



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### 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 suposto descumprimento do dever de diligência e pela prática irregular de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários.  
**Relator:** Diretor Daniel Maeda  
**Voto:** Presidente João Pedro Nascimento

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

#### I. Introdução

1. Este PAS<sup>1</sup> foi instaurado pela SPS em face de (i) Fernando Passos, então Vice-Presidente Executivo, Financeiro e de Relações com Investidores (“DRI”) do IRB Brasil Resseguros S.A. (“IRB” ou “Companhia”), por suposta manipulação de preços com ações de emissão da Companhia, em infração ao item I c/c item II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 (“ICVM nº 8/79”), e (ii) José Carlos Cardoso, à época Diretor-Presidente do IRB (“Diretor-Presidente”), por suposta falha em seu dever de diligência previsto no art. 153 da Lei nº 6.404/76.

2. Segundo a tese acusatória, estaria evidenciado que Fernando Passos realizou a divulgação proposital de informação falsa, a respeito de eventual compra de ações do IRB pela *Berkshire Hathaway Inc.*, com o objetivo de causar valorização artificial dos valores mobiliários de emissão da Companhia.

3. Em paralelo, José Carlos Cardoso é acusado de violar o seu dever de diligência ao divulgar a referida informação, sem prévia investigação, em teleconferência realizada com analistas de mercado em 02.03.2020. Na visão da área técnica, apesar de não estar configurado o dolo de manipular preços, o referido acusado teria deixado de “*tomar os devidos cuidados para verificar a veracidade da informação*”.

4. Em seu voto, o Diretor Daniel Maeda concluiu pela **condenação** de Fernando Passos à penalidade de multa pecuniária de R\$20.000.000,00 (vinte milhões de reais), em decorrência da prática de manipulação de preços. Além disso, o Diretor Relator votou pela **absolvição** de José Carlos Cardoso quanto à infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/76.

5. Acompanho as conclusões do voto do Diretor Relator, com os fundamentos abaixo.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório do Diretor Relator (“Relatório”).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### **II. Manipulação de Preços e o Regime Informacional no Mercado de Capitais**

6. O ilícito de manipulação de preços<sup>2</sup> é caracterizado por quatro elementos: (i) a utilização de processo ou artifício; (ii) destinado a manter ou a alterar a cotação de um valor mobiliário; (iii) a indução de terceiros à negociação do referido valor mobiliário; e (iv) o dolo<sup>3</sup>.

7. O tipo não exige a obtenção de vantagem pelo infrator, mas apenas a comprovação de que, em dado momento, o preço de determinado ativo tenha sofrido interferência indevida por razões alheias às forças livres do mercado (*i.e.*, oferta e demanda). Não obstante, é imprescindível a demonstração do nexo de causalidade entre a conduta do acusado e o seu potencial impacto no preço do ativo<sup>4</sup>.

8. Apesar das diferentes classificações atribuídas em função do artifício empregado na prática do ilícito<sup>5</sup>, a manipulação de preços com base na divulgação intencional de informações falsas viola um dos principais pilares do Mercado de Capitais, que é o regime informacional.

9. O Mercado de Capitais é permeado por regras e princípios que se orientam a um

---

<sup>2</sup> À época dos fatos deste PAS, a conduta estava definida na alínea “b” do inciso II e proibida pelo inciso I da Instrução CVM nº 08/1979: “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”. Na regra atual, a definição está prevista no art. 2º, inciso II, e a conduta é vedada pelo art. 3º, ambos da Resolução CVM nº 62/2022.

<sup>3</sup> Nesse sentido, veja-se os seguintes precedentes: (i) PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01/10/2019; (ii) PAS CVM nº 19957.000511/2018-98, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18/05/2021; (iii) PAS CVM nº 19957.009452/2018-13, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 21/06/2022; (iv) PAS CVM nº 19957.008818/2018-37, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 29/11/2022; (v) PAS CVM nº RJ2013/5194, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 19/12/2014; (vi) PAS CVM nº 19957.008818/2018-37, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 29/11/2022; e (vii) PAS CVM nº 19957.001865/2024-06, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 05/11/2024.

<sup>4</sup> Conforme explicado pela ex-Diretora Ana Dolores Novaes, em julgado de sua relatoria: “Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores. O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade é necessário demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas.” (PAS CVM nº RJ2013/5194, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 19/12/2014).

<sup>5</sup> Em precedente desta Autarquia, o então Diretor Alexandre Rangel explica que “a partir dos artifícios utilizados para sua concretização, a prática de manipulação pode ser classificada em três categorias distintas, a saber: (i) manipulação baseada em informações (*information-based*), que ocorre por meio da disseminação de rumores ou informações falsas a respeito do emissor de determinado valor mobiliário, com o intuito de inflar, manter ou depreciar a respectiva cotação; (ii) manipulação baseada em condutas ou ações (*action-based*), que ocorre por meio da prática de atos concretos destinados a forçar a cotação dos valores mobiliários em uma determinada direção, de que são exemplos a abertura e fechamento de unidades industriais; e por fim (iii) manipulação baseada em transações ou negócios (*trade-based*), a qual é efetivada por meio da compra e venda de valores mobiliários, sem que sejam praticados outros atos concretos ou disseminadas informações falsas acerca do emissor dos valores mobiliários. Por óbvio, a classificação tem fins didáticos e, não raro, são utilizados diferentes artifícios para a concretização de uma mesma prática manipuladora, devendo tais artifícios sempre ser perquiridos in concreto, a partir dos elementos probatórios disponíveis em cada caso.” (PAS CVM nº 19957.008818/2018-37, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 29/11/2022).



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

fim comum: organizar a dinâmica entre os emissores de valores mobiliários e os investidores que integram a poupança popular. Para tanto, a legislação e a regulação do Mercado de Capitais adotam as regras de transparência e o regime informacional do “*full and fair disclosure*”<sup>6</sup> como alicerces para o devido funcionamento.

10. O regime informacional<sup>7</sup> busca promover um ambiente de simetria em relação às informações disponíveis, as quais devem ser divulgadas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor. Deste modo, espera-se que os diferentes agentes econômicos do mercado possam negociar em condições equitativas, de forma refletida e fundamentada, com base em tais informações.

11. Neste sentido, a lei e a CVM obrigam os emissores e os ofertantes de valores mobiliários a divulgarem informações periódicas e eventuais, que devem ser verdadeiras e confiáveis, a fim de permitir a negociação informada pelos participantes do Mercado de Capitais.

12. O regime informacional promove a formação eficiente de preços e a higidez das instituições do mercado e, assim, viabiliza o crescimento saudável deste ambiente, evitando a fuga de agentes econômicos<sup>8</sup>. Neste contexto, a CVM adota um sistema de fiscalização e acompanhamento das informações disponíveis.

13. No âmbito das companhias abertas, o principal responsável pela confiabilidade das informações divulgadas<sup>9</sup> e pelo cumprimento das normas do Mercado de Capitais é o Diretor de Relações com Investidores (DRI). Com base nisso, a eventual divulgação de informações falsas merece uma responsabilização à altura, especialmente quando caracterizado o dolo do DRI na disseminação de informação sabidamente mentirosa.

---

<sup>6</sup> “A adoção de um sistema hígido e obrigatório de divulgação de informações desempenha diversas funções, ao: (i) subsidiar as decisões de investidores e garantir a adequada precificação dos valores mobiliários<sup>7</sup>; (ii) tutelar a confiança e credibilidade do mercado; (iii) administrar a seleção adversa de emissores<sup>8</sup>; e (iv) viabilizar um sistema eficaz de prestação de contas e responsabilização de administradores, emissores, ofertantes, intermediários e controladores” (PAS CVM nº 19957.009010/2021-72, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 15.08.2023). Nesse sentido, destaca-se, dentre outros, o PAS CVM nº RJ2011/14514, j. em 30.04.2013, o PAS CVM nº RJ2014/2050, j. em 18.05.2015, e o PAS CVM Nº 19957.006032/2021-81, j. em 11/07/2023.

<sup>7</sup> Insculpido especialmente nas Resoluções CVM nº 44/2021 e nº 80/2022.

<sup>8</sup> A fuga de agentes do Mercado é fenômeno evidenciado pela “Teoria da Seleção Adversa”, que, em apertada síntese, sustenta que a assimetria informacional entre os ofertantes e os demandantes leva à seleção adversa de produtos no mercado. Consequentemente, os demandantes, receosos de novas aquisições ineficientes, deixam de comprar o produto. No Mercado de Capitais, a seleção adversa de valores mobiliários leva à indisposição dos investidores, o que prejudica o desenvolvimento econômico. Nessa linha, ao comentar a importância da regulação do Mercado de Capitais, Nelson Eizirik *et al.* lecionam que “os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas. Assim, a regulação pode reduzir os riscos dos investidores, na medida em que obriga os emissores dos valores mobiliários a divulgar todas as informações relevantes, assim como veda a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação do mercado.” (EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª ed., rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 21).

<sup>9</sup> Vejam-se exemplificativamente a este respeito os arts. 48, *caput*, e 49 da Resolução CVM nº 80/2022.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### **II.I Análise de Mérito: Manipulação de Preços por Fernando Passos**

14. A meu ver, foram bem delineados os elementos para a configuração da infração.
15. A acusação reuniu um farto conjunto probatório que demonstra que Fernando Passos foi quem, dolosa e deliberadamente, disseminou informações falsas<sup>10</sup>, inclusive por meio da adulteração de documentos, com o objetivo de aumentar o preço das ações do IRB e mantê-la artificialmente em patamar elevado e superior àquele em que estaria no contexto de uma formação natural de preços.
16. Em seus depoimentos à CVM, diferentes colaboradores da Companhia, que ocupavam posições diversas, incluindo membros do Conselho de Administração e executivos não estatutários, relataram ter recebido de Fernando Passos a informação acerca do investimento da *Berkshire Hathaway Inc.* na base acionária do IRB, acompanhada de tabela que indicava a compra de ações por esse investidor. Pelo que consta nos autos, os referidos colaboradores teriam recebido a notícia entre os dias 21 e 26/02/2020, antes mesmo, portanto, da primeira veiculação da informação na mídia, ocorrida em 26/02/2020.
17. Após a saída de Fernando Passos e José Carlos Cardoso da Diretoria Estatutária do IRB, em 04/03/2020, a Companhia promoveu investigações internas para apurar o ocorrido<sup>11</sup>. Como resultado, descobriu-se que a tabela fornecida pelo escriturador contendo a base acionária do IRB em 18/02/2020, recebida por Fernando Passos em 21/02/2020<sup>12</sup> e encaminhada a conselheiros da Companhia, foi adulterada eletronicamente para nela fazer constar o nome da *Berkshire Hathaway Inc.* “*pelo usuário identificado como ‘fepassos’, (...)* [que] *era utilizado pelo Sr. Fernando Passos*”<sup>13</sup>.
18. Foi identificado, ainda, “*que e-mails trocados entre o Sr. José Cardoso e o Sr. Ajit Tain, representante da Berkshire Hathaway, também foram alterados pelo mesmo usuário ‘fepassos’. Tais e-mails teriam sido utilizados como forma de procurar corroborar a informação inverídica acerca do investimento da empresa Berkshire Hathaway na Companhia*”<sup>14</sup>.
19. Além de disseminar a informação falsa internamente na Companhia, foi o próprio Fernando Passos quem orientou a sua divulgação na mídia. Em 22/02/2020, o acusado encaminhou para D.C.S., Gerente de Marketing e Comunicação do IRB, a tabela com a base acionária adulterada, mencionando “*que a Berkshire estaria aumentando sua posição acionária no IRB e que deveriam enviar essa informação em ‘off’ para ‘um jornalista de*

<sup>10</sup> É incontroverso que a informação acerca do investimento da *Berkshire Hathaway Inc.*, no IRB era falsa, conforme confirmado pela própria *Berkshire Hathaway Inc.* em comunicado divulgado em 03/03/2020. Doc. 1267291.

<sup>11</sup> Doc. 1267469.

<sup>12</sup> A referida tabela, na qual não constava o nome da Berkshire Hathaway, foi recebida por N.N., funcionária da área de RI da Companhia, que a encaminhou a Fernando Passos no dia 21/02/2020. Por sua vez, a tabela que foi posteriormente encaminhada por Fernando Passos aos conselheiros de administração, com a mesma data-base de 18/02/2020, já incluía o nome daquele investidor (Doc. 1267469, p. 9).

<sup>13</sup> Doc. 1267464.

<sup>14</sup> Doc. 1267464.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*confiança do meio econômico*”<sup>15</sup>, segundo registrado no relatório de investigação interna e corroborado nos depoimentos daquela gerente à CVM<sup>16</sup>.

20. **Dadas as suas responsabilidades estatutárias como DRI, cabia ao acusado assegurar a divulgação de informações verdadeiras e precisas, relevantes ou não, uma vez que um regime informacional transparente e íntegro constitui pilar fundamental para o salutar funcionamento do mercado de capitais. O que se viu, entretanto, foi justamente o contrário: Fernando Passos, dolosa e propositadamente, adotou manobras manipulativas com o fito de induzir o mercado a erro, por meio da disseminação de notícia sabidamente falsa.**<sup>17-18</sup>

21. A indicação de M.C., à época procuradora da Berkshire Hathaway perante a SUSEP, ao Conselho Fiscal do IRB, feita por iniciativa do acusado, em 27/02/2020, justamente no dia seguinte à veiculação da primeira notícia a respeito da participação acionária da *Berkshire Hathaway Inc.* na Companhia, foi outra artimanha adotada pelo acusado na tentativa de conferir veracidade à informação falsa por ele disseminada.

22. Entendo que também restou demonstrada o nexo de causalidade entre o artifício utilizado e os efeitos na cotação das ações do IRB. A informação inverídica acerca do investimento da *Berkshire Hathaway Inc.* em ações do IRB, veiculada na mídia inicialmente em 26/02/2020, resultou em uma valorização (enganosa) de 13,2% na cotação do papel.



<sup>15</sup> Doc. 1267469, p. 14.

<sup>16</sup> Doc. 1268585.

<sup>17</sup> George Akerlof e Robert Shiller ensinam que a exploração intencional das assimetrias informacionais, por meio da disseminação de informações falsas, constitui um fator estrutural que gera distorções no mercado e induz terceiros a decisões não ideais. Os autores destacam os *'tolos informativos'* como vítimas dessas manipulações, que ocorrem não por falhas individuais, mas devido a um sistema que torna a exploração da assimetria informacional lucrativa. Tal lógica reforça a necessidade de mecanismos regulatórios que preservem a integridade do mercado ao coibir práticas como a divulgação proposital de notícias falsas, sem, contudo, eliminar a liberdade dos investidores de assumirem riscos legítimos. (AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. *Pescando Tolos: A Economia da Manipulação e Fraude*. Tradução de Eveline Machado. São Paulo: Alta Books, 2016).

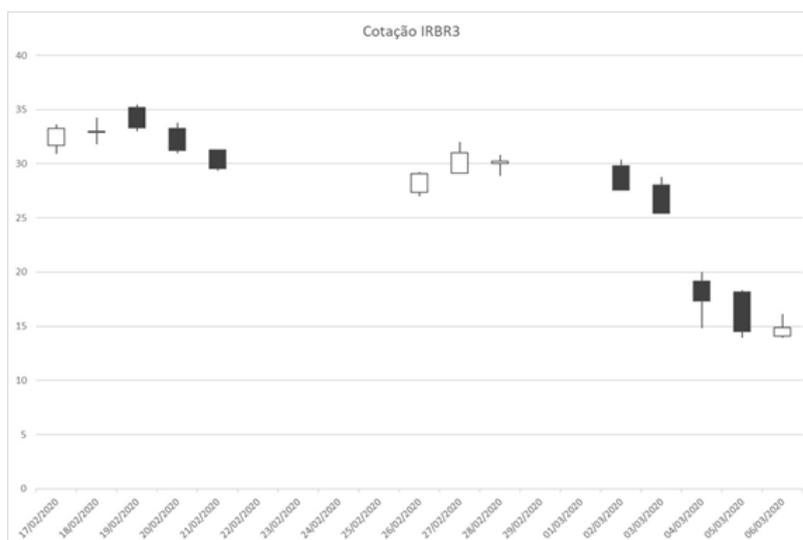
<sup>18</sup> Veja-se o clássico livro de Louis Loss sobre a regulação de *securities* nos Estados Unidos: "[O] Congresso não retirou do cidadão seu 'direito inalienável de fazer papel de tolo'; apenas buscou impedir que outros o transformassem em um." (tradução livre - LOSS, Louis. *Securities Regulation*. 2. ed. Boston: Little, Brown and Company, 1961. p. 128.)



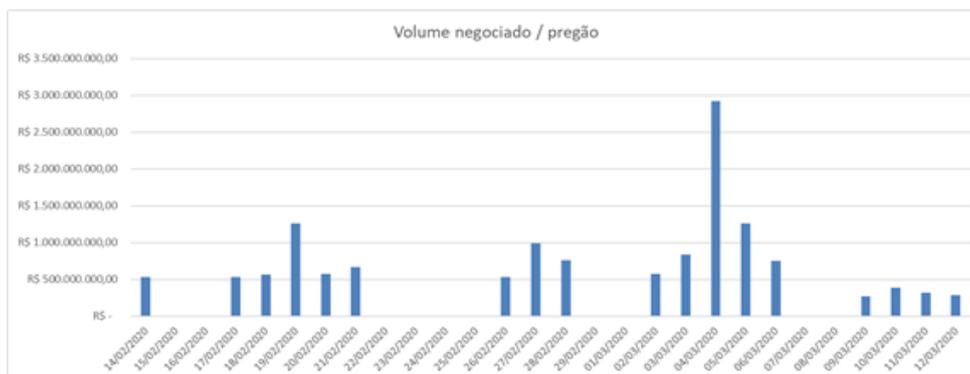
## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

23. Os efeitos da manipulação também foram observados após a correção da informação falsa disseminada. Em 04/03/2020, no pregão seguinte ao comunicado da *Berkshire Hathaway Inc.* esclarecendo “*não ser, nunca ter sido e não ter intenção de tornar-se acionista do IRB*”<sup>19</sup>, verificou-se uma desvalorização de aproximadamente 25% no preço do ativo IRBR3<sup>20</sup> em relação ao pregão do dia anterior.



24. Também é possível notar a atipicidade dos volumes de negociação no dia 04/03/2020<sup>21</sup>, após a correção da informação falsa anteriormente divulgada.



25. Em relação à motivação de Fernando Passos para a manipulação das ações, a acusação argumenta que a valorização do ativo IRBR3 teria impacto positivo sobre a remuneração do DRI. Vigorava à época dos fatos o plano de remuneração dos

<sup>19</sup> Em tradução livre. Doc. 1267291.

<sup>20</sup> Cotação de IRBR3 entre 17/02/2020 e 06/03/2020. Doc. 1385644, §110.

<sup>21</sup> Cotação de IRBR3 entre 17/02/2020 e 06/03/2020. Doc. 1385644, §111.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

administradores que previa, no caso de valorização das ações do IRB acima do IBOVESPA, recompensas em dinheiro e em ações de emissão da Companhia.

26. Sendo assim, me parece correta a interpretação do Diretor Relator de que “[a]s 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”.

27. Diante de todo o exposto, entendo que restou configurada a prática de manipulação de preços por parte de Fernando Passos, irregularidade que ofende gravemente a integridade do Mercado de Capitais e merece firme reprimenda por esta CVM.

### **III. O Dever de Diligência dos Administradores de Companhias**

28. O dever de diligência impõe obrigação de meio aos administradores, que 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”<sup>22</sup>. Com isso, o objetivo do legislador é estabelecer padrões de conduta que devem ser observados pelos administradores em sua rotina na Companhia e na tomada de decisão, visando a privilegiar o interesse social<sup>23</sup>.

29. Em razão do texto aberto da regra, não é possível estabelecer, de antemão, quais condutas específicas devem ser realizadas pelo administrador para que se cumpra o comportamento diligente esperado. Diante de situações concretas, o julgador deve analisar se o administrador exerceu sua função com o cuidado e diligência esperados ou se, na presença de sinais de alerta (“red flags”)<sup>24</sup>, o administrador agiu de modo a evitar relevantes prejuízos ao interesse social.

30. Dessa forma, a apuração de responsabilidade sobre eventual infração à regra prevista no artigo 153 da Lei nº 6.404/76 depende de análise dos fatos concretos, levando em consideração, inclusive, as responsabilidades atribuídas em lei e no estatuto social a cada membro da administração.

<sup>22</sup> Lei nº 6.404/1976. 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.

<sup>23</sup> YAZBEK, Otavio. “Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios”. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial**: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 944.

<sup>24</sup> Destaco, nesse sentido, precedentes da CVM: (i) PAS CVM nº 25/2003, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 25/03/2008; (ii) PAS CVM nº 01/2007, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 22/09/2016; (iii) PAS CVM nº RJ2014/6517, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 25/06/2019; (iv) PAS CVM nº 05/2016 (19957.010647/2019-97), Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03/11/2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

31. Conforme consolidado neste Colegiado<sup>25</sup>, o dever de diligência se desdobra em subdeveres distintos, com destaque para: (i) dever de se qualificar; (ii) dever de bem administrar; (iii) dever de se informar; (iv) dever de investigar; e (v) dever de vigiar.<sup>26</sup>

32. Antecipo que, a meu ver, José Carlos Cardoso deve ser **absolvido** pelos fatos narrados neste PAS, especificamente em relação à acusação de suposta falha no dever de diligência ao, em tese, não investigar a veracidade das informações divulgadas em teleconferência realizada com investidores em 02/03/2020, pelas razões de mérito que passo a expor.

### **III.I Análise de Mérito: Suposta Falha no Dever de Diligência por José Carlos Cardoso**

33. Como explicado acima, a análise sobre eventual falha do dever de diligência previsto no art. 153 da lei nº 6.404/76 deve levar em consideração a situação jurídica dos agentes envolvidos e o padrão de conduta esperado de cada um deles<sup>27</sup>.

34. No caso concreto, a SPS entende que José Carlos Cardoso, falhou em não ter apurado a veracidade de informações transmitidas a investidores durante teleconferência realizada no dia 02/03/2020. Em específico, o Diretor-Presidente, antes de investigar a consistência da informação, teria afirmado que sociedade subsidiária da *Berkshire Hathaway Inc.*, do grupo econômico ligado ao renomado investidor *Warren Buffet*, seria acionista do IRB e teria acrescido sua participação no capital social da Companhia durante o mês de fevereiro de 2020.

35. Os dados sobre os supostos investimentos do grupo empresarial estrangeiro chegaram ao conhecimento de José Carlos Cardoso por intermédio de Fernando Passos, DRI da Companhia, mediante a apresentação de documentos que demonstrariam, em tese, a participação da *Berkshire Hathaway Inc.* no capital social do IRB<sup>28</sup>. No dia 03/03/2020,

<sup>25</sup> Assim expliquei na oportunidade do PAS CVM nº 19957.007916/2019-38, Dir. Rel. Daniel Maeda, julgado nesta mesma data de 19/12/2024.

<sup>26</sup> Por exemplo, ver PAS CVM nº 25/03, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 25/03/2008; PAS CVM nº 18/08, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 14/12/2010; PAS CVM 19957.010844/2018-25, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 04/12/2018; PAS CVM nº 09/2009, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/07/2015.

<sup>27</sup> Nesse sentido, explica Luiz Antônio Sampaio Campos a respeito do dever imposto pelo art. 153 da Lei nº 6.404/76: “Será um padrão de diligência caso a caso, levando-se em consideração as características da companhia, da decisão, do administrador, da informação disponível, do tempo, dos recursos disponíveis etc. Por isso é que se diz que a diligência não é só um critério abstrato e genérico, mas também relativo e adaptável às circunstâncias (Rodotá, 1964, p. 546). Sua aplicação deve ser concreta, à vista da realidade do caso.” (CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio em LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**, 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 802).

<sup>28</sup> Veja-se que, conforme relatado pela IRB na representação criminal apresentada ao Ministério Público (doc. nº 1267705, pp. 60-70), Fernando Passos encaminhou planilha a respeito da composição acionária da Companhia a José Carlos Cardoso e aos membros do Conselho de Administração da IRB (doc. nº 1267705, p. 64), que acreditaram na informação em um primeiro momento. Tratava-se, em tese, do controle de titularidade das ações IRBR3 encaminhado pela própria instituição custodiante. Posteriormente, apurou-se que o documento foi indevidamente alterado e manipulado pelo DRI, que inseriu informações falsas a respeito dos supostos investimentos da *Berkshire Hathaway Inc.* no capital social da Companhia. Em



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

entretanto, a sociedade americana afirmou que jamais foi acionista do IRB e que não pretendia ser investidora da Companhia até aquele momento<sup>29</sup>.

36. Na qualidade de Diretor-Presidente do IRB à época dos fatos, entre outras atribuições previstas no Estatuto Social<sup>30</sup>, competia a José Carlos Cardoso a definição dos objetivos estratégicos e a condução geral dos negócios da sociedade.

37. Como é de costume ao cargo de Diretor-Presidente, não se espera necessariamente que o administrador participe ativamente de toda a operação finalística ou administrativa da Companhia, nem mesmo que atue em decisões de nível gerencial<sup>31-32</sup>.

38. Nesse sentido, é comum que o Diretor-Presidente confie determinadas atividades a terceiros qualificados, sem prejuízo de seu dever de diligenciar para a devida realização de atividades estratégicas da Companhia<sup>33</sup>.

---

resposta ao Ofício nº 241/2020/CVM/SPS/GPS-2 (doc. nº 1267778), S.M.N., na qualidade de DRI não estatutária da IRB, forneceu cópia da referida planilha à CVM (doc. nº 1267796).

<sup>29</sup> “[...] *There have been recent stories in the Brazilian press that Berkshire Hathaway Inc. is a shareholder of IRB Brasil Re (“IRB”). Those stories are incorrect. Berkshire Hathaway Inc. is not currently a shareholder of IRB, it has never been a shareholder of IRB and it has no intention of becoming a shareholder of IRB. [...]*” (Doc. nº 1385644, §18).

<sup>30</sup> “Art. 32 [...] 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.*” (doc. nº 1267705, p. 19).

<sup>31</sup> As normas do mercado de capitais não exigem que os membros da diretoria interfiram pessoalmente em todas as atividades da companhia (o chamado “microgerenciamento” ou “*micromanagement*”), o que, no limite, poderia ser indesejável por reduzir a eficiência da administração. Nesse sentido, o tema do microgerenciamento é objeto de discussões em matéria de administração de empresas: “*Micromanagement is characterized by excessive control, overly close supervision and, fundamentally, a lack of trust in managers' abilities to perform their tasks effectively. [...] Generally, micromanagement is accompanied by constant delays in decision-making. Leaders insist on having everything go through them before making a final decision, which delays both processes and decisions.*” (grifei) (CASTELLI, Paula V. “Why It's Crucial To Avoid Micromanaging Your Managers?”. FORBES, 2023. Disponível em: <https://www.forbes.com/councils/forbescoachescouncil/2023/07/13/why-its-crucial-to-avoid-micromanaging-your-managers/>>. Acesso em: 10/12/2024.).

<sup>32</sup> Nesse sentido, é necessário observar que o Diretor-Presidente não assume a posição de garantidor universal da Companhia, responsável por toda e qualquer falha ou conduta de outros administradores. Como destacado em minha manifestação no âmbito do PAS nº 19957.007916/2019-38, Dir. Rel. Daniel Maeda, julgado nesta data de 19/12/2024, a responsabilização do Diretor-Presidente exige a demonstração concreta de violação de deveres estatutários ou legais pois, “[s]e todas as acusações de falta de diligência dos administradores alcançassem o Diretor-Presidente de todas as companhias, sem qualquer juízo subjetivo acerca de sua responsabilidade individual, estar-se-ia flertando com um inadequado modelo de responsabilização objetiva.” Isto é, o ‘dever de garante’ do administrador deve ser analisado de forma específica, considerando a natureza de suas atribuições e a informação que lhe era disponível à época dos fatos.

<sup>33</sup> Assim expliquei no âmbito do PAS CVM nº 19957.007916/2019-38 (Dir. Rel. Daniel Maeda, julgado nesta data de 19/12/2024): “*Em condições normais, os administradores têm o direito de confiar (“the right to rely on others”) nas informações técnicas que lhes são fornecidas, o que inclui as análises e avaliação de diretorias e gerências executivas. O dever de investigar é deflagrado em reação à identificação de circunstâncias e situações que inspirem um “estado de*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

39. No caso concreto, competia ao DRI acompanhar a base acionária da IRB, assim como manter a comunicação com o escriturador responsável pelos serviços relacionados ao controle de titularidade das ações de emissão da IRB admitidas à negociação em mercado organizado<sup>34-35</sup>.

40. Nesse cenário, José Carlos Cardoso confiou nas informações repassadas por Fernando Passos sobre a base acionária. Com o decurso do tempo, restou demonstrado que os documentos encaminhados pelo escriturador sobre a composição acionária da Companhia foram manipulados por Fernando Passos. Reconheço, ainda, que a má-fé do DRI era desconhecida à época dos fatos e não deveria ser presumida por José Carlos Cardoso<sup>36</sup>.

41. Como explorado, caberia ao Diretor-Presidente apenas investigar e interferir em atividades operacionais no caso de sinais de alerta sobre eventual risco relevante ao interesse da companhia<sup>37</sup>.

---

*alerta”, demandando uma investigação minuciosa e próxima das informações, buscando identificar eventuais problemas que podem se reverter em prejuízos para a Companhia”.*

<sup>34</sup> “Art. 32 [...] II - Compete ao Diretor Vice-Presidente Executivo Financeiro e de Relações com Investidores: (i) dirigir e orientar o desenvolvimento das atividades das áreas de investimentos, tesouraria, orçamento, jurídico e de contabilidade; (ii) promover a implantação, de acordo com a orientação traçada pelo Conselho de Administração, das políticas, diretrizes, planos de atividades e dos respectivos orçamentos, das áreas de investimentos, tesouraria, orçamento e de contabilidade; (iii) estruturar o orçamento anual, em linha com o planejamento e planos plurianuais; identificar desvios no orçamento e planejamento, suas causas e propor correções; (iv) submeter à apreciação da Diretoria Estatutária os orçamentos da Sociedade e suas respectivas reformulações, as demonstrações contábeis do exercício e a proposta de distribuição de lucros e os relatórios periódicos de informações gerenciais; (v) representar a Sociedade junto à Superintendência de Seguros Privados – SUSEP no que diz respeito às atividades econômico-financeiras; e (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.” (grifei) (doc. nº 1267705, pp. 19-20).

<sup>35</sup> Veja-se que o controle das referidas informações não era realizado exclusivamente por Fernando Passos, mas por uma equipe composta, ainda, por uma “DRI não estatutária” (S.M.N.) e por duas “Especialistas de RI” (N.N.N. e A.P.B), todas subordinadas ao acusado, conforme informações fornecidas por aquela em resposta (doc. nº 1267792) ao Ofício nº 241/2020/CVM/SPS/GPS-2 (doc. nº 1267778).

<sup>36</sup> Como me manifestei no âmbito do PAS CVM nº 19957.007469/2023-01 e do PAS CVM nº 19957.002393/2023-10, julgados no dia 18/12/2024, a respeito da presunção de boa-fé dos administradores no exercício de suas funções: “Tendo aceitado a indicação para o cargo, presume-se que o administrador nomeado irá exercer a sua função de boa-fé, de modo a atender os seus deveres legais e estatutários. Se, posteriormente, o administrador se desviar do padrão de comportamento esperado, caberá naturalmente a sua responsabilização, caso demonstrado que agiu contrariamente ao interesse social naquela situação”.

<sup>37</sup> Manifestando-se quanto à eventual responsabilidade de membros de Conselho de Administração pela existência de irregularidades contábeis em demonstrações financeiras e em informações trimestrais, o então Diretor Gustavo Tavares Borba lecionou que “*não seria razoável exigir que os conselheiros de administração, sem a existência de sinais claros capazes de indicar a existência de irregularidades contábeis (red flags), tivessem a obrigação de se imiscuir em detalhes das demonstrações financeiras que demandassem conhecimentos contábeis específicos e análise detalhada dos elementos constantes do trabalho contábil.*” (PAS CVM nº RJ2015/1823, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 02/08/2016). Nesse mesmo sentido: (i) PAS CVM nº 25/2003, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 25/03/2008; (ii) PAS CVM nº 01/2007, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 22/09/2016; (iii) PAS CVM nº RJ2014/6517, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 25/06/2019; (iv) PAS CVM nº 05/2016 (19957.010647/2019-97), Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03/11/2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

42. Em razão da ausência de *red flags* sobre a falsificação dos documentos, não se pode exigir, neste caso, que José Carlos Cardoso investigasse pessoalmente as informações contidas na planilha da base acionária fornecida pelo próprio DRI do IRB. É natural que o Diretor-Presidente, ciente da atuação de terceiros qualificados que desenvolvem o trabalho operacional, confie nas informações repassadas pelos diretores responsáveis pelas demais áreas da Companhia.

43. Por essas razões, entendo que não há elementos suficientes para demonstrar que José Carlos Cardoso teria supostamente violado seu dever de diligência na qualidade de Diretor-Presidente do IRB (conforme previsto no art. 153 da Lei nº 6.404/76).

### IV. Conclusão

44. Por todo o exposto, acompanho o Relator em sua conclusão pela **condenação** de Fernando Passos à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$20.000.000,00 (vinte milhões de reais) pela prática de manipulação de preços, em violação ao inciso I c/c o inciso II, alínea “b”, da ICVM nº 8/79, então vigente. Também em linha com as conclusões do Relator, voto pela **absolvição** de José Carlos Cardoso da acusação de suposta falha em seu dever de diligência (art. 153 da Lei nº 6.404/76).

É o voto.

Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2024.

**João Pedro Nascimento**  
Presidente Relator