



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003549/2018-12

Reg. Col. 1613/19

Acusados: Emerson Fernandes Loureiro

Joesley Mendonça Batista

J&F Participações S.A.

Assunto: Apuração de operações com contratos derivativos de taxas de juros, com eventual uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, “d”.

Diretor Relator: Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Voto: João Accioly

VOTO

“Não existe front running contra o mercado”.

Voto do Diretor Henrique Machado no PAS 10/12, j. em 13.11.2018

I.

1. Acompanho o Diretor Relator Otto Lobo, em suas conclusões, votando pela absolvição de Joesley Batista da acusação de prática não equitativa na negociação de contratos derivativos de taxa de juros (“DI”). Faço este breve registro apenas registrar divergências pontuais em relação às razões do voto do Presidente João Pedro Nascimento, que à exceção do aqui manifestado acompanho em sua íntegra.

2. Assim como os julgadores que me antecederam, entendo que a Defesa apresentou robusta demonstração dos fundamentos econômicos com base nos quais as operações foram realizadas.



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

3. Apesar de concordar com a falta de elementos fáticos que sustentem a tese da Acusação, de que a informação sigilosa permitiria a quem a detivesse a antevisão dos desdobramentos econômicos da crise gerada por sua divulgação, manifesto-me apenas para registrar meu entendimento sobre a atipicidade da conduta que a Acusação narra.

4. Supondo verdadeiros, para efeito de raciocínio, **todos** os fatos que compõem a acusação, Joesley não teria violado qualquer norma legal ou regulamentar do âmbito do mercado de capitais. Mais especificamente, os fatos, como descritos pela Acusação, não preencheriam os requisitos da caracterização do ilícito de prática não equitativa, pela ausência de uma posição *indevida* de desigualdade.

5. Cito, nesse sentido, o entendimento deste Colegiado, nas palavras do Relator do PAS 10/12, de que extraí a passagem citada no preâmbulo deste voto:

Assim, conforme jurisprudência desta CVM, em especial o já mencionado PAS nº 04/2010, são elementos caracterizadores da prática não equitativa: (i) a ocorrência de negociações com valores mobiliários; (ii) uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e que **(iii) o desequilíbrio existente seja indevido**. Tem-se, portanto, que o mero desequilíbrio entre os participantes de uma negociação no mercado de valores mobiliário não é suficiente para a caracterização da prática não equitativa. **O desequilíbrio ou desigualdade deve ser ilegal. (...)**

a configuração da “prática não equitativa” requer a evidenciação prévia pela Acusação da forma como **a posição de desequilíbrio foi alcançada à revelia de um dever legal** de conduta. Esse elemento está presente nas variadas formas típicas de prática não equitativa julgadas pela CVM, incluindo insider trading, operações com seguro e front running .

6. Ainda no exercício hipotético de supor plena a verdade da narrativa acusatória, **nenhuma** relação tinha o Defendente com outros participantes do mercado de câmbio, que lhe determinasse obrigação de zelar, ao negociar com eles, por interesses que não os de si próprio. Certamente esses outros participantes, ao negociarem no mercado, não estariam imbuídos de qualquer disposição para adotar uma postura de defesa do interesse do Defendente nas transações e assim abrir mão, na negociação, de qualquer vantagem econômica que tivessem, seja material, seja informacional.



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

7. À luz do entendimento acima citado do Colegiado sobre os requisitos da prática não equitativa, que dever legal de conduta teria descumprido o Defendente para obter a suposta vantagem informacional?
8. Informação tem valor e pode custar caro para ser produzida. Quem possui legitimamente alguma informação que lhe dê vantagem na negociação de transações bilaterais, comutativas, em que cada parte cuida de seu próprio interesse, não pode ter obrigação de abrir mão do que é seu. A razão, em última análise, é a mesma pela qual ninguém iria esperar de um vendedor, que ao negociar com um comprador barganhasse para atingir o preço mais baixo possível. A não ser que se supusesse que o comprador assumisse a defesa de querer oferecer o maior preço possível, para que se pudesse chegar a um resultado que não pressupusesse a total transferência de patrimônio para um dos lados na transação.
9. Ao se analisar as operações em que a Acusação diz que o Defendente teria praticado o ilícito, não seria possível sequer efetivar algum tipo de compartilhamento de informações. Os exemplos do que constitui prática não equitativa sempre pressupõem um dever em que uma parte se compromete, contratualmente, a zelar pelo interesse de seu cliente, ou investidor, ou qualquer outra parte. São as relações fiduciárias. Mesmo nessas, na ocasião em que constituem a própria relação, o interesse defendido por cada parte é o seu próprio.
10. Concluo este breve registro com algo que lanço até como desafio. Qualquer punição pressupõe que deva poder ser feita e respondida esta pergunta essencial: qual a conduta diversa que se poderia exigir do agente nas operações, e de que fonte legal ou contratual viria sua obrigação? Se o Defendente tinha obrigação de não usar a vantagem, como deveria agir?
11. Feitas essas considerações, voto pela absolvição dos três acusados..

Rio de Janeiro, 29 de maio de 2023.

João Accioly

Diretor