 9º *Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos.*

⁶³ Art. 12. *Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal.*

⁶⁴ Ofício nº 467/2021/CVM/SGE (doc. 1396856).