



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.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005388/2017-11

Reg. Col. 1168/18

Acusados: Wesley Mendonça Batista
JBS S.A.
Seara Alimentos Ltda.
Eldorado Brasil Celulose S.A.

Assunto: Apurar eventual responsabilidade por operações com uso de práticas não equitativas, em violação à Instrução CVM nº 8/1979, II, alínea “d”.

Diretor Relator: Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SPS, em conjunto com a PFE-CVM, em face do Acusados para apurar eventual responsabilidade por alegada infração ao inciso II, alínea “d”, da ICVM nº 8, então vigente².

2. Como descrito no Relatório, a acusação imputada a Wesley Batista, Diretor-Presidente da JBS e Presidente do Conselho de Administração da Eldorado à época dos fatos — por ter ordenado a realização dos negócios em análise —, JBS, Seara e Eldorado — na qualidade de beneficiárias das operações — consiste em suposto uso de prática não equitativa pelos Acusados na negociação de contratos de derivativos cambiais entre 05.05.2017 e 17.05.2017.

3. Segundo a Acusação, tais negócios foram realizados devido à expectativa de valorização do dólar quando da divulgação do Acordo de Colaboração Premiada, uma vez que implicava relevantes agentes públicos — informação sigilosa que colocava Wesley Batista em indevida posição de desigualdade em face dos demais participantes das operações e dos demais

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² A Instrução CVM nº 8/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/2022.



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.cvm.gov.br

participantes de todo o mercado de dólar.

4. A Acusação destacou, como indícios da referida infração, que:

(i) Wesley Batista tinha conhecimento, desde 28.03.2017 (data da assinatura do Termo de Confidencialidade firmado com a PGR), de elementos do conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada que viria a ser firmado;

(ii) Wesley Batista sabia do impacto direto desse conteúdo sobre a política brasileira e o mercado como um todo, especialmente no tocante ao efeito da divulgação dessa informação no preço dos derivativos de câmbio;

(iii) a JBS já tinha operado contratos derivativos cambiais antes de 2017, mas não o fazia em volumes significativos desde abril de 2016;

(iv) as decisões de compra ou venda de dólares na JBS eram tomadas de acordo com a vontade da Comissão de Gestão de Riscos, tendo caráter especulativo, sem critério técnico relacionado à Política de Hedge que afaste o poder discricionário da Comissão, exercido de fato por Wesley Batista;

(v) após o vazamento da notícia relacionada ao Acordo de Colaboração Premiada, a JBS não teria empreendido os mesmos esforços para continuar comprando derivativos cambiais, nem para postergar os vencimentos dos contratos até então comprados; e

(vi) foi Wesley Batista quem decidiu e ordenou as compras de contratos derivativos de dólar em nome da Seara e da Eldorado, e que era ele quem possuía o domínio do fato.

5. Os resultados potenciais obtidos nas operações realizadas em nome da JBS, da Seara e da Eldorado seriam de R\$ 520.039.078,00, R\$ 4.716.800,00 e R\$ 64.692.160,00, respectivamente.

6. Os Acusados, por sua vez, sustentaram, em síntese:

(i) a legitimidade das operações com derivativos cambiais;

(ii) a imprevisibilidade da variação cambial com a divulgação do Acordo de Colaboração Premiada;

(iii) a imprevisibilidade do vazamento da notícia sobre o Acordo de Colaboração Premiada;

(iv) a ausência dos elementos do tipo “prática não equitativa”;

(v) o estrito cumprimento de deveres fiduciários por Wesley Batista para com a JBS;

(vi) que a posição montada pela Eldorado não foi determinada por Wesley Batista; e

(vii) que os ganhos efetivamente auferidos por JBS, Seara e Eldorado corresponderam a R\$ 9.979.785,00, R\$ 1.732.630,00 e R\$ 28.300.000,00, respectivamente.



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.cvm.gov.br

7. Sem preliminares a serem enfrentadas³, passo à análise do mérito da acusação formulada.

II. CONEXÃO

8. Entendo não haver necessidade de que o presente PAS, em conjunto com os PAS CVM n^{os} 19957.005390/2017-90 e 19957.003549/2018-12, seja apreciado na mesma sessão de julgamento do PAS CVM n^o 19957.001225/2018-40 — não obstante o reconhecimento de conexão dos 4 (quatro) processos —, consoante previsto no art. 36, §5º da Resolução CVM n^o 45/01⁴.

9. Com efeito, os processos têm acusados distintos e acusações autônomas e distintas:

- (i) PAS CVM n^o 19957.005388/2017-11: figuram como acusados Wesley Mendonça Batista, JBS S.A., Seara Alimentos Ltda. e Eldorado Brasil Celulose S.A., em que se apura responsabilidade por operações com uso de práticas não equitativas, em violação à Instrução CVM n^o 8/1979, II, alínea “d”, em operações com derivativos de dólar;
- (ii) PAS CVM n^o 19957.005390/2017-90: figuram como acusados Wesley Mendonça Batista, FB Participações S.A. e Joesley Mendonça Batista, em que se apura a responsabilidade por alegada manipulação de preços (ICVM n^o 08/79, itens I e II, alínea “b”), uso indevido de informação privilegiada (LSA, art. 155, §1º e ICVM n^o 358/02, art. 13, *caput*), negociação de ativos em período vedado (ICVM n^o 358/02, art. 13, §3º, II), violação ao dever de lealdade (LSA, arts. 116, parágrafo único, e 155, §1º) e abuso de poder de controle (LSA, art. 117, *caput* e ICVM n^o 323/00, art. 1º, XIII), em negócios da JBS e FB Participações com ações JBSS3;
- (iii) PAS CVM n^o 19957.003549/2018-12: figuram como acusados Emerson Fernandes Loureiro, Joesley Mendonça Batista e J&F Investimentos S.A., em que se apura responsabilidade por suposto uso de práticas não equitativas (ICVM n^o 8/1979, II, alínea “d”) em operações com derivativos de taxa de juros realizadas pelo Banco Original;
- (iv) PAS CVM n^o 19957.001225/2018-40: figuram como acusados Joesley Mendonça Batista, Wesley Mendonça Batista, José Batista Sobrinho, Humberto Junqueira de Farias e Tarek Mohamed Noshy Nasr Mohamed Farahat, em que se apura responsabilidade dos conselheiros de administração da JBS por alegada infração ao art. 153 da Lei n^o 6.404/76 no monitoramento da Política de Hedge da JBS.

³ Em sua defesa (doc. 0520111), Wesley Batista requereu, preliminarmente, a atribuição de caráter confidencial à peça de defesa e seus anexos, o que foi parcialmente atendido por esta Autarquia, em conformidade com o disposto na Lei Complementar n^o 105/2001 (doc. 0559999).

⁴ Art. 36. Os processos devem ser distribuídos por conexão quando: (...) § 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.cvm.gov.br

10. Diferentemente dos 3 (três) primeiros processos acima indicados, a realização de negócios jurídicos por suposta influência do Acordo de Colaboração Premiada não constitui o núcleo da imputação do PAS CVM nº 19957.001225/2018-40 — que versa tão somente sobre deveres fiduciários de conselheiros de administração da JBS.

11. Com efeito, por mais que os processos estejam ligados por circunstâncias fáticas (Resolução CVM nº 45, art. 36, II), as questões a serem esclarecidas sobre os negócios jurídicos em análise nos processos indicados nos itens (i), (ii) e (iii) acima não devem influenciar o julgamento do processo mencionado no item (iv), uma vez que não se analisará, nesse último, a motivação ou legalidade das referidas operações, e sim o cumprimento dos deveres fiduciários pelos conselheiros de administração da JBS.

12. Ademais, destaco que está em curso, no PAS CVM nº 19957.001225/2018-40, a análise de propostas de termo de compromisso apresentadas por todos os acusados.

13. Naqueles autos, ao emitir parecer sobre a legalidade das novas propostas apresentadas, a PFE-CVM apontou que, *“embora o Relatório nº 2/2018-CVM/SPS/GPS-3, efetivamente, não aponte prejuízos individualizados, sua leitura não pode se dar de forma dissociada dos fatos apurados no PAS CVM nº 5388/2017 e PAS CVM nº 5390/2017, os quais lhe deram origem e possuem relação direta com a violação da Política de Gestão de Riscos da JBS (Política de Hedge), objeto do presente feito”*⁵.

14. Nesse sentido, entendo que o julgamento dos PAS CVM nºs 19957.005388/2017-11, 19957.005390/2017-90 e 19957.003549/2018-12 antes do PAS CVM nº 19957.001225/2018-40 não só é possível, como desejável, para fins de análise das propostas de termo de compromisso.

15. Ademais, foram proferidos, recentemente, despachos de indeferimento de produção de provas nos PAS CVM nºs 19957.005388/2017-11 e 19957.005390/2017-90 e, em relação aos PAS CVM nºs 19957.003549/2018-12 e 19957.001225/2018-40, não existem pleitos de produção de provas a serem apreciados. Dessa forma, verificado o encerramento da fase probatória de todos os processos em questão, não vislumbro “risco de prolação de decisões contraditórias ou conflitantes casos decididos separadamente” (Resolução CVM nº 45/01, art. 36, §6º, II).

16. Sobre o tema, o Sr. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, do e. Superior Tribunal de

⁵ Doc. 1761574 (NOTA TÉCNICA n. 00001/2023/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU).



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.cvm.gov.br

Justiça, sedimentou:

“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 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)”⁶⁻⁷.

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 dos processos indicados nos itens (i), (ii) e (iii) acima antes do PAS n° 19957.001225/2018-40 — que, ressalta-se, possui propostas de termo de compromisso de todos os acusados ainda pendente de análise —, em linha com prática já adotada por esta Autarquia⁸.

III. AUTORIA E MATERIALIDADE

III.A Considerações iniciais

19. O tipo administrativo imputado aos Acusados consiste no ilícito de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, assim descrita na ICVM n° 8, inciso II, alínea “d”:

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...)

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em

⁶ STJ, REsp n° 1.255.498 - CE, 3ª Turma, j. em 19.06.2012.

⁷ No mesmo sentido: STJ, REsp n° 1.366.921, 3ª Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 24.02.2015; TJRJ, Agravo de Instrumento n° 0040312-91.2015.8.19.0000, 24ª Câmara Cível, Rel. Des. Celso Silva Filho, j. em 19.08.2015.

⁸ PAS CVM n° 19957.004381/2021-68, Rel. Pre. João Pedro Nascimento, j. 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.cvm.gov.br

negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

20. Conforme se depreende do aludido dispositivo e da jurisprudência do Colegiado desta Autarquia, o tipo administrativo resta configurado diante da constatação de **(i)** ocorrência de negociação com valores mobiliários; **(ii)** posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes, direta ou indiretamente, efetiva ou potencial; **(iii)** que o desequilíbrio ou desigualdade existente seja ilícito; e **(iv)** conduta dolosa⁹.

21. Sobre o referido dispositivo, Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch explicam:

“A redação [do inciso II, alínea “d”, da ICVM nº 8/79], como já se pôde perceber, é bastante ampla e, durante o período em que não havia regra específica neste particular, foi utilizada como tipo administrativo destinado a reprimir, também, o uso de informação privilegiada.

O *insider trading*, aliás, pode ser considerado espécie do gênero ‘prática não equitativa’, pois aquele que se vale de informação privilegiada para negociar com valores mobiliários atua em flagrante desequilíbrio ou desigualdade em relação não apenas à sua contraparte específica, mas, sobretudo, no que tange a todos os demais participantes do mercado de capitais.”¹⁰

22. Naturalmente, é de se esperar que existam poucas provas claras acerca do uso de práticas não equitativas, na medida em que os agentes envolvidos envidam grandes esforços para ocultar rastros de tal grave infração e, assim, eximir-se das consequências legais decorrentes.

23. Nesse sentido, a análise de indícios e contraíndícios é de suma importância para apuração dos fatos e correto julgamento da lide.

24. Consoante dispõe o art. 239 do Código de Processo Penal, “[c]onsidera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução,

⁹ Consoante explicita a manifestação de voto do conselheiro Johan Albino Ribeiro, no Acórdão CRSFN nº 8381/08, referente ao Recurso CRSFN 4321, j. em 23.06.2008: “Não restou qualquer dúvida de que tanto a CVM, como este Conselho reconheceram neste, e em outros julgamentos, que as figuras ilícitas previstas na Instrução CVM no. 08/79 requerem a constatação do dolo. Todas as condutas ali previstas estão marcadas por verbos que indicam ações de vontade: criar, manipular, realizar e usar, portanto, com componente volitivo indiscutível”.

¹⁰ Mercado de Capitais: regime sancionador. Coordenadores da coleção: Gilmar Ferreira Mendes, José Levi Mello do Amaral Júnior e outros. São Paulo, Escola de Direito do Brasil & Ed. Saraiva, 2012. p. 127.



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.cvm.gov.br

concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. No entanto, indícios, de forma isolada, não autorizam a condenação dos acusados, mas sim a prova indiciária, consistente em indícios convergentes e robustos aptos a permitir uma conclusão acerca dos fatos a serem provados, conforme jurisprudência pacífica desta Autarquia¹¹⁻¹².

25. De forma contrária, como bem pontuado pela então Diretora Norma Parente, “[a] existência de contra indícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência”¹³.

¹¹ Neste sentido, importante transcrever excerto do voto do Diretor Otavio Yazbek, proferido no julgamento do PAS 13/2009, julgado em 13.12.2011: “Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal”. No âmbito do PAS CVM nº SP2021/374, j. 19.07.2016, o Diretor Gustavo Tavares Borba, assinalou que “[...] amplamente aceita pela jurisprudência da CVM, a prova indiciária, ou seja, a existência de 'indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriz[em] uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado é válida para o convencimento do julgador.” No mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 09.02.2021; PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 15.06.2021; PAS CVM nº 19957.003480/2021-22, Rel. Dir. Fernando Galdi, j. 14.10.2021.

¹² De igual modo, o Poder Judiciário já se manifestou em diversas situações: “Diante do sistema de livre convicção do juiz, encampado pelo Código de Processo Penal, a prova indiciária, também chamada circunstancial, tem o mesmo valor das provas diretas. [...] Assim, indícios múltiplos, concatenados e impregnados de elementos positivos de credibilidade são suficientes para dar base a uma decisão condenatória, máxime quando excluem qualquer hipótese favorável ao acusado” (TRF-2, Segunda Turma Especializada, Processo nº 2009.51.01.800930-0, Rel. Des. Liliane Roriz, j. 13.04.2010).

“Desde os primórdios do Direito, ou seja, da mais remota antiguidade, os indícios e presunções sempre foram admitidos em doutrina, como elementos de convicção. Assim, na ausência de confissão voluntária, a prova da condição subjetiva, tal como o saber ou o conhecer, somente pode ser feita através de indícios e presunções, desde que veementes, ao prudente arbítrio do Juiz. Quando este se despe de seu poder-dever de firmar convicção, por todas as evidências, relegando-se à análise de provas diretas, a impunidade se estabelece como regra geral (TASP, Rel. Carvalho Neto...). O indício vale como qualquer outra prova e impossível o estabelecimento de regras práticas para apreciação do quadro indiciário. Em cada caso concreto, incumbe ao juiz sopesar a valia desse contexto e admiti-lo como prova, à luz do art. 239 do CPP. Uma coleção de indícios, coerentes e concatenados, pode gerar a certeza reclamada para a condenação (TASP, Rel. Renato Nalini...). É válido, de acordo com o sistema adotado pelo Código de Processo Penal, que o juiz forme sua convicção através de prova indireta, ou seja, a partir de indícios veementes que induzam àquele convencimento de maneira induvidosas (TAMG, Rel. Francisco Brito...). A prova indiciária só por si poderá decidir sobre o verdadeiro convencimento do julgador, face ao princípio adotado em nossa processualística penal e consolidado na disposição do art. 157 do diploma adjetivo (TJMT, Rel. Raul Bezerra...)”. (in Código de Processo Penal e sua Interpretação Jurisprudencial, vol. 2, ed. RT, 1999, pág. 1.887)” (TJRS, 1ª Câmara Criminal, Processo nº 0043934-81.2012.8.21.7000, Rel. Des. Sylvio Baptista Neto, j. 18.07.2012).

¹³ PAS CVM nº 06/95, Rel. Diretora Norma Jonssen Parente, j. 05.05.2005. No mesmo sentido é o voto proferido pela mesma Diretora, no PAS CVM nº 24/00, j. 18.08.2005: “3. A prova indiciária é uma prova indireta, circunstancial, de inferências, partindo de dados e circunstâncias conhecidos (fatos provados) para os fatos desconhecidos (fatos probandos), através de um raciocínio de estrita lógica formal. Não é uma prova menor, nem imperfeita, e constitui prova suficiente a autorizar a condenação. É inquestionavelmente válida, porque fundada na razão, e tem um significativo peso na elucidação dos fatos. Distingue-se da presunção, que não é meio de prova, mas mero exercício de abstração lógico-dedutiva, prescindindo de qualquer elemento específico sem amparo concreto e probatório. Já o



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.cvm.gov.br

26. A esse respeito, destaco o entendimento exarado pelo Diretor Alexandre Rangel sobre o tema:

“27. O *standard* da prova em processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM deve ser alto e bastante preciso, principalmente, em virtude dos valores e bens jurídicos cuja proteção integra o mandato legal da Autarquia. Cuida-se, em última análise, da proteção da higidez do mercado de valores mobiliários, da poupança popular, de um regime informacional transparente, da confiança e segurança jurídica que tal mercado deve inspirar na economia como um todo.

28. Nesse contexto, notadamente em matérias relacionadas a direito probatório, parece-me mandatário que sejam interpretados com extremo zelo, cautela e parcimônia os chamados princípios do formalismo moderado, da verdade material e da economia processual – discutidos de forma geral na seara do direito administrativo brasileiro. Uma aplicação extremada de tais conceitos a discussões probatórias em processos administrativos sancionadores na CVM – principalmente em matérias de *insider*, que possuem consequências cíveis, criminais e reputacionais sobremaneira onerosas – poderia conduzir, a depender do caso concreto, a eventuais condenações desprovidas de substância probatória, o que não se pode admitir. Ao mesmo tempo em que é importante aumentar as chances de que os responsáveis por irregularidades sejam punidos de forma justa e eficiente, também é fundamental garantir, com o mesmo grau de importância, que inocentes não sejam condenados indevidamente”¹⁴.

27. Não obstante os controladores do conglomerado JBS e as sociedades relacionadas terem sido objeto de graves operações policiais e enfrentarem relevantes litígios judiciais — tendo, inclusive, Wesley Batista e outros administradores celebrado Acordo de Colaboração Premiada, em que confessaram alguns crimes a eles imputados —, cumpre à Administração Pública exercer seu poder punitivo à luz da lógica do constitucionalismo garantista, voltada à proteção dos administrados em face do *jus puniendi* estatal.

28. Sobre o tema, o professor Gustavo Binenbojm leciona:

“Assim, o regime jurídico aplicável ao poder punitivo da Administração deve encontrar fundamento e limite na sistemática constitucional de maneira semelhante àquela estabelecida no âmbito do direito penal. Aplicam-se, portanto, ao direito administrativo sancionador as garantias consideradas inerentes ao Estado democrático de direito, bem como seus diversos desdobramentos no ordenamento jurídico infraconstitucional. Nesse

indício subordina-se à prova, não subsistindo sem uma premissa, que é a circunstância indiciante provada. 4. Conforme entendimento reiterado desta CVM, não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar.” (grifei)

¹⁴ PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 15.06.2021.



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.cvm.gov.br

sentido, além das cláusulas do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa (CF, art. 5º, LIII, LIV e LV), destacam-se: o princípio da legalidade, sob o viés da tipicidade (CF, arts. 5º, II e XXXIX, e 37, *caput*); os princípios da segurança jurídica e da irretroatividade, salvo de norma mais benéfica (CF, art. 5º, *caput*, XXXIX e XL); o princípio da presunção de inocência (CF, art. 5º, LVII), o princípio da licitude da prova (CF, art. 5º, LVI), os princípios da culpabilidade e da pessoalidade da pena (CF, art. 5º, XLV); o princípio da individualização da sanção (CF, art. 5º, XLVI); e os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade (CF, arts. 1º e 5º, LIV)”¹⁵.

29. Com efeito, em observância ao princípio da presunção de inocência, cabe ao acusador o ônus de provar a punibilidade do acusado, segundo o devido processo legal¹⁶.

30. Ademais, o ordenamento jurídico brasileiro é norteado pelo princípio da confiança, que preceitua que a Administração Pública e os administrados devem proceder com honestidade, presumindo-se a boa-fé nas relações¹⁷⁻¹⁸.

31. Feito tais considerações iniciais, e tendo em vista a grande repercussão midiática referente aos fatos objeto deste processo, cabe ao julgador se ater estritamente aos elementos probatórios existentes nos autos, de modo a se evitar o *trial by media* (julgamento pela mídia), consagrado nas palavras do saudoso advogado e professor Antônio Evaristo de Moraes Filho como

¹⁵ BINENBOJM, Gustavo. Poder de Polícia, Ordenação, Regulação: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador. Belo Horizonte: Fórum, 2016. p. 105.

¹⁶ “Tendo a nossa Constituição Federal positivado o princípio *sub oculis* em todo o ordenamento infraconstitucional, aí incluído não só o Direito Penal, o Direito Processual Penal como o Direito Administrativo, que estão obrigados ‘a absorver regras que permitam encontrar um equilíbrio saudável entre o interesse punitivo estatal e o direito de liberdade’, dando plena ênfase a sua aplicabilidade” (MATTOS, Mauro Roberto Gomes de. Tratado de direito administrativo disciplinar. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 78).

¹⁷ Em matéria envolvendo fraude à execução, o Superior Tribunal de Justiça sedimentou entendimento de que “[a] presunção de boa-fé é princípio geral de direito universalmente aceito, sendo milenar parêmia: a boa-fé se presume; a má-fé se prova” (STJ, Tema Repetitivo 243).

No mesmo sentido, ao editar a Súmula 387 (“A cambial emitida ou aceita com omissões, ou em branco, pode ser completada pelo credor de boa-fé antes da cobrança ou do protesto.”), o Supremo Tribunal Federal destacou que a boa-fé se presume.

¹⁸ Com o devido respeito, entendo que a argumentação trazida pela Acusação no sentido de que, “(...) como a qualquer momento é possível argumentar para os dois lados, é perfeitamente possível que, após as notícias de aberturas de processos para investigar o possível uso de informações privilegiadas, tenha sido passada a ordem para ser construído um cenário retroativo que justificasse as compras por outras razões que não o conteúdo da delação ainda não divulgada ao mercado”, ao presumir que os depoimentos prestados pelas pessoas (muitas que sequer figuram como acusadas) no âmbito dos fatos ora analisados não correspondem à verdade, viola o princípio da boa-fé, basilar do ordenamento jurídico brasileiro.



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.cvm.gov.br

“o julgamento antecipado da causa, realizado pela imprensa, em regra com veredicto condenatório, seguido da tentativa de impingi-lo ao Judiciário”¹⁹.

32. Em observância ao princípio da objetividade, adianto que, respeitosamente, não vislumbro nos autos elementos suficientes para a configuração do uso de prática não equitativa pelos Acusados, consoante as razões explanadas a seguir.

III.B Inexistência de indevida posição de desequilíbrio ou de desigualdade

Desconhecimento da homologação e da data do vazamento do Acordo de Colaboração Premiada

33. A tese acusatória é fundamentada na premissa de que os Acusados realizaram operações com derivativos cambiais com o objetivo de obterem vantagens ilícitas mediante a valorização do dólar no momento em que o Acordo de Colaboração Premiada viesse a público, na medida em que *“o conteúdo da colaboração premiada era capaz de impactar na percepção dos investidores sobre a própria estabilidade institucional do país, com reflexos óbvios no mercado de câmbio”*.

34. Registra-se que as tratativas para celebração de acordo de colaboração premiada não era informação sigilosa, haja vista que, desde abril de 2017, já havia notícias indicando a possibilidade de realização de delação.

35. Pois bem. A Acusação destacou que Wesley Batista tinha a expectativa de que o Acordo de Colaboração Premiada (celebrado em 03.05.2017) fosse tornado público em junho ou julho daquele ano²⁰, de modo que as compras de derivativos cambiais realizadas em maio *“poderiam não ser identificadas pelas autoridades como tendo essa fundamentação específica”*.

36. No entanto, entendo que o fato de Wesley Batista não ter controle ou conhecimento acerca da data de divulgação, ou mesmo da homologação, do Acordo de Colaboração Premiada — fato este incontroverso, eis que a Acusação sequer imputou a ele responsabilidade pelo vazamento dessa informação à mídia — configura um contraindício quanto à prática do ilícito, na medida em que, sem ter a informação de quando haveria impacto no mercado de câmbio, não conseguiria realizar operação cambial em posição de desequilíbrio ou desigualdade com os demais

¹⁹ MORAES FILHO, Antonio Evaristo de. In BARANDIER, Antonio Carlos, in *As Garantias Fundamentais e a Prova* (e outros temas), Rio de Janeiro: Editora Lúmen Juris Ltda., 1997

²⁰ Doc. 0372775 (pergunta 12).



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.cvm.gov.br

participantes do mercado.

37. Não obstante ter assinado o Acordo de Colaboração Premiada junto à PGR em 03.05.2017, Wesley Batista e os demais colaboradores assumiram, ainda em 28.03.2017, a obrigação legal de manter sigilo sobre todas as informações escritas e orais fornecidas durante a negociação, celebração e execução de eventual acordo de colaboração premiada até eventual levantamento do sigilo do acordo a ser firmado, uma vez homologado pelo Supremo Tribunal Federal, sob pena de não formalização da delação.

38. Ou seja, para a informação sigilosa que supostamente o colocava em posição de desigualdade em face dos demais participantes do mercado vir a público, o Acordo de Colaboração Premiada ainda precisaria ser homologado pelo STF e, se e quando homologado, ter o seu sigilo levantado — o que, evidentemente, extrapolava a competência de Wesley Batista.

39. A meu ver, não é crível — ou, no mínimo, pouco factível — que Wesley Batista tenha negociado contratos derivativos de câmbio utilizando uma informação sigilosa, pois não restou comprovado que tinha conhecimento de todas as informações necessárias a colocá-lo em posição de indevida vantagem, uma vez que não tinha confirmação acerca da homologação da delação e, muito menos, do dia em que tal informação viria à público.

40. Importante ressaltar que, não obstante o fato de os acusados estarem envolvidos na negociação da delação premiada, não se pode presumir que estes tinham a expectativa de que, em algum momento, essa divulgação oficial ocorreria, pois o acordo de não persecução penal é um negócio jurídico cuja eficácia está condicionada à sua homologação judicial²¹, não tendo o Ministério Público Federal poder discricionário, sendo certo que, caso não seja aceita/homologada a proposta de delação elaborada pelo próprio *Parquet* federal, essa delação jamais seria divulgada.

41. Assim, diferentemente de uma negociação privada — como nas operações de fusões e aquisições —, em que as partes têm o domínio da situação e total liberdade para aceitar ou recusar determinadas condições negociais, independentemente de terceiros, no caso de delação premiada, trata-se de instituto de direito processual penal cujo resultado final não pode ser previsto e

²¹ “O acordo de não persecução penal é um negócio jurídico bilateral de eficácia condicionada à sua homologação judicial, que impacta sobre o exercício da ação penal pública, condicionada ou incondicionada” BARROS, Francisco Dirceu. Acordos de não persecução penal e cível. 2 ed. rev. Atual. e ampl. São Paulo: Juspodivm, 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.cvm.gov.br

independe da vontade da parte ofertante.

42. Ademais, se, no momento da divulgação do acordo de colaboração premiada, Wesley Batista não tinha conhecimento da homologação pelo relator do processo perante o Supremo Tribunal Federal, não parece razoável adotar uma expectativa que admite apenas uma de duas situações possíveis (de modo a descartar, pois, a possibilidade de rejeição da delação).

43. Naturalmente, durante todo o período entre a compra de tais contratos e as datas da homologação e divulgação do Acordo de Colaboração Premiada, a variação do dólar estava sujeita a diversos fatores imprevisíveis aptos a elevar ou diminuir a cotação do dólar.

44. Ou seja, a tese acusatória adota como premissa que, necessariamente, a cotação do dólar se valorizaria em relação às cotações das respectivas datas da compra dos contratos de derivativos, sem considerar, contudo, a possibilidade de ocorrer algum evento durante esse lapso temporal (entre a compra dos contratos e divulgação do Acordo de Colaboração Premiada) que acarretasse a desvalorização da cotação do dólar.

45. Nesse sentido, entendo que a imprevisibilidade da homologação ou da divulgação do Acordo de Colaboração Premiada enfraquece o argumento trazido pela Acusação de que as operações com derivativos cambiais teriam sido motivadas pelo conteúdo da referida delação e que tinha por objetivo obter vantagem indevida.

Imprevisibilidade do impacto da revelação do Acordo de Colaboração Premiada na taxa de câmbio

46. Outra premissa trazida na tese acusatória consiste na ciência de Wesley Batista de que, uma vez tornado público o Acordo de Colaboração Premiada, o dólar se valorizaria em relação ao real — fato este que efetivamente se concretizou no dia 18.05.2017, pregão seguinte ao vazamento da delação, em que o contrato mais líquido do mercado futuro de dólar teve uma alta de 7,42%.

47. Segundo a Acusação, Wesley Batista e os demais colaboradores “*detinham o conhecimento de que tais informações, quando reveladas, impactariam negativamente os mercados financeiros e de capitais, gerando duas consequências básicas, ao que inclusive aqueles que não conhecem afundo as práticas dos mercados deduziriam, a saber: um elevado aumento da cotação do dólar e uma queda no valor das ações, não somente da JBS, mas da bolsa em geral*”.

48. Entretanto, compete ao julgador analisar as circunstâncias do caso concreto à luz da



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.cvm.gov.br

realidade existente à época, uma vez que tal análise realizada *ex post* — isto é, após a consumação dos fatos — pode distorcer a efetiva percepção de expectativas das consequências esperadas no momento pretérito.

49. De modo a contrapor a premissa em questão, os Acusados juntaram aos autos estudo elaborado pela Métrica – Consultoria e Pesquisa, que analisou mais de 700 eventos político-econômicos ocorridos nos últimos dez anos e concluiu pela “*imprevisibilidade do câmbio em geral e a sua tênue relação determinística com eventos políticos em particular*”²².

50. No mesmo sentido, Wesley Batista destacou²³ que o perito da Polícia Federal responsável por elaborar laudo financeiro sobre as operações em voga declarou não ser possível afirmar que eventos políticos semelhantes ao conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada sempre acarretariam o aumento da cotação do dólar frente ao real²⁴:

“Advogado: Se eu disser ao senhor, por exemplo, que em relação a uma empresa específica, a divulgação da colaboração fez subir o preço das ações dela, o senhor ficaria surpreso?”

Testemunha: Não.

Advogado: Não faria surpresa?

Testemunha: Não, dependendo do caso posso até talvez, até imagino, o senhor falando eu tô até imaginando qual empresa é, eu posso falar?

Advogado: Se o senhor tem conhecimento, o senhor disse respondendo ao senhor Pier que não tinha conhecimento.

Testemunha: Não, é que o senhor falou me veio o caso da Braskem.

Advogado: Não sei, só perguntei em abstrato.

Testemunha: Então, eu acho que é possível, não me causaria essa surpresa. É possível que cada caso concreto é um caso. Pode ser que para uma companhia aquilo seja um mercado, entenda que vai ser muito bom para a empresa fazer esse acordo. O efeito que o executivo faça e o efeito para a empresa seja positivo.

Advogado: Uma pergunta, em forma de especulação, o senhor já havia respondido, o senhor acha que as operações anteriores, o senhor tem conhecimento das operações da Odebrecht, operação envolvendo diversas colaborações, operações policias que resultaram em prisões, contribuíram para o cenário econômico?

Testemunha: O senhor repete, porque ficou um pouquinho cortado o início da sua fala.

²² Doc. 0519952 (Doc. 1).

²³ Doc. 1080518.

²⁴ Doc. 1080531.



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.cvm.gov.br

Advogado: O senhor pôs um ponto dos efeitos das colaborações ou do conteúdo das colaborações para a economia nacional.

Testemunha: Uhum.

Advogado: Eu pergunto o seguinte, o Brasil desde 2014, 2015 começou a viver problemas de divulgações envolvendo prisões e operações policiais. Esses fatores, lá atrás, em 2015, produziram efeitos na economia

Testemunha: Olha, difícil, eu não consigo avaliar isso assim. É um [sic] questão difícil de falar. Talvez esse nosso caso aqui concreto que a gente está falando, talvez o efeito tenha sido maior, tô aqui também pensando alto, talvez pelo conteúdo envolver uma alta administração do governo, um sem número de políticos, talvez pode ser que ela teria capacidade de um impacto maior por isso. Até termos psicológicos do que uma coisa específica que a população. O caso lá de uma empresa que não tem tanta relevância.

Advogado: Para arremate, o senhor acha que poderia haver diferença de consequências ou diferenças de efeito no que diz respeito ao conteúdo de uma colaboração enquanto posição (ininteligível). Quais crimes e delitos, etc. é outro lado da contrapartida por benefícios atribuídos ao colaborador?

Testemunha: O senhor pode repetir, por favor.

Advogado: A minha pergunta é simples. Eu quero saber o seguinte, o senhor faz análise dos crimes delatados, conteúdo da delação, divulgação do conteúdo da delação. Essa análise que o senhor trabalhou. Eu pergunto para o senhor se ocorreu ao senhor saber os efeitos potenciais dos benefícios atribuídos à colaboração.

Testemunha: Veja, eu não sei se eu entendi bem a sua colocação, mas eu não analisei o conteúdo do acordo ou o que foi, o que vazou do acordo. O enfoque meu foi o fato de ser um fato relevante de um acordo relevante, de uma informação importante e dele ter sido, ele vazou de alguma maneira e ter causado o efeito que causou. Agora, efetivamente nesse momento o efeito que ele causou, não sei se é isso que o senhor quer falar. O efeito que ele causou está relacionado ao conteúdo.”

51. Ademais, conforme apontado nos relatórios de gestoras e instituições financeiras²⁵, percebe-se que a cotação do dólar é afetada por diversos fatores externos além do poder de articulação do Presidente da República na aprovação das reformas, tais como a atuação do Banco Central, a evolução da taxa de juros dos Estados Unidos, preços globais de *commodities*, entre outros.

52. Por mais essa razão, entendo que a Acusação não se eximiu de seu ônus de provar que

²⁵ “O cenário político, que já não era simples, foi fortemente abalado pelas revelações de gravações propinas e outros fatos envolvendo o núcleo do governo. A probabilidade de continuidade do atual governo se reduziu sobremaneira, com consequências bastante claras para os preços de ativos brasileiros. Até aqui, contudo, a boa vontade global, em meio a uma quase euforia de fluxos para mercados emergentes, tem prevalecido. Tal fenômeno amorteceu bastante o choque sobre os mercados, e tem permitido uma certa aparência de normalidade econômica, que até certo ponto tem beneficiado as chances de sobrevivência do governo” (Doc. 0372835).



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.cvm.gov.br

seria “fato notório” que a divulgação do conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada acarretaria a valorização do dólar frente ao real e que as operações com derivativos cambiais em análise foram realizadas por essa razão.

III.C Legitimidade das operações com derivativos de dólar

Decisão fruto de deliberação após interações com interlocutores internos e externos

53. Ao analisar a implementação da Política de Hedge da JBS, a Acusação constatou que — ao contrário da estrutura prevista de aprovação e controle por órgãos superiores, separação de funções e formalização de diretrizes e estratégias em atas —, “o Comitê [Financeiro e de Gestão de Riscos] não decidia nem vetava, pois a Comissão [de Gestão de Riscos] era o órgão competente para decidir as operações com derivativos cambiais, não sendo necessária aprovação alguma de outro órgão nem de ninguém. A única restrição [era] de serem respeitados os limites máximos de zero e 1,5 vez a cobertura total do fator de risco”.

54. A referida Comissão de Gestão de Riscos da JBS era composta por Wesley Batista, R.H. (Diretor de Controle de Riscos) e E.S.P.F. (Diretor de Administração e Controle).

55. A Seara, por ser uma subsidiária integral da JBS, submete-se à Política de Hedge da JBS. Assim como a JBS, a sociedade possui elevado endividamento em dólar, razão pela qual historicamente segue as posições adotadas pela sua controladora.

56. Através das diligências realizadas, as áreas técnicas concluíram que Wesley Batista detinha o controle das decisões tomadas no âmbito da Comissão de Gestão de Riscos, de modo que ele comandava as operações com derivativos de câmbio sem qualquer controle, desde que a posição de *hedge* oscilasse entre os limites de zero e 1,5 vezes a cobertura total do fator de risco.

57. A Acusação destacou que, em 2017, até 05.05.2017, não havia operações significativas em derivativos cambiais na JBS (posição montada não ultrapassou USD 80 milhões), data em que a companhia começou a montar uma posição comprada em dólar — isto é, apenas dois dias após a assinatura do Acordo de Colaboração Premiada.

58. Segundo indicado pela Acusação, nas conversas de WhatsApp²⁶ com R.H. e C.C.

²⁶ Doc. 0367912.



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.cvm.gov.br

(gerente de investimentos da JBS), teria ficado claro que Wesley Batista tomou a iniciativa de verificar e aumentar os limites de contratação operações com NDFs junto aos bancos, além de demonstrar a sua impaciência e aprofundamento nos detalhes, o que evidenciaria que foi ele quem decidiu realizar as operações e iniciou todo o processo ora analisado, em meio às formalidades finais para a celebração e posterior homologação do Acordo de Colaboração Premiada junto ao STF.

59. No entanto, entendo que os Acusados lograram êxito em evidenciar que a decisão relativa à montagem da posição em derivativos cambiais na JBS foi tomada em abril — e não em maio, depois da assinatura do Acordo de Colaboração Premiada — e que decorreu de interações entre diferentes órgãos da JBS e agentes de mercado externos, uma vez ter restado “*clara a situação de assimetria [informacional] no mercado de câmbio*”.

60. Conforme se verifica através dos documentos juntados aos autos, desde março de 2017, o economista-chefe da JBS-EUA elaborou relatórios sobre as principais tendências econômicas sob uma perspectiva internacional, elaborando cenários com projeções de cotação do dólar frente ao real, concluindo que haveria valorização do dólar no curso daquele ano²⁷.

61. Ainda em 06.03.2017, restou consignada em ata da reunião do Comitê Financeiro e de Gestão de Riscos da JBS que a proteção da JBS contra riscos cambiais a que estava exposta seria um ponto de atenção a ser monitorado²⁸.

62. Em seguida, em nova reunião do Comitê Financeiro e de Gestão de Riscos, realizada em 25.04.2017, R.H. apresentou um cenário econômico no Brasil e no mundo, indicando o risco de alta do dólar frente ao real, na medida em que os indicadores aparentemente positivos da economia brasileira se escoravam em bases frágeis incompatíveis com uma recuperação econômica²⁹⁻³⁰.

63. Especificamente em relação ao cenário econômico nacional, destaco o depoimento³¹

²⁷ Doc. 0519952 (Docs. 12, 13, 14 e 15).

²⁸ Doc. 0321713.

²⁹ Doc. 0321713.

³⁰ Doc. 0371445.

³¹ Doc. 0371459.



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.cvm.gov.br

prestado por C.C. à Polícia Federal de São Paulo em 14.06.2017:

“QUE a expectativa geral do mercado no final de 2016 e início de 2017 era de que com a estabilidade do governo Temer e com o andamento das reformas (entre elas a da previdência e a trabalhista) a economia fosse entrar em uma rota de crescimento e consequentemente elevando o preço das ações e estabilizando o preço do dólar; QUE desde janeiro de 2017 e meses subsequentes as condições que permitiam esta análise foram se deteriorando – ou seja, expectativa menor do impacto das reformas, cenário político começou a mostrar que ainda continuava conturbado, preço de algumas commodities tiveram queda, notadamente o preço do minério de ferro que chegou a cair 30% gerando potencial impacto no dólar e na balança brasileira... esta mudança de cenário não estava tendo o impacto devido na taxa de câmbio e foi sendo criada uma assimetria – por exemplo ‘se a reforma passar do jeito que está, o impacto poderá não ser tão bom quanto se estava esperando, porém se ela não passar, o efeito poderá ser muito pior do que o mercado esta esperando; [...] QUE todos os fatores citados também contribuíram para a tomada de decisão quanto ao hedge.”

64. O acusado Wesley Batista, por sua vez, informou em seu depoimento³² prestado à Polícia Federal que:

“(…) a empresa JBS estava construindo um cenário a partir de análises da economia e, especificamente, do câmbio; QUE [R.H.], inclusive, teve encontro com economistas, dentre eles o pessoal do Fundo Verde, que é um dos mais respeitados fundos de investimento no Brasil e que possuía uma visão muito próxima às conclusões a que a JBS estava chegando; QUE neste Comitê [Financeiro] houve apresentação deste tema pelo [R.H.] e também pelo economista [C.K.] (do próprio grupo JBS, baseado em Nova York-EUA); QUE havia três pilares que indicavam a necessidade de se começar a montar uma posição para proteger a exposição cambial da companhia (montar uma posição de ‘hedge’): a) a trajetória da dívida pública brasileira, b) uma tendência de alta de juros no mercado norte americano, c) redução gradativa do juro brasileiro (que diminui o custo para montagem deste ‘hedge’); QUE no fundo é uma questão de trocar exposição cambial, e os juros do dólar, por moeda local (sem variação cambial) somado aos juros locais – então, quanto menor o juro local, mais atraente vai se tornando a ideia de realizar o ‘hedge’”.

65. Assim, vislumbro que, ainda que a ordem de montar a posição de *hedge* na JBS e Seara tenha partido de Wesley Batista, tratou-se de entendimento técnico e fundamentado da companhia no sentido de que havia uma tendência de valorização do dólar em relação ao real, com a consequente necessidade de proteção cambial.

66. Em relação às operações realizadas em nome da Eldorado — controlada, à época, pela *holding* da família de Wesley Batista (Presidente do Conselho de Administração da Eldorado),

³² Doc. 0372775.



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.cvm.gov.br

mesma controladora da JBS —, a Acusação entendeu que *“as decisões de investimento das duas companhias [Eldorado e JBS] eram tomadas pelo mesmo órgão ou pessoa, ou que, ao menos, havia conversa entre quem decidia em nome de cada uma”*.

67. Não obstante ser de competência do Diretor-Presidente a decisão das operações de derivativos cambiais³³, as áreas técnicas indicaram que Wesley Batista possuía claro interesse pela posição de *hedge* da Eldorado³⁴ e deu ordem diretamente a L.S. (gerente financeiro da Eldorado) para compra de dólar pela companhia³⁵.

68. No entanto, assim como nas operações realizadas no âmbito da JBS e Seara, entendo que a Eldorado se eximiu de seu ônus probatório de demonstrar que a compra de derivativos cambiais decorreu de discussões entre J.C.G., então Diretor-Presidente, e o gerente financeiro da Eldorado e entre diretores da companhia e o Presidente do seu Conselho de Administração³⁶.

69. Consoante se constata através dos depoimentos prestados por J.C.G.³⁷ e L.S.³⁸, o contato de Wesley Batista com esse último não consistiu em uma ordem de execução, mas uma orientação de se atentar ao mercado de câmbio (o verbo utilizado foi “olhar”).

70. Nesse sentido, ao invés de L.S. prosseguir com a contratação de NDFs dentro do limite pré-aprovado na companhia, o gerente financeiro entrou em contato com J.C.G., quem efetivamente deu a palavra final para realização das operações ora analisadas pela Eldorado.

71. Não tendo sido ventilado neste PAS que J.C.G. tinha conhecimento do Acordo de Colaboração Premiada antes de sua revelação na mídia, não há que se falar que a Eldorado realizou

³³ Doc. 0358694.

³⁴ Em 09.05.2017, R.H. enviou e-mail para Wesley Batista com a posição comprada até então montada em nome da JBS e a situação dos limites para contratação de novos NDFs. Em resposta, Wesley Batista questiona R.H. sobre a posição e o limite de crédito da Eldorado junta a uma instituição financeira (doc. 0372964). A partir de 11.05.2017, F.H., subordinado a R.H., passa a enviar quase diariamente para Wesley Batista e-mails com a posição montada, e resultado da marcação a mercado, em nome da JBS e da Eldorado (docs. 0372975, 0372976, 0372977, 0372978, 0372979, 0372981, 0372982, 0372983 e 0372984).

³⁵ Doc. 0358694.

³⁶ Doc. 0520121 (pp. 378-383).

³⁷ Doc. 0358706.

³⁸ Doc. 0358694.



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.cvm.gov.br

as operações de compra de derivativos cambiais em situação de desequilíbrio ou desigualdade em relação ao restante do mercado.

72. Soma-se a isso o fato de que a Eldorado sequer utilizou todo limite disponibilizado para realização de operações de NDF — a companhia deixou de utilizar USD 20 milhões que já haviam sido aprovados, sendo, portanto, mais um contraindício de que tais operações não foram realizadas mediante uso de uma informação confidencial, com o objetivo de obter uma vantagem indevida.

73. Com efeito, não se desconsidera a relevância da orientação de Wesley Batista — Presidente do Conselho de Administração e controlador indireto da Eldorado — no processo de montagem na posição de *hedge* da companhia, mas entendo não haver nos autos elementos suficientes a permitir a conclusão de que as operações em análise não tenham sido motivadas com base em fundamentos econômicos, e sim em razão do conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada por Wesley Batista.

Inexistência de atipicidade das operações

74. Por ser uma companhia que tem dívida em dólar superior que ativos em dólar, a JBS realiza, há mais de uma década, operações no mercado de derivativos cambiais, o que ensejou longas interações entre a companhia e a CVM.

75. Ainda em 2009, esta Autarquia instaurou o Processo CVM nº SP-2009/32, tendo analisado, ao longo dos anos, as negociações da JBS no mercado futuro e concluído pela regularidade do *hedge* realizado pela empresa.

76. Em 2015, esta Autarquia efetuou novas diligências, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015/1732, no qual constatou a regularidade das informações prestadas pela JBS quanto à sua atuação no mercado de câmbio.

77. Aliás, as áreas técnicas da CVM destacaram que as “*mesas [de operações da JBS] tinham grande estrutura, similar a de instituições financeiras, com grande expertise e conhecimento para uma atuação direta no mercado*”³⁹.

78. Os elementos probatórios colacionados a estes autos evidenciaram a robusta estrutura

³⁹ Processo CVM nº SP-2009/32.



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.cvm.gov.br

operacional e procedimentos adotados pela JBS na análise de cenários econômicos para montagem de posições de *hedge*. Nesse sentido, vislumbro que as operações com derivativos cambiais decorreram de uma ponderação, pela companhia, entre os custos envolvidos com tais operações e o risco de valorização do dólar frente ao real, e não em virtude de uma decisão meramente especulativa.

79. No entanto, no entendimento da Acusação, a média de compras realizadas a partir das 15h10min21 do dia 17.05.2017 foi muito alta, atípica inclusive para os padrões da JBS, o que demonstraria a urgência da companhia em realizar as operações naquele dia após provável conhecimento de vazamento do conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada.

80. Afasto, contudo, a referida tese acusatória, na medida em que, a meu ver, não restou demonstrado que Wesley Batista tinha ciência do vazamento ou mesmo da homologação do conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada. Aliás, sequer tinha conhecimento da homologação da delação pelo STF.

81. Consoante declarado por C.C. em depoimento na Polícia Federal⁴⁰, “*a mesa da JBS recebeu, por volta das 15h30, uma confirmação do Banco BTG Pactual de que o limite de USD 290 milhões [o correto é USD 270 milhões] havia sido liberado para operação de NDF, então o declarante foi a mercado comprar contrato futuro para entregar ao banco BTG Pactual*”. Tal afirmação, aliás, foi confirmada nos depoimentos prestados por E.M.⁴¹, I.S.⁴², F.H.⁴³, R.H.⁴⁴, Wesley Batista⁴⁵ e por um inspetor desta Autarquia⁴⁶.

82. Ou seja, as compras foram feitas conforme disponibilidade de caixa da companhia e

⁴⁰ Doc. 0371459.

⁴¹ Doc. 0371432.

⁴² Doc. 0519952 (doc. 5).

⁴³ Doc. 0519952 (doc. 6).

⁴⁴ Docs. 1080522 e 1080529.

⁴⁵ Docs. 0337186 e 0519952.

⁴⁶ Doc. 1080524.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

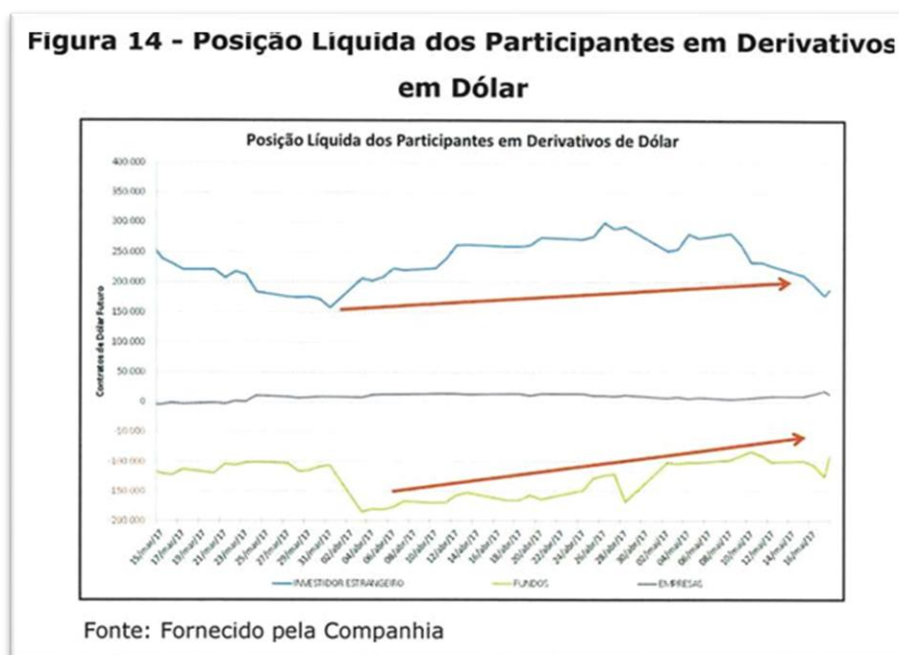
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

concessão de limite adicional pelo referido banco.

83. Além de ser prática adotada há anos, a posição de *hedge* montada em maio de 2017 pela JBS — inferior à exposição ao risco cambial da companhia e, portanto, dentro do limite do montante consolidado de endividamento em moeda estrangeira — foi muito inferior àquela montada em anos anteriores⁴⁷.

84. Ademais, o Estudo Técnico Fipecafi, juntado aos autos pelos Acusados, além de concluir que havia subsídios econômicos para a estratégia de *hedge* adotada, evidenciou que “a percepção de que o real estava sobrevalorizado não era apenas da JBS, mas que havia outros agentes de mercado que também pactuavam da mesma concepção”⁴⁸:



85. Como se vê, outros participantes do mercado seguiram a mesma linha de atuação das companhias ora acusadas, o que reforça, pois, que as operações foram fundamentadas por fundamentos econômicos legítimos, e não em função de uma alegada informação sigilosa detida por Wesley Batista.

⁴⁷ Conforme parecer elaborado pela Tendências Consultoria Integrada, “[a] JBS S.A. manteve posição comprada em dólar superior à do segundo semestre de 2017 durante 14 dos 24 trimestres do período 1T2013-4T2018” (Doc. 1080528. p. 25).

⁴⁸ Doc. 0372990.



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.cvm.gov.br

86. Nesse sentido, entendo que não foram juntados elementos probatórios suficientes a evidenciar a atipicidade das operações com derivativos cambiais ora analisadas.

Contratos foram mantidos até os seus vencimentos

87. Outro indício trazido pela Acusação de que o conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada teria sido o motivo pelo qual as operações com derivativos cambiais foram realizadas consiste no fato de que, após o vazamento da delação (em 17.05.2017), além da posição não ter sido aumentada, os contratos com vencimento em 01.06.2017 não foram integralmente rolados para o vencimento em 01.07.2017.

88. Segundo apurado pelas áreas técnicas desta Autarquia, *“há desproporção entre o esforço para obtenção de limites para NDFs na montagem da posição até o dia 17.05.2017, com pedido de ajuda a [E.M.], e o esforço na rolagem da posição, sem esse pedido”*.

89. No entanto, os Acusados demonstraram que não tinham a intenção de liquidar tais contratos, tendo comprovado que, efetivamente, tentaram postergar os vencimentos (e, conseqüentemente, a liquidação) das operações realizadas via NDF junto às instituições financeiras⁴⁹ — obtendo êxito somente junto ao Banco Original S.A. (USD 760 milhões) e ao Banco BTG Pactual (USD 470 milhões).

90. Aliás, tratando-se de uma negociação privada entre o contratante e a instituição financeira, a liquidação de derivativos de balcão (NDF) ocorre, quase sempre, exclusivamente na data de vencimento do contrato, o que confere ao contratante menor flexibilidade para liquidar o contrato antecipadamente.

91. Em relação às operações realizadas em bolsa, os derivativos cambiais foram mantidos até suas respectivas datas de vencimento, isto é, 01.06.2017, 01.07.2017 e 01.08.2017, período em que o valor do dólar sofreu desvalorização e retornou a níveis similares àquele anterior ao vazamento do Acordo de Colaboração Premiada.

92. Dessa forma, não obstante a substancial valorização do dólar no dia 18.05.2017, os Acusados não liquidaram as posições montadas naquele momento, o que reforça a tese de defesa de que as operações foram realizadas com o efetivo propósito de proteção cambial.

⁴⁹ Doc. 0520111 (anexo 6); Doc. 1080519; Doc. 0520121 (doc. 8).



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.cvm.gov.br

93. De igual modo, entendo que os Acusados lograram êxito em demonstrar a razão pela qual não continuaram a realizar operações com derivativos cambiais após o vazamento do Acordo de Colaboração Premiada.

94. Após a referida delação vir a público, as instituições financeiras elevaram o risco de crédito da JBS, com a consequente diminuição das linhas de crédito da companhia, o que levou à tomada de medidas para contenção e reforço de caixa⁵⁰.

95. Nesse sentido, entendo que não merece prosperar a tese acusatória no sentido de que a inexistência de negócios de derivativos cambiais depois do vazamento do Acordo de Colaboração Premiada evidenciaria a ilegitimidade das operações em análise.

Deveres de lealdade e diligência do administrador para com as companhias

96. A Lei nº 6.404/76 estabelece, nos arts. 153 a 158, deveres e responsabilidades dos administradores de companhias no exercício de suas funções. Dentre os deveres previstos pela lei societária, destacam-se os deveres de diligência (art. 153) e de lealdade (155).

97. Sobre o tema, Alexandre Couto Silva aponta que:

“(…) os administradores têm deveres para com a companhia e seus acionistas, que incluem, entre os principais, os deveres de diligência e lealdade. Esses deveres são geralmente referidos como deveres fiduciários e os administradores mencionados como fiduciários por gerirem bens de terceiros. Os deveres dos administradores são análogos aos deveres de um *trustee* de um *trust* do Direito norte-americano. Nesse passo, *mutatis mutandis*, os administradores podem ser equiparados aos *trustees*. Entretanto, os administradores não são estritamente *trustees* e os deveres e responsabilidades não são idênticos aos de outros fiduciários.

Assim, espera-se e, muitas vezes, encorajam-se administradores a entrar em negócios arriscados para maximizar o retorno dos acionistas. Por seu turno, os *trustees* têm a obrigação de preservar e manter os ativos sob seu controle, e tais ativos não podem ser submetidos a risco. Já os administradores têm uma relação fiduciária diferente dos outros fiduciários por se esperar que aqueles maximizem os lucros da companhia e, conseqüentemente, o retorno aos acionistas”⁵¹

98. Wesley Batista, na qualidade de administrador da JBS e da Seara, tinha o dever de agir em prol do interesse social das companhias (art. 154), o qual prevalece sobre o interesse de

⁵⁰ Docs. 0519952 (anexos 17 a 31); 0337186 e 0519952.

⁵¹ SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos Administradores de S/A: *business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 11.



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.cvm.gov.br

terceiros e do próprio administrador.

99. Conforme restou demonstrado pelos Acusados, as companhias possuíam um grande passivo em moeda estrangeira e, portanto, grande exposição cambial.

100. Feito tais considerações, uma vez afastada a premissa da tese acusatória de que Wesley Batista teria ordenado a compra de derivativos cambiais em “*indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação*” — na medida em que desconhecia a data em que o conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada viria à público —, vislumbro que a decisão de montagem de posição de *hedge* foi tomada em legítimo alinhamento aos interesses das sociedades.

101. Além de os Acusados terem demonstrado os fundamentos econômicos que fundamentaram a decisão de buscar proteção cambial, tratava-se de prática adotada historicamente pelas companhias.

102. Nesse sentido, entendo que eventual interferência de Wesley Batista no sentido de impedir a realização de tais operações violaria seus deveres fiduciários para com as companhias que atuava como administrador.

III.D Ausência de dolo

103. Conforme apontado no item 9 deste voto, um dos elementos para caracterização de tal ilícito consiste em conduta dolosa.

104. Em julgados recentes, a CVM tem firmado entendimento no sentido de que a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários supõe o dolo específico do agente⁵².

105. Com efeito, a Acusação imputou infração ao inciso II, alínea “d”, da ICVM nº 8, em relação a JBS, Seara e Eldorado por terem sido beneficiárias das operações realizadas, supostamente, com uso de práticas não equitativas.

106. Sobre a responsabilidade de pessoas jurídicas, Fábio Medina Osório expõe que:

“A pessoa jurídica, dotada de personalidade criada pelo direito, não possui, naturalmente, vontade ou consciência, circunstancia que lhe afasta do alcance da culpabilidade,

⁵² PAS CVM nº 19957.006130/2017-31, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. 06.07.2021; PAS CVM nº RJ2014/13353, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. 22.12.2017.



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.cvm.gov.br

pessoalidade da pena, exigências de dolo ou culpa, e mesmo individualização da sanção, nos moldes tradicionais. Tais princípios resultam ligados a uma específica capacidade humana de obrar, tendo por pressupostos atributos exclusivamente humanos, na sua evolução histórica consolidada na dogmática tradicional.

(...)

No plano do Direito Administrativo Sancionador, pode-se dizer que a culpabilidade é uma exigência genérica, de caráter constitucional, que limita o Estado na imposição de sanções a pessoas físicas. Não se trata de exigência que alcance também as pessoas jurídicas, com o mesmo alcance. Pode-se sinalizar que a culpabilidade das pessoas jurídicas remete à evitabilidade do fato e aos deveres de cuidado objetivos que se apresentam encadeados na relação causal. É por aí que passa a culpabilidade⁵³.

107. No caso ora analisado, não vislumbro uma organização defeituosa das sociedades acusadas a possibilitar a alegada prática de uso não equitativo, tendo em vista que a decisão de compra dos contratos de derivativos cambiais foi legítima, realizada dentro dos limites previstos na Política de Hedge e em conformidade com o padrão histórico de operações de *hedge* das companhias.

108. Dessa forma, ainda que se entendesse pela ocorrência da infração imputada aos Acusados, entendo que não há que se falar em responsabilidade por parte das companhias, haja vista que não constam nos autos elementos que demonstrem uma efetiva conduta das sociedades para a realização do suposto ilícito, ou mesmo que teriam concorrido concretamente para a consumação da alegada prática ilícita.

III.E Considerações sobre cálculo do resultado das operações

109. Por fim, julgo ser importante tecer breves considerações acerca dos valores trazidos pela Acusação referentes às operações com derivativos cambiais em maio de 2017.

110. Consoante descrito pelas áreas técnicas da CVM, “[p]ara a quantificação do resultado potencial obtido [pelas companhias acusadas], foi utilizado o preço médio das compras contra o preço médio do dia 18.05.2017, momento após o vazamento da informação que colocou Wesley Batista e [as sociedades acusadas] em condição de desigualdade em face dos demais participantes do mercado”.

⁵³ OSÓRIO, Fábio Medina. Direito administrativo sancionador. 4ª ed. rev., atual., e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. pp. 385-389.



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.cvm.gov.br

111. Assim, a Acusação apontou que o resultado potencial auferido em nome das sociedades acusadas seria equivalente a:

Tabela 8 – Resultado potencial obtido em nome da JBS, da Seara e da Eldorado (parágrafos 243, 262 e 298).

Empresa	Resultado Potencial
JBS S.A.	520.039.078,00
Seara Alimentos Ltda.	4.716.800,00
Eldorado Brasil Celulose S.A.	64.692.160,00
TOTAL	589.448.038,00

112. Contudo, conforme restou incontroverso nestes autos, as operações com derivativos não foram liquidadas em 18.05.2017. Ou seja, o racional adotado pela Acusação desconsiderou as datas de liquidação dos contratos em análise e o efetivo resultado obtido pelas companhias.

113. Os Acusados juntaram aos autos parecer produzido pela Tendências Consultoria Econômica⁵⁴, o qual apurou que os contratos derivativos objeto deste processo obtiveram um resultado efetivo de R\$ 40.012.415,00, isto é, “*cerca de 93% inferior ao resultado potencial descrito*”:

⁵⁴ Doc. 1080528.



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.cvm.gov.br

I. Resultado Potencial x Resultado Efetivo Contratos Futuros (Bolsa)		
Empresa	Resultado Potencial	Resultado Efetivo
JBS	R\$ 93.648.698,00	R\$ 46.957.385,00
Seara	R\$ 4.716.800,00	R\$ 1.732.630,00
Eldorado	R\$ 0,00	R\$ 0,00
Total	R\$ 98.365.498,00	R\$ 48.690.015,00

II. Resultado Potencial x Resultado Efetivo NDFs (Balcão)		
Empresa	Resultado Potencial	Resultado Efetivo
JBS	R\$ 426.390.380,00	-R\$ 36.977.600,00
Seara	R\$ 0,00	R\$ 0,00
Eldorado	R\$ 64.692.160,00	R\$ 28.300.000,00
Total	R\$ 491.082.540,00	-R\$ 8.677.600,00

III. Resultado Potencial x Resultado Efetivo (Consolidado)		
Empresa	Resultado Potencial	Resultado Efetivo
JBS	R\$ 520.039.078,00	R\$ 9.979.785,00
Seara	R\$ 4.716.800,00	R\$ 1.732.630,00
Eldorado	R\$ 64.692.160,00	R\$ 28.300.000,00
Total	R\$ 589.448.038,00	R\$ 40.012.415,00

114. Como se vê, algumas operações sequer geraram resultado positivo.

115. Nesse sentido, considerando os valores efetivamente auferidos pelas sociedades, percebe-se que não se trataram de resultados extraordinários. Aliás, os resultados efetivamente obtidos com as operações realizadas em maio de 2017 são inferiores aos ganhos auferidos em anos anteriores⁵⁵.

116. Por mais essas razões, entendo que a Acusação não logrou êxito em demonstrar a atipicidade das operações com derivativos cambiais objeto deste processo.

IV. CONCLUSÃO

117. Por todo exposto, não vislumbro nos autos elementos suficientes para a configuração do uso de prática não equitativa, razão pela qual voto pela **absolvição** dos Acusados à imputação de infração ao inciso II, alínea “d”, da ICVM nº 8/1979.

⁵⁵ Em 2015, a JBS auferiu quase R\$ 10 bilhões em operações com derivativos cambiais.



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.cvm.gov.br

É como voto.

Rio de Janeiro, 29 de maio de 2023.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator