



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 19957.005390/2017-90

Reg. Col. 1168/18

Acusados: Joesley Mendonça Batista
J&F Investimentos S.A. (sucessora da FB Participações S.A.)
Wesley Mendonça Batista

Assunto: Apuração de eventual manipulação de preços, uso indevido de informação privilegiada, negociação de ativos em período vedado, violação ao dever de lealdade e abuso de poder de controle, em negócios da JBS S.A. e FB Participações S.A. com ações de emissão da JBS S.A.

Diretor Relator: Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Voto: João Accioly

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Acompanho as conclusões e parcialmente os fundamentos do Voto do Diretor Relator Otto Lobo quanto às acusações de manipulação de preços, uso indevido de informação privilegiada, violação ao dever de lealdade e abuso no poder de controle. Quanto a estas, faço considerações adicionais e pontuais divergências de fundamentos, que não afetam minhas conclusões neste processo, mas podem ter relevância em outros.
2. Quanto à acusação de negociação em período vedado, respeitosamente diverjo da conclusão do Relator e entendo não se ter materializado o ilícito.



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

II. SÍNTESE DA ACUSAÇÃO

3. Como já se tem no robusto relatório e no minucioso voto do Diretor Relator um apanhado completo das acusações, a síntese da acusação a seguir não tem objetivo de repetição, apenas de facilitar o realce dos aspectos em que pretendo focar.

4. As teses acusatórias e conclusões acusatórias podem ser expostas da seguinte maneira, que organizo em enunciados para facilitar eventuais referências.

Enunciado I. Joesley e Wesley tinham posse de informações relativas à celebração dos acordos de colaboração premiada (“Informações sob Posse”).

Enunciado II. As Informações sob Posse incluíam “o conhecimento de que (...) quando reveladas, ocasiona[riam]... a queda no valor das ações de emissão da JBS”¹ e de que “deveria[m] vir a público a partir do início de junho de 2017”².

Enunciado III. As Informações sob Posse eram *relevantes*, i.e., influentes na decisão de negociação pelos investidores, e *ainda não divulgadas* ao mercado.

Enunciado IV. Sabendo que a cotação das ações JBSS3 cairia (Enunciado II), e para evitar as perdas daí decorrentes, Joesley e Wesley fizeram a FB/J&F vender ações JBSS3 em bolsa antes da divulgação ao mercado das Informações sob Posse.

Enunciado V. Para manter inalterado o preço de JBSS3 enquanto a FB/J&F vendia tais ações, Joesley e Wesley fizeram a JBS recomprar JBSS3 em bolsa no mesmo período, induzindo terceiros a negociar o ativo por preço artificial.

Enunciado VI. As vendas de JBSS3 pela FB/J&F, conforme descrição do Enunciado IV, configuram uso de informação relevante não divulgada para obter vantagens no mercado de valores mobiliários.

¹ §62 da Acusação.

² §85 da Acusação.



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

Enunciado VII. As recompras de JBSS3 pela JBS, dado que Joesley e Wesley sabiam que os preços iriam cair em breve, configuram quebra do dever de lealdade perante a JBS, por prejudicá-la em favor da FB/J&F.

Enunciado VIII. As recompras de JBSS3 pela JBS configuram manipulação de preços, diante dos objetivos e efeitos descritos no Enunciado V.

Enunciado IX. As vendas de JBSS3 pela FB/J&F configuram negociação em período vedado, por terem sido realizadas durante a “*plena vigência*” do programa de recompra da JBS, já que “*aprovado pelo Conselho de Administração desde 08.02.2017*”³

5. Passo agora a tratar de cada acusação.

III. INSIDER TRADING

6. A partir do que é resumido na Seção II acima, apresento considerações adicionais sobre alguns elementos da Acusação e das Defesas que me parecem ter potencial maior de reflexo para além deste caso em particular.

7. A materialidade do ilícito de *insider trading* depende da verificação dos requisitos previstos na Lei das S.A., art. 155, §§1º e 4º, e Instrução 358, art. 13, caput. Em suma, os elementos do ilícito são: (i) existência de informação não divulgada: (i.a) relativa à companhia e (i.b) capaz de influenciar a decisão de investimento em seus valores mobiliários e na cotação destes; (ii) posse da informação; e (iii) uso da informação para negociar.

8. Em busca de concatenação mais bem sequenciada dos assuntos em relação aos aspectos que pretendo aprofundar, diante da complexidade dos fatos objeto deste processo, trato dos requisitos em ordem distinta da sua exposição didática mais tradicional.

³ §137 da Acusação.



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

III.I. POSSE E “PROPRIEDADE” DAS INFORMAÇÕES

9. Antes de tratar mais a fundo do teor da informação e de sua capacidade de influenciar a cotação das ações de emissão da JBS, abordo a questão de sua posse pelos Defendentes e da relação da informação com a companhia.

10. Convém adiantar que concordo com o Relator quanto a não terem as operações com JBSS3 sido motivadas pelas informações sigilosas⁴, e quanto a ser imprevisível o impacto de sua revelação⁵. Sem usar a informação, negociar com sua posse é lícito. Se a informação não tem capacidade preditiva, usá-la para negociar é lícito. Mesmo assim, desenvolvo este tópico de a informação ser externa, e não interna (i.e. relativa aos negócios da companhia), não só em respeito ao contraditório, já que a Defesa apresentou o argumento, mas principalmente pelo perigo para o mercado de considerar que as informações seriam próprias da companhia, e de proibir seu uso, apenas porque (para a Acusação) afetariam a cotação de suas ações.

11. Segundo o Relator, *“como se trata de informação ‘produzida’ (...) por Wesley e Joesley Batista – e não uma informação da companhia a que tiveram acesso em razão do cargo que ocupavam –, resta superada a discussão acerca do regime de presunções do [art. 13, caput, da Instrução 358/02]”* (§40 de seu Voto).

12. Concordo que, sendo a informação produzida pelo agente, não há necessidade da presunção de posse, nem possibilidade de afastá-la. Há, todavia, dois pontos a serem contrapostos: o primeiro é que a posse deve, por óbvio, ser contemporânea à transação; o segundo é que não bastam a posse e o uso de informação exclusiva para configurar o ilícito; ela deve ser *relativa aos negócios da companhia*.

13. Quanto à contemporaneidade, para a Acusação a informação teria surgido ao menos desde 02.03.17, quando o advogado dos Defendentes se reuniu com a PGR (§48) para tratar do tema, o que pressupõe a intenção do acordo. A Defesa contesta a posse justamente pelo ângulo da falta de contemporaneidade e rejeita que a intenção possa ser considerada como existência da informação.

⁴ Fundamentação desenvolvida nos §§30-38 deste voto.

⁵ Fundamentação desenvolvida nos §§39-59 deste voto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Trato dessa matéria com mais detalhes noutra seção do voto. Por ora, registro a opinião de que Acusação está certa ao considerar a intenção de celebrar o acordo como informação importante e potencialmente influente em negócios da companhia e suas cotações – mas não como preenchedora dos requisitos para determinar vedação à negociação. Este é precisamente o cerne do tema que examino neste tópico.

14. Não é qualquer informação não divulgada que a lei proíbe usar para negociar. A Lei das S.A. corretamente insere a conduta vedada como modalidade de violação ao dever de lealdade. Usar informação *da companhia* para beneficiar-se a si ou a terceiros é equivalente a usar qualquer outro bem da companhia em benefício exclusivamente próprio, ou usurpar outra oportunidade comercial conhecida em razão do cargo. Assim, pode-se descrever o ilícito, em termos amplos, como o uso da informação por quem tem sua posse, mas não tem sua “propriedade”.

15. Nesse sentido, é expressa a dicção do §1º do art. 155, de que a informação relevante precisa ser *obtida em razão do cargo*. O conceito é aprofundado no art. 13 da Instrução 358/02, ao especificar que o fato relevante precisa ser *ocorrido nos negócios da companhia* e estender a vedação a qualquer pessoa que tenha conhecimento da informação *em virtude de seu cargo, função ou posição* na companhia aberta.

16. Não me parece correto, portanto, considerar que as informações que a Acusação afirma que Joesley e Wesley conheciam tenham sido obtidas em razão de seus cargos na JBS, nem que se refiram a fato *ocorrido nos negócios da companhia*. Têm razão as defesas quando sustentam que as colaborações premiadas e o seu conteúdo “*caracterizam informações deles, jamais da JBS, com o que não há que se cogitar de abuso de confiança dos insiders primários*”.

17. Informação da companhia é aquela que surge em virtude dos investimentos realizados em seus negócios. O *insider* primário não pode usá-la para si. Informação própria, cuja posse não decorre de deslealdade ou quebra de confiança, pode e deve poder ser usada para negociar. Do contrário, não haveria incentivo a “produzir” informação, no sentido de adquirir conhecimento útil para melhor antever comportamento dos preços dos ativos.



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

18. Causa incômodo a ideia de se poder usar informação própria quando se tem em conta a natureza da informação discutida neste processo. Um acordo de colaboração premiada talvez seja algo bem diferente dos fatores que, num mundo menos desideal, deveriam importar para avaliar perspectivas econômicas. Mas em termos frios da contraposição dos fatos às normas, não vejo como considerar *próprio dos negócios da companhia* aquilo que as informações sob posse dos Defendentes tinham de substancial para prever fatos que constituiriam fundamento econômico para antecipar comportamentos do mercado, como risco de impeachment, falta de capital político para conseguir aprovar a reforma da previdência, risco de inviabilizar a reforma trabalhista e daí por diante.

19. Nada disso me parece compatível com a ideia de *inside information*. Se a informação é dita interna, surge a pergunta: interna a quê? Não foi das atividades para as quais os investidores de mercado aportaram recursos na JBS que vieram as informações. Nesse sentido, reforça a noção de elas não serem relativas aos negócios da companhia o fato de na manhã seguinte ao vazamento não ter sido a cotação de JBSS3 que caiu, mas sim o mercado inteiro (mais sobre isso a seguir, no exame da relevância da informação por seu poder preditivo).

20. Como afirmei no início desta subseção (§10), é um perigo para o funcionamento do mercado de capitais a ideia de tratar como sendo da companhia, apenas por ser capaz de afetar sua cotação, a informação que já nasce alheia a ela. É que nada há lei, no âmbito societário e no de mercado de capitais, que objetivamente distinga informações como as que a Acusação afirmou que os Defendentes teriam, de outras informações que podem ser exclusivas e usadas para tomar decisões de investimento por aqueles que legitimamente as detêm, seja porque as produziram, seja porque autorizados por quem o fez.

21. É importante transmitir segurança aos participantes do mercado sobre a legitimidade do uso de conhecimentos exclusivos obtidos sem quebra de confiança análises econômicas sofisticadas, acompanhamento de pesquisas científicas ou desenvolvimentos tecnológicos, perspectivas de combinações de negócios, fotos de satélites ou drones, movimentação de portos ou estacionamentos, previsões de safras, identificação de fraudes, uso de inteligência artificial para processar *big data*, experiência profissional, estudo, e daí por diante.



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

22. Informação que não pode ser usada para benefício próprio é a que vem de uma violação a dever legal. O Colegiado desta CVM já se manifestou em outras ocasiões com essa importante mensagem. Mas ela deve ser reforçada a todo tempo, pois lhe pesa o risco de se perder em meio a concepções apressadas que saltam de um legítimo dever de informar, quicam num trampolim de generalização desmedida dos pesos-mortos da assimetria informacional e, depois de algumas piruetas acadêmicas, mergulham numa utopia de informação perfeita, instantânea, gratuita e igualitariamente distribuída. Cito, por todos, o PAS 10/2012⁶, de que transcrevo trechos do irretocável voto do relator, Diretor Henrique Machado (grifos adicionados, notas omitidas):

14. Com efeito, a desigualdade entre os participantes do mercado é **natural e, de certa forma, desejável**. Capacidade econômica, experiência, conhecimento do negócio, função exercida, formação, recursos tecnológicos, etc. são diversos os elementos que distinguem os agentes numa determinada relação de mercado (...). Alguns participantes são legitimamente reconhecidos como mais capacitados tecnicamente que outros (...). Outros utilizam sofisticados instrumentos tecnológicos de obtenção, análise e aproveitamento da informação, em **evidente assimetria com os demais participantes**. Aliás, é a diferença de perspectiva que aproxima validamente as partes vendedoras e compradoras, o hedge, a especulação e a arbitragem.

15. Enfim, é impossível imaginar uma situação em que duas partes estejam em situação absolutamente igual em uma negociação, seja em relação ao nível informacional, seja em relação ao interesse em realizar o negócio jurídico.

16. (...) A **indevida** posição de desequilíbrio ou desigualdade é aquela **resultante da violação do dever de conduta** estabelecido em Lei. (...)

17. Evidentemente, a violação à Lei a que me refiro não é a violação ao próprio inciso I da Instrução CVM nº 8/79, o que representaria inequívoco *petitio principii* e transformaria o intérprete em legislador. (...) [C]onsiderando a demonstrada desigualdade comum às relações no mercado de valores mobiliários, 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.

23. Naquele precedente a acusação era de prática não equitativa, que, não custa lembrar, é infração que também incide sobre o *insider trading*, sendo o tipo usado para punir a prática até a

⁶ 19957.010679/2018-10, julgado por unanimidade em 13/11/2018.



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

edição das normas específicas (Instrução 31, depois Instrução 358 e finalmente a Resolução 44) que incidem por afastar o tipo mais geral.

24. Por essas razões, considero que as informações que os Defendentes detinham não se enquadram nas previsões legais e regulamentares que vedariam sua utilização para negociar, por não terem sido obtidas em razão de cargos da JBS, nos termos da Lei das S.A., art. 155, §1º, nem terem ocorrido nos negócios da companhia, nos termos da Instrução 358/2002, art. 13, *caput*.

III.II. CONTEÚDO DA INFORMAÇÃO: O QUE ERA PÚBLICO E DESDE QUANDO

25. O ilícito de *insider trading* pressupõe que a informação não tenha sido divulgada ao público, mas os autos mostram que veículos de mídia haviam já noticiado sobre tratativas e a possibilidade de acordo de colaboração premiada envolvendo Joesley e Wesley (cf. §48 do voto do Relator). Assim, é pertinente delimitar as fronteiras do que seriam as informações que os Defendentes possuíam, as que já haviam sido divulgadas, aquelas que causaram o estrago quando do vazamento das gravações na mídia, e aquelas que a Acusação afirma que os Defendentes possuiriam.

26. Como remetido a esta seção no §13, a Defesa contesta a ideia de que existiria informação quando as decisões de investimento e desinvestimento foram tomadas. com base em depoimento do diretor financeiro segundo o qual a decisão de vender ações JBSS3 da FB/J&F (fim de fevereiro/início de março) e a respectiva ordem de transferência (22.03.17) seriam anteriores ao início das tratativas para o Acordo (28.03.17). A Defesa nega que tal reunião possa ser considerada como marco para a existência da informação, no que entendo ter apenas parcial razão. O que veio a público no dia 17.05 definitivamente não existia por completo quando a decisão de venda foi tomada. Considerando verossímil o testemunho do diretor financeiro, e pela cronologia do item 44 da Acusação, as duas gravações com o deputado federal (13.03 e 16.03) e a gravação com o senador (24.03) claramente ocorreram depois dessa decisão; a gravação com o presidente (07.03 às 22h40) muito provavelmente também foi posterior, mas com uma estreita possibilidade de ter sido logo antes. Essa pontual obscuridade deve ser resolvida em favor dos acusados, pelo que é pertinente considerar como fato que a decisão inicial foi anterior à existência das informações que determinaram o pânico no mercado no dia 18.05.



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

27. Foi provado que já saíra na imprensa antes da reportagem de Lauro Jardim que as tratativas estavam em curso, sem oscilação atípica. Ante tais circunstâncias e evidências, o Relator considera estar demonstrado que os agentes de mercado já esperavam a realização do acordo e que, portanto, a “eventual colaboração premiada já vinha sendo precificada” (§60 do voto do Relator).

28. O que já havia sido divulgado antes do dia 17, porém, era *a existência das tratativas*. Então há uma diferença muito significativa entre as informações divulgadas no dia 17 e as que haviam saído antes: o conteúdo das gravações. Basta pensar no noticiário. As manchetes não alardeavam o acordo e sim o teor das gravações. Assim, a percepção de que o mercado já esperava o acordo e o vinha precificando deve ser analisada mais de perto.

29. Que a perspectiva do acordo “*vinha sendo precificada*” é passível de demonstração *a posteriori* e *a priori*. A velocidade desse gerúndio depende de evidências, como a ausência de oscilação atípica quando sai uma matéria. Aprioristicamente, pode-se concluir que o mero fato de terem saído na imprensa já faz com que imediatamente os preços tenham iniciado alguma adaptação. No limite, tão logo um investidor tenha feito alguma inferência sobre a probabilidade de o acordo ser efetivado e em que medida isso poderia afetar os negócios da companhia, o processo de precificação terá tido início.

30. O ponto é que a adaptação do mercado parecia já estar madura, porém não quanto às gravações. É claro que quando as companhias negociaram não era pública parte muito importante da informação que os Defendentes possuíam. Quanto a isso, porém, as Defesas demonstraram à suficiência as razões econômicas para as operações, a estrutura decisória e operacional distinta da pessoa dos Acusados, e a falta de dolo, com destaque à determinação de Joesley de vender o mínimo possível de JBSS3 pela FB/J&F, corroborada por fatores como a baixa participação total vendida, os valores relativamente pouco significantes para os patrimônios envolvidos e a continuidade das vendas após a queda.



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

III.III. RELAÇÃO DA INFLUÊNCIA COM PROBABILIDADE DE OCORRÊNCIA

31. Para fins de vedação à negociação, a definição da materialidade da informação de uma companhia, ou relevância do fato, abrange qualquer fato que seria levado em conta por investidores para decidir como negociar⁷. O efeito externo dessa influência é a afetação na cotação dos valores mobiliários.

32. O primeiro ponto que destaco nesse tema é uma questão interessante sobre o sigilo a que as tratativas do acordo de colaboração premiada estavam sujeitas. Reporto-me ao Voto do Relator, que em seu § 47 afirma que a informação não seria relevante (i.e., capaz de influir na cotação) por força desse sigilo: “*caso o sigilo não fosse levantado, a cotação da ação da JBS não seria afetada pelos efeitos decorrentes da publicitação do conteúdo da delação*”.

33. Essa afirmação é procedente, mas me parece ter duas limitações temporais. A primeira deriva da lei: uma vez recebida a denúncia sobre fatos objeto da colaboração, desaparece o sigilo (Lei 12.850/2013, art. 7º, §3º⁸). A segunda deriva dos fatos dos autos: os próprios Joesley e Wesley declararam que tinham expectativa de que as delações viessem à tona “*em torno de junho ou julho*”.

34. Assim como se esperava que fosse homologado o acordo, seria igualmente de se esperar que o sigilo fosse levantado. Daí, na medida em que o conteúdo do acordo tivesse relevância, as tratativas a teriam de maneira proporcional à probabilidade esperada de sua homologação.

35. Aqui se chega ao aspecto em que penso ser este ponto relevante para outros casos. Nem todo fato para ser relevante depende de algo com ocorrência certa, como a celebração definitiva de um contrato ou homologação de um acordo. Qualquer negócio de que se espera vir impacto

⁷ A lei e a regulamentação falam em afetar a cotação dos valores mobiliários e em exercer direitos como se fossem outros fundamentos de relevância. Pode ser conveniente em termos de clareza jurídica, mas no fundo são previsões redundantes. Se algo afeta a cotação de valores mobiliários, é necessariamente porque levou os investidores a tomarem decisões quando a seus direitos quanto a esses ativos: comprar, vender, manter ou exercer outros direitos.

⁸ [Art. 7º] §3º O acordo de colaboração premiada deixa de ser sigiloso assim que recebida a denúncia, observado o disposto no art. 5º. (Redação vigente à época dos fatos, alterada em 2019 para incluir o recebimento da queixa-crime como causa de levantamento do sigilo e vedar em qualquer hipótese a publicidade antes do recebimento).



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

substancial sobre os resultados e cotações de uma companhia, mesmo quando já formalizado e vigente, terá apenas uma probabilidade, não certeza, de causar o impacto esperado.

36. As tratativas voltadas à celebração de um negócio qualquer têm uma probabilidade menor de causar o impacto do que a celebração em si, já que ainda inclui os cenários em que não se chega a celebrá-lo, mas elas não deixam de ser fatos. Normalmente interessa mantê-las sob sigilo, para aumentar a chance de sua formalização, mas em tese podem ser relevantes. Pensemos numa companhia que inicia tratativas para um contrato que, se celebrado, lhe traria um resultado multibilionário. A divulgação do contrato firmado provocaria um choque de alta no preço da ação, mas dependendo do estágio, as tratativas podem representar probabilidade alta o suficiente de resultados positivos para torná-las “relevantes” na acepção normativa.

37. De outro lado, mesmo um contrato já celebrado representa apenas probabilidade mais alta de os resultados positivos ocorrerem. Uma negociação (seja comercial ou de outra natureza, como a do acordo de colaboração) é um fato que normalmente interessa manter sob sigilo, para aumentar a chance de sua conclusão favorável. A conclusão é outro fato, por certo mais relevante dada a maior probabilidade de gerar efeitos, mas fatos que aumentam a probabilidade dessa conclusão a meu ver podem, sim, ser relevantes. Em tese, um fato cuja ocorrência faça a companhia ter 90% de chance de aumentar em R\$ 1 bilhão o lucro do trimestre tem o mesmo valor financeiro que outro fato que a faça ter 10% de chance de aumentar o lucro em R\$ 9 bilhões no mesmo período.

38. Assim, entendo que, *em conjunto* com os demais fatos relativos às informações e às condutas dos Defendentes, o sigilo das tratativas corrobora a alegação dos Defendentes de que não tiveram intuito de se beneficiar do efeito supostamente previsível que a divulgação da informação teria sobre as cotações das ações. Porém, pelo exposto nos parágrafos acima, considero que *por si só* o sigilo não seria capaz de determinar a ausência de “relevância”, no sentido de capacidade de influir na cotação ou decisão de investidores.



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

III.IV. CAPACIDADE PREDITIVA DAS INFORMAÇÕES

39. Também é elemento essencial para caracterização do ilícito que a informação permita a quem lhe detém a posse prever com uma confiabilidade razoável que impacto sua revelação trará sobre a cotação dos valores mobiliários. Pela crucial relevância desse ponto, para um regime que combata eficazmente o uso indevido de informações, abstraio os demais elementos do ilícito, supondo-os presentes para efeito de raciocínio.

40. Nesse sentido, a Lei das S.A. diz que a informação deve ser “*capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários*” (art. 155, §1º); a Instrução 358/02 diz que ela deve ser “*relativa ao (...) fato relevante*” (art. 13, *caput*), que é definido como “*qualquer (...) fato (...) ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável [na] cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia (...) ou [na] decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários*” (art. 2º, I, II⁹).

41. O que toda acusação de uso de informação privilegiada afirma em algum momento é algo como: os acusados tinham o *conhecimento de fatos* que, quando revelados, *muito provavelmente* impactariam [positiva ou negativamente] as cotações deste ou daquele ativo. Já o que a Acusação textualmente imputa aos Defendentes é o conhecimento não de *fatos ocorridos* que tendem a causar efeitos no futuro, mas da *própria ocorrência* do efeito. Eis o texto exato:

27. A FB Participações realizou, entre 20.04 e 17.05.2017, a venda de ações da JBS (JBSS3), **sendo de conhecimento de seus sócios e administradores que a colaboração premiada (...) resultaria na queda dos valores** das ações de emissão da JBS...

42. Redação descuidada? É possível. Mas ocorre novamente, com outra estrutura e idêntico conteúdo:

62.Com a assinatura do Termo de Confidencialidade (...) aumentaram ainda mais as expectativas sobre a formalização do acordo, sendo certo que Wesley Batista e Joesley Batista tinham o **conhecimento de que tais informações**, quando reveladas, **impactariam negativamente o mercado** de capitais, **ocasionando (...) a queda no valor** das ações de emissão da JBS”.

⁹ Omite-se o inciso III para simplificação,



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

43. Claro que se pode entender o que se quis dizer, mas os deslizes na redação parecem até atos falhos. A imputação vai além de olhar para o passado e considerar que à época era previsível aquilo que já se sabe ter sucedido. Ela literalmente afirma o conhecimento *da ocorrência* de fato ainda não ocorrido. No mérito, é disparatado; por outro lado, reconheça-se ter sido um processo coberto de dificuldades para ser construído.

44. Assim, num esforço de máxima isenção, e com o benefício do distanciamento no tempo que a Acusação não teve, é mais fácil manter a lembrança de que a roda passa a ser uma invenção muito óbvia logo depois de ser inventada. Assim, quando se tenta encontrar alguma explicação econômica no processo para a previsibilidade dos impactos, que não seja a própria dimensão quase catastrófica do que houve, a surpreendente constatação é de que simplesmente não existe.

45. A Acusação não apresenta justificativa para afirmar que os Defendentes seriam capazes de prever os efeitos da revelação do teor dos acordos sobre os negócios da companhia, senão a falácia do tipo “é tão óbvio que nem é preciso explicar”:

46. (...) a própria existência de tratativas para a negociação de colaboração premiada com conteúdo dessa natureza já caracterizava informação relevante, **certamente capaz de impactar** o mercado de valores mobiliários. (...)

46. Certamente capaz, por quê? Num esforço de interpretação da lógica que guiou a acusação, o que parece haver é um uso frouxo do termo “relevante”, ora na acepção da linguagem cotidiana, ora com o conteúdo próprio da regulação de informações. A acusação descreve os fatos com a acepção comum e tira conclusões jurídicas com a acepção regulatória. Fora do jargão do regime informacional do mercado de capitais, é difícil imaginar que naquele momento do país houvesse informação mais “relevante”; daí, uma vez classificada como “relevante”, o acusador faz uma subsunção ao contrário, em que força o encaixe do fato na norma pelo atalho do significado da palavra no dicionário, e no passo seguinte atribui ao fato as características que a norma prevê para classificá-lo como tal.

47. Em seguida, mais um salto. A informação, agora já considerada “relevante” pela heterodoxa técnica de aplicação do direito descrita acima, ultrapassa os limites dos negócios da companhia que a circunscrevem e alcança a dimensão macroeconômica:



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

48. Assim, desde a reunião de Francisco Silva com a PGR em 02.03.2017, os pretensos colaboradores já **possuíam uma expectativa** à (sic) colaboração premiada, bem como (sic) **que, quando reveladas as informações**, haveria um impacto negativo no mercado de capitais, gerando duas consequências básicas, ao que **inclusive aqueles que não conhecem a fundo as práticas do mercado financeiro deduziriam**, a saber: um elevado aumento da cotação do dólar e uma queda no valor das ações, **inclusive aquelas de emissão da JBS**.

48. Informações internas de uma companhia só podem influir em suas cotações por mecanismos explicáveis a partir de uma abordagem baseada nos *fundamentos* (na acepção econômica). Assim, não há como evitar críticas à falta de uma mínima tentativa de explicar, no âmbito da acusação de *insider trading*, por qual mecanismo cada informação determinaria esses efeitos que, olhando para o passado, pareceram ser consequências “básicas”, que até “*aqueles que não conhecem a fundo as práticas do mercado financeiro deduziriam*”.

49. Se os efeitos são tão dedutíveis assim, onde estão as premissas dessa dedução? Não há. É literalmente impossível a defesa de mérito quando à capacidade da informação de influenciar a cotação ou decisão dos investidores sobre o ativo. Como a questão do dólar tem processo próprio, a ser julgado nesta mesma sessão, deixo para tratar das razões pelas quais ela não é tão previsível no respectivo voto. Neste processo, porém, a Acusação teria que ter exposto os axiomas e premissas dessa dedução tão acessível até a leigos, pois a única argumentação parecida com uma dedução é a que faz para afirmar que as ações de emissão da JBS.

50. Novamente, porém, a Acusação segue em seu caminho de inversão dos percursos metodológicos. Para dizer que era previsível a queda nas ações JBSS3, ela parte da premissa que o dólar iria subir e a bolsa iria cair – premissa essa cujo poder axiomático vem, alegadamente, de sua dedutibilidade flagrante para qualquer um – e conclui o rebuscado silogismo: *É certo que haverá aumento da cotação do dólar e queda no valor das ações; as ações de emissão da JBS são ações; logo, é previsível que haverá queda no valor das ações*.

51. Se algo há de básico no processo, até para quem não conhece a fundo as complexidades dos ilícitos do mercado de capitais, é deduzir que não há materialidade da infração. As premissas são bem simples: (i) a acusação tem o ônus de provar o que alega; (ii) só há o ilícito se a informação permitir prever o impacto na cotação da ação; (iii) a acusação nem apresentou argumento para



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

demonstrar que a informação permitiria prever o impacto. Sem a demonstração, a informação não pode ser considerada capaz de prever efeitos. Por mais essa razão, não há o ilícito.

52. Dada a polêmica que este caso gerou à época, em meio a tantas repercussões dos episódios que compõem sua dimensão fática, teria sido importante que houvesse argumentos de mérito bem desenvolvidos para cada um de seus pontos. O esmero e a inteligência dos responsáveis pela acusação na construção de argumentos e evidências quanto à infração de manipulação de preços, como se verá mais adiante, mostram claramente que haveria capacitação técnica muito mais que suficiente para tecer argumentos coerentes para sustentar que os efeitos sobre as ações poderiam ser previstos a partir das informações que os Defendentes possuíam. Não foi o caso, infelizmente.

53. No depoimento ao MPF de um dos técnicos que elaboraram a acusação, quando indagado se a equipe responsável pelo inquérito teria avaliado outras companhias de capital aberto que tenham passado por acordos de leniência, ou de colaboração por seus executivos, a resposta foi um lacônico não¹⁰. Não seria algo difícil de se fazer.

54. A Defesa, naturalmente, fez a pesquisa. Como bem lançado no voto do Relator (itens 58-61), o pouco que evidência empírica disponível sugeria o efeito contrário: *“o único precedente de colaboração premiada envolvendo companhia aberta... indicava... que as ações daquela companhia tiveram retorno positivo no pregão subsequente à revelação da existência de um acordo”*. E isso faz sentido, sob uma perspectiva de análise fundamentalista – talvez até *mais* sentido do que supor o contrário. A colaboração, afinal, *é premiada*. Se controladores, integrantes da alta administração ou outras pessoas chave de uma empresa fazem o acordo, significa que terão *benefícios*. Quando pessoas importantes para os negócios são beneficiadas, a empresa – que no mundo material existe por meio delas – também tende a sê-lo.

55. Uma análise intuitiva pode supor apenas que, como os acordos costumam redundar em penas, os negócios serão prejudicados por alguma ou várias formas, como ausência de funcionários importantes, piora de reputação perante consumidores, crédito dificultado pelo compliance dos bancos etc. Esperar impacto adverso nos negócios é realista, mas isso não implica queda nas

¹⁰ Doc. 1080547, linhas 384-397.



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

cotações. Não são só acordos de delação que o mercado precifica. Antes deles, os preços refletem a expectativa dos efeitos sobre a companhia daquilo que acontece sem os acordos de colaboração: na hipótese mais branda, anos de angústia e litigância; nas menos brandas, as penas (e em 2017 havia prisão após a segunda instância). Os danos aos negócios da empresa podem ser significativos. Daí, quando aparece um acordo de colaboração premiada, ela implica um reajuste de percepção: os colaboradores vão sofrer menos impactos negativos do que se esperava. A companhia vai ser *menos prejudicada* do que os preços refletem. O reajuste no preço tenderia a ser para cima.

56. Por outro lado, é também perfeitamente razoável estimar efeitos de queda. Basta mexer em um ou dois parâmetros para a conta virar. Se o crédito é afetado, o dano seria maior a companhias mais alavancadas; quanto maior a parcela de consumidores de varejo, e conforme o setor, maior o efeito do dano reputacional sobre as vendas, e daí por diante. Porém, imputações análogas a essas teriam que se ter baseado em características concretas da JBS e contrapostas aos fatos.

57. O que parece certo, portanto, é que os efeitos eram incertos. Prever movimentos de cotações de companhias individuais já não é nada simples. Prever movimentos sistêmicos é imensamente mais complexo. Nem mesmo faz sentido falar em informação relevante, própria de emissores de valores mobiliários, cuja restrição ao uso (a que o conceito de lealdade está umbilicalmente ligado, cf. §§14-17 acima) venha da capacidade de prever efeitos sistêmicos.

58. Tanto é incerto o efeito, mesmo quanto à própria JBS, que não é claro nem mesmo se os fatos do dia 18 chegaram a negar a hipótese que Joesley alega ter à época, de que a homologação do acordo geraria valorização das ações a ponto de determinar que a FB/J&F vendesse apenas o mínimo necessário¹¹. O mais intuitivo, a aparência imediata, é que teriam negado. Essa é a tese da Acusação, obviamente. A queda brusca das cotações de JBSS3 é compatível com a tese, mas não a prova. As ações caíram, mas o mercado inteiro caiu – e mais que a JBS. Nesse sentido, a dimensão da queda de JBSS3, de 9,68%, é como se fosse um daqueles relógios preservados com a hora da explosão em Hiroshima: foi preservado pelo *circuit breaker*, ativado porque o Ibovespa caiu mais rápido e atingiu 10%. A comparação com o movimento do índice é inclusive um critério,

¹¹ Doc. 1080536, pág. 10, cf. §70 do voto 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
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

ainda que bem simples, usado em processos sancionadores desta CVM para mensurar movimentos individuais de cotações¹². Segundo esse critério, JBS teria sofrido até uma leve “alta” relativa.

59. Para que tal tipo de exercício pudesse ter alguma confiabilidade, seriam necessárias compilações de dados evidentemente fora de lugar num julgamento. Mas alguns números disponíveis no próprio corpo da peça acusatória reforçam tanto esta percepção de inconclusividade sobre o sentido em que o acordo deveria empurrar as cotações, quanto a convicção jurídica de que não se tratava de informação decorrente dos negócios da JBS. Eletrobrás ON caiu 20,97%. Cemig PN, 20,43%. Banco do Brasil ON, 19,91%. Petrobras ON, 11,37. Ou seja: mesmo que se supusesse, contra as evidências dos autos, que os Defendentes tivessem a todo tempo todas as informações e indiretamente tivessem comandado todas as ordens, não há a mínima plausibilidade de supor que as informações permitissem antever esse tipo de efeito sistêmico.

III.VI. RECOMPRA DE AÇÕES POR JBS DE POSSE DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

60. Wesley Batista é acusado da prática de *insider trading* por comprar, em nome da JBS, ações de sua própria emissão de posse de informação privilegiada (art. 13 da Instrução 358/02).

61. O art. 13 da Instrução 358/02 tem um sistema de vedações de negociações, cujo texto é formalmente baseado em presunções de posse e de uso de informações privilegiadas. O desenvolvimento da jurisprudência administrativa cuidou de assegurar que são todas relativas. Em todo caso, quanto a esta acusação – e à maior parte das demais – as presunções nem seriam necessárias, pois a Acusação teve o cuidado de alegar, descrever e evidenciar aquilo que em alguns dispositivos da Instrução 358/02 é presumido.

62. Por outro lado, tais circunstâncias fazem esta infração ter sua ausência de materialidade demonstrável *a priori*. Dado o contexto apenas da tese acusatória, se fosse procedente tudo aquilo em que as demais acusações se baseiam, estaríamos neste ponto diante ou de flagrante atipicidade, ou de um ilícito impossível.

¹² Como exemplos:



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

63. A finalidade de obter vantagem é presumida no art. 13 da Instrução 358/02. Quem primeiro cuida de afastá-la, curiosamente, é a própria acusação. Supondo a realidade acusatória, para efeito de raciocínio, Wesley teria posse de uma informação que lhe permitia saber que a cotação das ações JBSS3 sofreria queda. O Defendente, então, negocia para a JBS. E que negociação ele faz, sabendo que as ações irão derreter? Compra as ações.

64. Aqui surge uma bifurcação para a aplicação da norma: no primeiro caminho, Wesley tem intenção de fazer a JBS obter vantagem na negociação, que decorreria da dita “posição de desigualdade informacional” perante a parte contrária; ao comprar as ações para isso, porém, esbarra na absoluta inidoneidade do meio para obter o fim desejado. Uma informação que assegura a queda das ações, como tanto se afirma na peça acusatória, é simplesmente incapaz de gerar ganhos por meio de compra das ações que têm queda futura conhecida. No segundo caminho, Wesley compra as ações para a JBS, mas tem consciência dos efeitos que a aquisição de ações causa sobre o patrimônio do comprador. Necessariamente há que se reconhecer, então, que a conduta é atípica, pois lhe falta o requisito essencial da intenção de obter a vantagem.

65. Apesar dessa pitoresca ideia de *insider* ao avesso, que lança ordens de compra no mercado para benevolentemente absorver de suas anônimas e desconhecidas contrapartes ativos às vésperas da desvalorização iminente, em termos de verdade material a solução jurídica é bem mais simples. Por conta das demais acusações e do que a Defesa afirmou e provou, a motivação econômica da aquisição das ações foi no sentido diametralmente inverso ao que a suposta informação privilegiada alegadamente recomendaria: a intenção fora, como já reconhecido anteriormente, de beneficiar-se da perspectiva de valorização das ações. Infração não caracterizada.

III.VI. CONCLUSÃO SOBRE INSIDER TRADING

66. Pelo exposto, com base nas considerações adicionais e com as ressalvas pontuais indicadas nesta seção, voto com o Relator:

- Quanto às acusações de negociação com informação privilegiada, pela venda de ações JBSS3 pela FB Participações:



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

- Pela **absolvição** de Joesley Batista e de Wesley Batista (art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, c/c o art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002); e
- Pela **absolvição** de J&F Investimentos S.A., sucessora de FB Participações (art. 116, § único, da Lei nº 6.404/76, c/c art. 13, *caput*, Instrução 358/02).
- Quanto às acusações de negociação com informação privilegiada, pela compra de ações JBSS3 pela JBS S.A., pela **absolvição** de Wesley Batista.

IV. MANIPULAÇÃO DE PREÇOS

IV.I. INTRODUÇÃO E REQUISITOS.

67. Em homenagem ao Diretor Alexandre Rangel, nesta que é sua penúltima sessão de julgamento como membro deste Colegiado, transcrevo trechos de valiosa lição de sua autoria quanto ao ilícito administrativo de manipulação de preços, apresentada em seu voto como relator do caso RJ-2018-5852.

34. [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. (...)

68. A manipulação que a Acusação imputa aos Defendentes, sob a classificação acima, é do tipo *trade-based*, efetivada exclusivamente por meio da compra e venda de valores mobiliários: FB/J&F teria vendido as ações JBSS3 para evitar a desvalorização de que Joesley e Wesley teriam conhecimento, e para evitar queda do preço teriam feito a JBS efetivar as recompras.



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

69. Destaco essa exclusividade do uso das operações em bolsa para gerar preços falsos, segundo a Acusação, por sua relevância na argumentação a ser desenvolvida a seguir. No mesmo voto, o Diretor Rangel continua:

37. A comprovação da materialidade do delito pressupõe a verificação dos quatro elementos reconhecidos pela jurisprudência deste Colegiado como essenciais à configuração do tipo administrativo de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a saber: (i) a utilização de processo ou artifício; (ii) sua destinação, de modo direto ou indireto, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário de modo enganoso, artificial; (iii) a indução de terceiros à sua compra e venda; e (iv) o dolo específico, ainda que eventual, de alterar a cotação do valor mobiliário e induzir terceiros a negociar com base em cotações falsas.

70. Trata-se de descrição aprimorada do ilícito em relação à notoriamente má escrita literalidade do dispositivo da Instrução 08/79, II, “b”, especialmente ao esclarecer que o efeito sobre a cotação deve se dar *de modo enganoso, artificial*, e que os terceiros devem ser induzidos a negociar *com base em cotações falsas*. Tais elementos são bastante relevantes para o caso dos autos, como se verá abaixo.

IV.II. MANIPULAÇÃO DE PREÇOS NÃO É ILÍCITO “DE MERA CONDUTA”.

71. Como adiantado, acompanho parcialmente os fundamentos do voto do Relator quanto à inocorrência da manipulação de preços, e integralmente suas conclusões.

72. Divirjo, contudo, do que o nobre julgador afirma no item 108 de seu voto:

108. Cabe pontuar que, diferentemente do regime legal que tipificou a prática como crime, no ilícito administrativo de manipulação de mercado (...) não está previsto como elemento para a sua caracterização a obtenção de vantagem indevida pelo manipulador, nem, tampouco, a existência de prejuízo a terceiros. Trata-se, pois, de infração de mera conduta: basta a negociação de determinado ativo com a intenção de alterar artificialmente o mercado em relação a sua oferta e/ou demanda, de modo a induzir terceiros à negociação de valores mobiliários.

73. De início, o tipo penal da Lei 6.385/76, art. 27-C, *não* exige a obtenção de vantagem indevida nem a existência de prejuízos a terceiros, exige apenas a finalidade de provocar tais



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

efeitos¹³. Nisso, é semelhante ao tipo administrativo, que também prescinde de efetiva ocorrência de vantagem ou prejuízo. Mas o que importa para o caso destes autos é a segunda afirmação, de que a infração seria de mera conduta, pelo que bastaria a negociação feita com a intenção de alterar artificialmente o mercado.

74. É curioso como se desenvolveu um quase mantra de que esse ilícito seria de mera conduta por prescindir da obtenção de lucro e da imposição de prejuízos a terceiros. O tema mereceria uma suave correção de rota, porque a classificação está equivocada.

75. O que parece querer-se dizer com essa afirmação é que o ilícito seria formal, e não de mera conduta. São conceitos próximos, mas não sinônimos. “Formal” é o ilícito que se consuma com a realização da conduta e prescinde da efetiva realização do resultado que ela visa a causar. “De mera conduta” diz-se do ilícito que tipifica uma ação humana sem prever no tipo qualquer resultado¹⁴.

76. É óbvio que a manipulação de preços visa a produzir resultados, já que o tipo prevê que a conduta é destinada a “elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário”. Se o tipo parasse aí, seria *formal*, não *de mera conduta*, pois o tipo exige a intenção de buscar o resultado, mas este não precisa ocorrer para consumação do ilícito.

77. Distinguir as classificações “formal” e “de mera conduta” pode ter relevância prática num julgamento, pois apesar de em ambos os casos não se exigir resultado, no ilícito formal a prova do dolo tende a ser mais complexa, já que o agente deve ter tido a intenção de causar o resultado, não apenas de praticar a conduta.

78. Já a distinção para o ilícito *material* faz toda a diferença. Prescindir de um ou alguns efeitos (e.g., lucro ou prejuízo) não significa prescindir de *qualquer* resultado naturalístico *decorrente da conduta*, externo à esfera exclusiva do agente. Uma coisa é a materialização *desses resultados* não ser necessária para a consumação – “lucro” ou “prejuízo” nem mesmo são mencionados no tipo.

¹³ Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas *destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros*. Pena: (...). Como se lê, não há qualquer previsão de resultado efetivamente causado. É um exemplo claro de ilícito formal.

¹⁴ Conforme definições doutrinárias diversas, como em Julio Mirabete, Nelson Hungria, Damásio de Jesus, entre outros.



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

Mas há um resultado, sim, previsto no tipo: a efetiva realização de negociações por terceiros, influenciados pelo artifício por meio do qual a conduta é praticada. Não basta apenas a conduta¹⁵. Tanto assim, que a jurisprudência deste Colegiado na prática não aplica o tipo como se fosse de mera conduta, como retrata a passagem do voto do Diretor Rangel transcrita no §69 acima, sendo o requisito “iii” a indução de terceiros à compra e venda do ativo.

79. No caso aqui julgado, assim como em qualquer outro que impute a alguém a prática de manipulação de preços, a natureza material do ilícito determina o ônus da acusação de demonstrar nos autos que terceiros tenham agido em decorrência da atuação atribuída aos defendentes.

80. A Acusação corrobora o que afirmo nesta subseção sobre a natureza material do ilícito de manipulação de preços. Ela atribui aos acusados: (i) a **conduta** de negociação das ações JBSS3 por parte de JBS e FB/J&F; (ii) a **finalidade** (“*as compras realizadas pela JBS... tiveram como objetivo suportar o preço das ações contra uma pressão vendedora que estava em curso pelas vendas realizadas pela FB Participações*”); e especialmente (iii) a **ocorrência do resultado**, quando a Acusação diz que a atuação de JBS como compradora e FB/J&F como vendedora “*fez com que as cotações das ações se mantivessem no mesmo patamar e não fossem alteradas pelo volume de vendas das ações de emissão da JBS realizadas pela FB Participações*”, o que significaria que tais negócios “*induziram terceiros (mercado) a pagar um preço artificial pelas ações da JBS*” (§154 da Acusação).

¹⁵ O mesmo normativo tem um contraste e um paralelo bem ilustrativos. A tipificação de “operação fraudulenta” exige apenas a conduta e a finalidade de auferir ganhos. Nenhum resultado externo precisa efetivamente ocorrer. É ilícito formal (não de mera conduta, pois o resultado está previsto no tipo). O paralelo é a criação de condições artificiais de mercado (oferta/demanda/preço). A conduta é qualquer uma que vise a buscar determinados resultados, mas existe um efeito concreto externo que precisa ocorrer: a alteração no fluxo de ordens. Trata-se de ilícito material, como o da manipulação de preços.



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

IV.III. AUSÊNCIA DE ARTIFÍCIO: REALIDADE DOS PREÇOS

81. Para este tópico, novamente é conveniente ter em foco que a manipulação imputada aos Defendentes é do tipo *trade-based*.

82. Se as negociações questionadas decorrerem de intenção real de adquirir e vender por partes dos compradores e vendedores, essas negociações não constituem artifício. Uma acusação de manipulação *trade-based*, como a destes autos, depende de que as negociações sejam simuladas – sem a simulação não há artifício, não há processo que possa levar alguém a negociar com base em preço irreal. Pelo contrário, se a causa dessa movimentação for a realização de operações verdadeiras, eventual modificação do preço é, sim, causada pelos negócios, e terceiros podem muito bem ser levados a negociar pelas mudanças no preço. Isso, porém, é inteiramente lícito.

83. Já tive oportunidade de me manifestar sobre o tema em processo julgado por este Colegiado. Transcrevo:

22. Note-se que o termo “processo” é um tanto amplo. Não se pode considerar qualquer processo que modifique preços como “processo” para fins da tipologia desse ilícito, pois qualquer operação de compra leva, marginalmente, o preço para cima, assim como as de venda, para baixo; e ainda que se considere apenas o efeito tangível, detectável (precedentes da CVM descaracterizam manipulação em papéis líquidos), basta pensar que uma série de operações de compra de um ativo ilíquido se encaixa, semanticamente, na expressão “processo”, e leva o preço perceptivelmente para cima. Se o preço estiver dentro do que as partes consideram justo – especialmente o comprador, já que para o vendedor não há limite superior de preço em sua curva individual de oferta –, esse processo não pode ser considerado típico. É preciso notar que, numa tal hipótese, o investidor sabe que um efeito desse “processo” – dessa série de aquisições – será a subida do preço, e que ao menos alguns detentores do ativo muito provavelmente darão ordens de venda nos “novos” preços. Se o efeito da conduta é certo (como o da subida do preço), previamente conhecido, e o agente a pratica, trata-se de dolo, direto e específico, ainda que não seja o objetivo primário (que na hipótese é apenas a de adquirir o ativo). Se o efeito é provável (como o da negociação por terceiros), previamente conhecido e o agente pratica a conduta, sem se importar que o efeito ocorra, trata-se de dolo eventual.

23. Nesse exemplo do parágrafo anterior, porém, falta alguma artificialidade, qualquer mínima falsa representação da realidade. Ainda que a sequência ordenada de operações seja, literalmente, um processo pelo qual se altera a cotação e se leva terceiros a negociar a cotações por esse processo modificadas, não se tem qualquer ilícito. Mas, se lêssemos o tipo administrativo sem qualquer



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

restrição ao significado de “processo”, chegaríamos à conclusão de que ele incide [sobre o exemplo]. (...) Não há no texto da norma nenhuma menção expressa ao “modo enganoso, artificial” com que a cotação deve ser alterada, e nem a que os terceiros negociem “com base em cotações falsas”. Entendo que esses requisitos, bem apontados no voto do Relator e sedimentados na jurisprudência desta CVM, (...) devem ser considerados como implicitamente contidos nas acepções aceitáveis para os vocábulos artifício e processo, especialmente o segundo.

(...) Lançar ofertas acima ou abaixo de preço de mercado, por si, não constitui infração, e todo aquele que o faz ao menos prevê que contribui para pressão de alta ou de baixa nos ativos alvo. Por isso que na aplicação do texto normativo, a doutrina e a jurisprudência da CVM evoluíram para especificar que a interferência na cotação precisa ser enganosa para que haja ilicitude.

84. Com base nos fundamentos acima, reporto-me a uma as evidências da ausência de dolo para o *insider trading*, que é a conduta posterior dos acusados em relação aos ativos negociados.

85. A FB/J&F demonstrou ter tido legítima motivação para vender as ações JBSS3 de sua titularidade, por necessidade de caixa. Mais que isso, mesmo após a queda abrupta e substancial dos preços, a FB/J&F não recomprou ações para aumentar sua participação em JBS. Pelo contrário, continuou a vender mesmo após a queda. As evidências de fundamento econômico das operações, assim, afetam diretamente a acusação de manipulação de preços, porque o instrumento de engodo de terceiros teria sido, para a Acusação, unicamente as negociações de JBSS3.

86. Na outra ponta, tem-se a JBS recomprando as ações de sua emissão, compatível com a recomendação da maioria das análises econômicas, que indicavam preços-alvo desde R\$ 12,50 (Merrill Lynch) a R\$ 24 (Credit Suisse). O otimismo mais contido previa valorização superior a 25% para compras abaixo de R\$ 10, conforme Relatório FIPECAFI (v. § 120 do voto do Relator).

87. Além dos fundamentos econômicos das negociações de 2017, tem-se ainda a relevante semelhança do comportamento da JBS em recompras passadas. Ao contrário de uma atuação suicida para engolir bombas despejadas pelo controlador, é mais verossímil a interpretação de que era apenas *business as usual* para a JBS.

88. As operações não tiveram, portanto, qualquer caráter de artifício ou engodo. O preço resultante das operações nada tem de artificial. Assim, ainda que as operações de JBS e FB/J&F tenham levados terceiros a negociar, estes não teriam sido ludibriados, mas sim operado dentro do preço formado por legítimas manifestações de vontade, *comme il faut*.



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

89. A descaracterização de tais elementos essenciais do ilícito já é suficiente para afastar a materialidade, mas convém aprofundar outros elementos da acusação e contraposições da defesa.

IV. V. INDUÇÃO DE TERCEIROS A NEGOCIAR

IV.V.I. Beta: Critério inadequado

90. Tem razão o Termo de Acusação quando, ao rebater argumentos dos Defendentes na fase de inquérito, afirma que a dinâmica em que o preço se mantém constante, por si só, não deve ser tomada como fato suficiente para afastar a tipicidade da manipulação. Essa constância poderia advir exatamente das *negociações de terceiros*, i.e., motivadas pelo artifício das ordens dadas para criar aparência de maior demanda no mercado.

91. Essa, afinal, é precisamente a tese da acusação: que o preço só ficou estável por força da demanda adicional representada pelas recompras feitas pela JBS. Essa demanda da JBS a acusação reputa artificial, a partir da premissa de que a companhia teria a informação privilegiada indicativa de queda futura na cotação de JBSS3. É uma tese coerente, representada Fig. 1 abaixo:

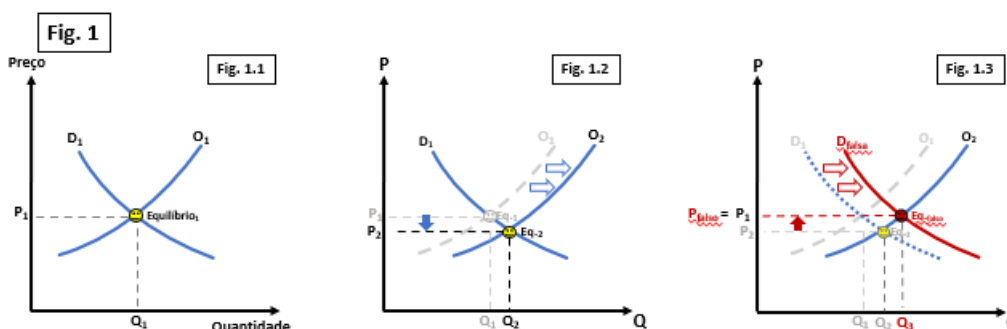


Fig. 1.1. Equilíbrio Eq₁. A quantidade Q₁ é o número total de ordens de compra (**Demanda, D₁**) que fecham com as de venda (**Oferta, O₁**).

Fig. 1.2. Se as ordens de venda aumentam de Q₁ → Q₂ (oferta vai de O₁ → O₂) e a demanda D₁ se mantém constante, o preço cai: P₁ → P₂..
Novo equilíbrio Eq₂

Fig. 1.3. Para evitar a queda (P₁ → P₂) é preciso que haja mais pessoas dispostas a comprar por aquele preço. Para a Acusação, JBS não tinha interesse na recompra (a informação privilegiada lhe permitiria prever queda nas cotações). A demanda aumenta de D₁ → D_{Falsa} O preço sobe de volta (ou deixa de cair), P₂ → P₁.

92. Assim, tem razão a acusação quando infirma uma das conclusões do Estudo Fipecafi dizendo que ele falha ao desconsiderar as compras da JBS para apurar que as vendas da J&F não tiveram efeito no mercado. Para a acusação, essas compras teriam sido exatamente o que “puxa artificialmente para a direita” a curva de demanda a ponto de compensar o efeito das vendas, “puxando de volta para cima” o preço, na figura 1.3 acima. Interessante notar, por outro lado, que o mesmo movimento das curvas de oferta e demanda, com a ordem de causalidade invertida, em tese poderia ser descrito como atuação da controladora em favor da controlada: o programa 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

recompra, sozinho, elevaria o preço das ações (fig. 2.2 abaixo). A oferta adicional, representada pelas vendas pela FB/J&F, anularia o efeito do aumento do preço, mantendo-o inalterado (fig. 2.3 abaixo), e assim teria beneficiado os investidores que se mantiveram acionistas da JBS:

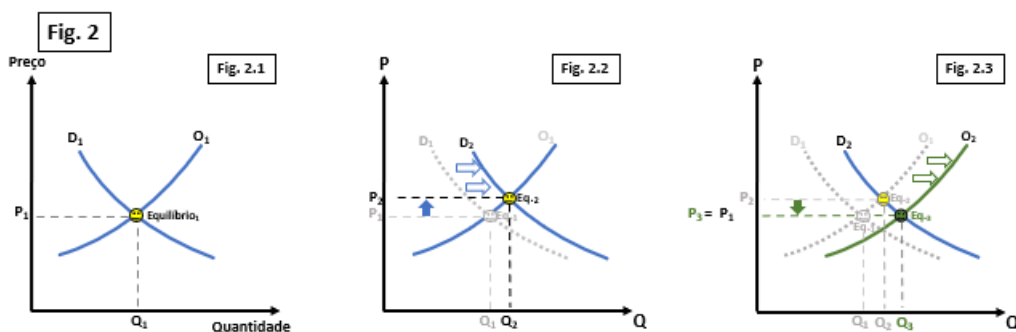


Fig. 2.1. Equilíbrio Eq_1 . A quantidade Q_1 é o número total de ordens de compra (**Demanda, D_1**) que fecham com as de venda (**Oferta, O_1**).

Fig. 2.2. Ordens de compra aumentam de $Q_1 \rightarrow Q_2$ (demanda vai de $D_1 \rightarrow D_2$) e a oferta O_1 se mantém constante, o preço **sobe**: $P_1 \rightarrow P_2$.
Novo equilíbrio Eq_2

Fig. 2.3. Para reverter a alta ($P_1 \rightarrow P_2$) é preciso que haja mais pessoas dispostas a **vender** por aquele preço. Com as vendas da FB/J&F, a **oferta** aumenta de $O_1 \rightarrow O_2$. O preço **desce** de volta (deixa de subir), $P_2 \rightarrow P_3 = P_1$

93. Quanto à tese acusatória ilustrada pela Fig. 1, porém, há dois elementos determinantes. O primeiro, exposto na subseção acima, que é a legitimidade das compras pela JBS e vendas pela FB/J&F: se tivessem levado terceiros a negociar, nada haveria de ilícito. O segundo é exposto nesta subseção, que examina a tese da acusação de que as distorções causadas pelas negociações das duas companhias seriam comprovadas pelo comportamento das cotações frente ao que seria o comportamento “esperado” das cotações, pela multiplicação da variação do Ibovespa pelo beta da JBSS3.

94. A tese de que o efeito das operações pode ser medido pela diferença entre a variação ocorrida e a variação prevista pelo beta é a estratégia da Acusação para atender ao difícil ônus de demonstrar *causalidade* entre a conduta (negociações feitas pelos acusados) e o resultado (negociações feitas pelas vítimas/terceiros).

95. Os números apresentados até constituem um indício, realmente, da causalidade entre a conduta e o resultado, que a Acusação articula especialmente nos §§109-111. A tese acusatória é que a comparação entre o comportamento *esperado* da cotação do papel com o comportamento *observado* da cotação demonstraria o efeito das operações com base em sua correlação passada com o comportamento do Ibovespa.

96. Apesar de ser razoavelmente convincente à primeira vista, essa argumentação apoia-se em algumas premissas inconsistentes.



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

97. A propósito, não vejo como deixar de registrar que causa espécie uma acusação da autoridade reguladora do mercado de capitais falar em “Índice Beta”, expressão sem sentido em finanças (§110 da Acusação). O beta de um determinado ativo A é obtido da comparação das variações do preço desse ativo com as variações, entre as mesmas datas, do preço de outro ativo, tipicamente um índice, i.e., uma lista que descreve uma cesta de ativos (como o Ibovespa, no Brasil). Trata-se de um fator, um coeficiente, não um índice¹⁶. É a média de quanto determinado ativo varia proporcionalmente à variação do índice com que é comparado¹⁷

98. Dessa conceituação do que o beta matematicamente representa já é possível perceber uma fragilidade metodológica de seu uso como critério para verificação de causalidade entre as negociações e o preço. No fim das contas esse número é uma média, com diferentes formas de especificação dos parâmetros. Destacam-se o índice de referência e o período de apuração, que a Acusação arbitra nos 60 últimos pregões.

99. A Defesa critica a escolha dos 60 últimos pregões, pois neles a JBS vinha passando por um período atipicamente turbulento. O argumento, porém, não lhes é favorável. De um lado, não há na peça acusatória a explicação da escolha do parâmetro, o que é criticável, especialmente porque é mais comum que se usem períodos como um, três ou cinco anos. No mérito, porém, se esse período apresentou maiores oscilações do preço de JBSS3 do que em períodos normais, o beta terá sido *superior* ao apurado a partir de períodos mais longos (e estáveis). A escolha pode ter decorrido de honestidade intelectual da Acusação, pois a verossimilhança de seu argumento seria maior quanto *menor* fosse o beta usado para estimar os retornos de JBSS3 frente ao Ibovespa.

100. A utilidade típica do beta é a de estimar a volatilidade de determinado ativo em relação ao risco sistêmico, i.e., do “mercado em geral” no qual o ativo está economicamente inserido, para que o investidor decida sobre seu interesse, em termos de adequação a perfil de risco, composição de carteira para diversificação etc. É peça central para precificação de ativos pelo método CAPM e determinação do custo médio ponderado de capital (WACC).

¹⁶ Com nomenclatura próxima existem os índices *de* beta elevado, ou baixo etc., como S&P 500 High Beta Index, Dow Jones US Low Beta Index, S&P/B3 High Beta Index etc. São compostos por ações de companhias com beta alto ou baixo. Ocorre que as expressões *high beta index* e *low beta index*, como se pode imaginar, são ambíguas para quem não é familiarizado com o conceito. Fora de um contexto de finanças, os adjetivos *high/low* parecem qualificar as palavras seguintes *beta index*. o tradutor do Google, por exemplo, traduz *high beta index* como “alto índice beta”. Talvez seja essa a origem do erro, que aparece em alguns sites de finanças e investimentos, aparentemente criados a partir da tradução de sites em inglês.

¹⁷ Em uma explicação simplificada, obtém-se o dado de quanto a cotação de um ativo A variou em determinado período curto, como um pregão ou uma semana: $x\%$. Daí, obtém-se o dado da variação, no mesmo período curto, do preço do índice com que é comparado: $y\%$. Obtém-se então a proporção $x/y = z$. Esse número z é o coeficiente pelo qual se multiplica y (i.e. a variação da cotação do índice de referência) para se chegar a x (i.e. a variação da cotação do ativo A) naquele período. Obtém-se então esse fator z para todos os períodos curtos durante um período mais longo, como os últimos três ou cinco anos. O beta do ativo A é a média de todos esses z 's durante esse período, ou seja, quando se fala de um beta de determinado ativo, é em relação a determinada referência, como o Ibovespa ou S&P 500 para companhias americanas, e a determinados períodos, como as 156 últimas semanas (três anos de variações semanais), os últimos 60 meses (cinco anos de variações mensais), ou os 60 últimos pregões, na Acusação.



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

101. O uso do beta nesses contextos faz sentido porque não se depende da precisão no curto prazo. O objetivo de longo prazo tolera variações no curto. É por isso que normalmente se calcula o beta com prazos de alguns anos. Se num período de três anos a média da correlação de certo ativo com um índice que reflete o mercado do ativo é de 1,2, há razoabilidade em considerar nos próximos meses ou anos que essa tendência vá ser mais ou menos mantida. Mas isso é completamente diferente de esperar que ao longo de um pregão vá haver essa correlação.

102. A média, por definição, é o valor esperado de cada elemento do conjunto de cuja amostra ou população foi obtida; nisso, a tese da Acusação está correta. Onde a tese se fragiliza é que o quanto cada resultado individual se afasta da média pode variar enormemente, sem que isso represente qualquer inconsistência estatística. Mais que apenas a média, deve-se verificar o quanto os dados são dispersos. Ambos estes conjuntos têm média 100: [100, 101, 99, 98, 102] e [80, 120, 60, 70, 170], mas as dispersões são evidentemente diferentes. O desvio padrão (que pode ser pensado como erro médio de quem aposta na média para adivinhar o valor de um elemento qualquer) é de 1,4 no primeiro e 40,5 no segundo.

103. A mesma lógica vale para betas. Como resumido mais acima (§97 e n. de rodapé 17), betas são as médias de quanto um ativo varia proporcionalmente a um índice. Pode-se ter um par de ativos com o mesmo beta e variações muito diferentes. Ilustremos com a hipótese de duas companhias, A S.A. e B S.A., listadas numa bolsa que publica o Índice da Bolsa para Referência do Mercado, o Iboreme. Ambas têm o mesmo beta, 2, o que significa que a variação esperada de suas cotações quando o Iboreme subir 1% será de 2%, quando o índice cair 0,5% o comportamento esperado das ações será de cair 1% e daí por diante.

a. Veja-se, contudo, como os comportamentos das ações podem ser muito díspares, com um mesmo beta (que graficamente é a inclinação da curva):



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

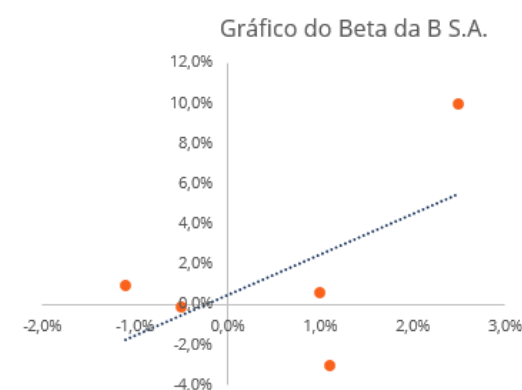
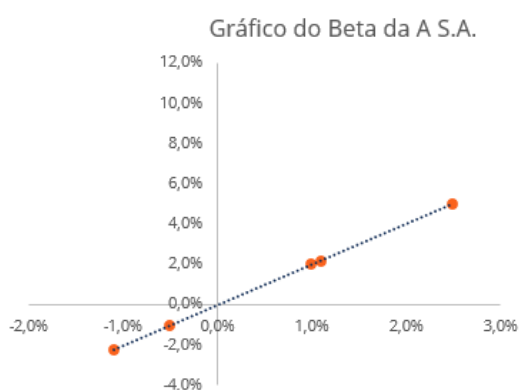
IBOREME		
Data	Fechamento	Retorno
01/05/2023	100.000	
08/05/2023	102.500	2,5%
15/05/2023	103.525	1,0%
22/05/2023	104.664	1,1%
29/05/2023	104.140	-0,5%
05/06/2023	102.995	-1,1%

AÇÕES DA COMPANHIA A S.A.		
Data	Fechamento	Retorno
01/05/2023	50,00	
08/05/2023	52,50	5,0%
15/05/2023	53,55	2,0%
22/05/2023	54,73	2,2%
29/05/2023	54,18	-1,0%
05/06/2023	52,99	-2,2%

AÇÃO DA COMPANHIA "B S.A."			
Data	Fechamento	Retorno	"Erro"
01/05/2023	50,00		
08/05/2023	55,00	10,0%	7,5%
15/05/2023	55,33	0,6%	-0,4%
22/05/2023	53,67	-3,0%	-4,1%
29/05/2023	53,62	-0,1%	0,4%
05/06/2023	54,13	1,0%	2,1%

Beta (β) de A S.A. **2,00**

Beta (β) de B S.A. **2,00**



104. A companhia A tem um beta artificialmente construído, em que a variação é sempre exatamente o dobro daquela do índice. A companhia B tem variações dispersas, como se observa no mundo real.

105. O valor esperado para cada variação, usando-se o beta, nem chegaria perto de acertar, como ilustrado pela coluna “Erro” quanto à B S.A.

106. Esse “erro” é a diferença entre o retorno efetivo e o retorno previsto pela aplicação do beta à variação do índice. É o mesmo “desvio” que a Acusação afirma ter ocorrido nas variações de JBSS3, que a cada pregão não correspondem exatamente ao que o beta “prevê”. A coluna “Erro” no gráfico acima corresponde à última coluna da direita no Quadro VIII, “Diferença entre variação esperada e variação observada” (§109 da Acusação).

107. Por isso, entendo que a Acusação falhou ao tentar demonstrar a causalidade entre as negociações e os comportamentos do preço de JBSS3, também pelo ângulo da divergência em relação ao resultado esperado pela aplicação do coeficiente beta à variação do Ibovespa em cada pregão.



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

IV.V.I. FALTA DE INDÍCIO DE CAUSALIDADE E INDÍCIO DE FALTA DE CAUSALIDADE

108. Ausência de evidência não se confunde com evidência de ausência. Assim, o entendimento de que não há indícios suficientes da influência das operações de FB/J&F sobre o preço de JBSS3 por si só não é o mesmo que entender que elas tenham sido desinfluentes.

109. Como o ônus da prova cabe à Acusação, a insuficiência dos indícios já afasta a materialidade, por presunção de inocência. Porém, os dados trazidos pela Acusação chegam a oferecer o que a meu ver é um forte contraindício que funciona até como evidência de ausência da causalidade.

110. Refiro-me neste ponto ao resultado exigido pelo tipo, conforme desenvolvido acima nos §§78-80, qual seja, a ocorrência de negociações realizadas por terceiros, levados a negociar pelas operações dos acusados.

111. A hipótese é a seguinte. Se as vendas feitas por FB/J&F contemporaneamente às compras feitas pela JBS tinham tal relevância que induziam terceiros a negociar, então nos dias em que ambas operavam, a quantidade de negociações deveria aumentar *além* do volume relativo às próprias negociações entre controladora e controlada.

112. Para ilustrar: suponha-se que o volume negociado de um papel gire em certa época em torno de 50 milhões de ações. Fulano e Sicrano ingressam no mercado em pontas opostas e transacionam 10 milhões de ações. Se o volume total no dia alcançar 60 milhões, isto é indicativo de que não houve terceiros induzidos a negociar pelas operações de Fulano e Sicrano, já que fora estas a quantidade de negociações por terceiros se manteve constante.

113. Em outros termos, se terceiros forem influenciados a negociar pela atuação de Fulano e Sicrano transacionando em pontas opostas no mercado, a quantidade *total* negociada deve aumentar mais do que apenas o acréscimo das operações de Fulano e Sicrano. Isso parece ser uma necessidade matemática implícita no tipo infracional de manipulação de preços, quando o “processo ou artifício” consistir em operações em bolsa.



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

114. Se a quantidade normalmente negociada $Q_{típica}$, acrescida da quantidade negociada nas operações examinadas Q_{exam} , for inferior à quantidade total Q_{total} , a diferença (i.e., $Q_{total} - Q_{típica} - Q_{exam} = \Delta Q$) pode corresponder a pessoas que negociaram *induzidas* pelas operações examinadas. Se $Q_{total} = Q_{típica} + Q_{exam}$, então $\Delta Q = 0$, e não há evidência de terceiros influenciados.

115. A *prova* definitiva dessa causalidade depende de relatos de investidores que revelassem terem tido sua decisão de negociar afetada, em alguma medida, pelo que a acusação considera “processo ou artifício”. No caso dos autos, em que para a acusação o artifício são operações em bolsa, a influência se daria por meio de alguma variação do mercado atribuível aos acusados. Por exemplo, se o volume negociado em algum momento desse um pico para cima (correspondente às ordens analisadas) e o investidor relatasse que tal movimento o fez prever determinado efeito no preço e assim decidir comprar ou vender. A rigor, bastariam dois investidores para preencher o elemento do tipo da indução de “terceiros” a negociar. Ausentes tais relatos, porém, quantidades significativas servem de indícios.

116. Repito que não me parece confiável uma demonstração de causalidade com tão poucos eventos, mas me parece decorrer de respeito ao devido processo legal que se dê aos dados, como evidência em prol dos acusados, a mesma premissa de robustez estatística que lhes é dada para fundamentar a Acusação.

117. Supondo então a suficiência da quantidade de eventos, observemos os dados do Quadros VI com o histórico de volumes e preços das negociações com JBSS3.

118. Do dia 27.04 para o dia 28.04, o volume total varia de 10,3 milhões para 18 milhões. No dia 27.04, a JBS compra 4,8 milhões de ações e a FB/J&F vende 3,4 milhões de ações. No dia 28.04, JBS não compra nenhuma ação e FB/J&F compra 5,7 milhões. Se suas compras tivessem o efeito de levar terceiros a negociar, sua ausência deveria provocar uma redução na quantidade total, de maior magnitude do que a quantidade das próprias compras feitas pela JBS. Porém, o que se observa é o contrário. Apesar de interromper uma série de ao menos quatro pregões comprando 4,8 milhões de ações por dia, a quantidade de negociações realizadas por terceiros aumenta, no mínimo¹⁸, de 5,5 milhões em 27.04 para 12,3 milhões em 28.04.

¹⁸ Digo no mínimo, porque as quantidades de 5,5 milhões e 12,3 milhões decorrem dos volumes totais em 27.04 e 28.04, 10,3 milhões e 18 milhões, diminuídos das negociações realizadas por JBS e FB/J&F, de 4,8 milhões em 27.04 e de 5,7 milhões 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

119. Fenômeno parecido ocorre nos dias 16.04 e 17.04. Em 16.04, o volume total é de 24,2 milhões de ações negociadas, sendo 1 milhão vendidas pela FB/J&F – sem atuação da JBS na compra de ações. No dia seguinte, ambas as companhias aumentam expressivamente sua negociação. JBS, de zero para 3,7 milhões de compras em 17.05, e FB/J&F, de 1 milhão para 3,6 milhões de vendas em 17.05. Se as atuações simultâneas das duas companhias tivessem o efeito a elas atribuído pela tese acusatória, o que se esperaria seria um crescimento do volume total *maior* do que essas 3,6 (ou 3,7, dependendo da ótica) milhões. Mas o que se verifica é o contrário, e em expressão significativa. Em 17.05, a quantidade total alcança 19,3 milhões de compras e vendas – uma redução de mais de 20%. Se descontadas as quantidades negociadas por JBS e FB/J&F, para computar apenas as negociações de terceiros, a queda é de mais de 30%, de 23,2 milhões para 15,6 milhões de compras e vendas¹⁹.

120. Esses episódios mostram como é frágil a hipótese de que as operações de JBSS3 por JBS e FB/J&F teriam induzido terceiros a negociar o papel. Como visto, no mínimo em duas ocasiões chega-se a observar o comportamento oposto (e expressivo): na primeira, as empresas reduzem suas negociações de um dia para o outro, e a quantidade total sobe; na segunda, aumentam suas negociações e a quantidade total cai.

121. Com isso, não há evidência sequer de indução de terceiros a negociar – independentemente até da discussão sobre a indução ter-se dado por meio legítimo ou enganoso. Assim, verifica-se a ausência de elemento essencial do tipo infracional, o que é mais um fundamento para concluir pela inocorrência de manipulação de preços.

IV.V. CONCLUSÃO SOBRE ACUSAÇÃO DE MANIPULAÇÃO DE PREÇOS

122. Pelo exposto, com base nas considerações adicionais e com as ressalvas pontuais indicadas nesta seção, voto com o Relator pela absolvição de Joesley Batista e de Wesley Batista, bem como de J&F Investimentos S.A., atual denominação da FB Participações S.A., quanto à acusação de prática de manipulação de preços (Instrução 08/79, I c/c II, “b”).

ações em 28.04. Como a tese acusatória é de que a influência a terceiros se dá pela atuação conjunta de JBS e FB/J&F, seria possível considerar que todas as operações do dia 28.04 foram de terceiros, pois JBS não comprou nesse dia. A variação de volume do dia 27.04 para o dia seguinte, se descontadas apenas as quantidades comuns a JBS e FB/J&F, seria de 6,9 milhões para 18 milhões.

¹⁹ Novamente, no mínimo, pela mesma lógica exposta na nota de rodapé imediatamente acima. Nessa ocasião, porém, a diferença seria menos expressiva. Descontadas apenas as quantidades comuns, a queda seria de 24,2 milhões para 15,7 milhões.



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

V. ABUSO DO PODER DE CONTROLE E QUEBRA DO DEVER DE LEALDADE

123. Início esta seção final com breve comentário sobre como é curioso que sejam tratados como conceitos distintos o abuso do poder de controle e a quebra do dever de lealdade pelo controlador. Independentemente de como possa ser chamado ou organizado em diferentes sistemas jurídicos, o que chamamos de “dever de lealdade” é inerente ao que chamamos de “poder de controle”, pelas necessidades e limitações materiais de qualquer arranjo negocial em que alguém decida por um patrimônio não exclusivamente seu para buscar ganhos comuns. Trato mais a fundo dessa discussão no tópico V.I. a seguir.

124. As acusações de abuso do poder de controle e quebra do dever de lealdade neste processo são indissociáveis das acusações das teses principais de *insider trading* e manipulação de preços. Os fundamentos pelos quais voto pelas absolvições naquelas imputações têm os mesmos efeitos sobre estas.

V.I. “ABUSO DO PODER DE CONTROLE -

125. FB/J&F é acusada por abusar do seu poder de controle ao vender as ações JBSS, de forma a beneficiar a si próprio enquanto acionista. A conduta violaria, para a Acusação, o caput do art. 117 da Lei das S.A., combinado com o art. 1º, XIII, da Instrução 323/2000.

126. Diz a Instrução 323/2000, pelos dispositivos citados acima, ser exercício abusivo do poder de controle “*a compra ou a venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia, de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas*”.

127. A base legal seria o caput do art. 117 da Lei das S.A. Porém, não há no dispositivo atribuição de competência regulatória para a CVM criar modalidades de exercício abusivo do poder de controle. Assim, apesar de a Instrução 323/2000 afirmar em seu preâmbulo ter sido editada com fundamento no art. 8º, I, da Lei 6.385/76, não vejo como considerá-la compatível com o teor do dispositivo citado, que dispõe competir à CVM regulamentar “*as matérias expressamente previstas*” no próprio diploma e na Lei das S.A.



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

128. Isto não significa afastar a aplicabilidade da Instrução 323/2000. Mas para que não se cogite de aplicar pena por tipo infracional criado sem competência estabelecida em lei, parece-me que as condutas descritas na regulamentação precisam ser compatíveis com os limites existentes na lei, e usados para aplicação de penalidades *em conjunto* com dispositivo legal que lhe dê suporte. O dispositivo em que se quis encaixar a conduta, por exemplo, nem seria necessário diante do que já dispõe, com largo alcance, a lei societária.

129. A lista de condutas descritas no §1º do art. 117 da Lei das S.A., para fins de responsabilização civil, é reconhecidamente exemplificativa. Para fins do âmbito punitivo, porém, parece-me que só pode ser lida como exaustiva. Substancialmente, tal leitura não implica mudanças. É possível manter um regime em que condutas não previstas no rol do art. 117 sejam tanto puníveis quanto passíveis de responsabilização patrimonial, sob a mesma fundamentação jurídica de responsabilização ou punição por abuso no poder de controle que a ampliação do rol sem previsão legal quis alcançar.

130. Note-se que a mesma fundamentação *jurídica* não requer o uso do *mesmo dispositivo legal*. A ideia de que seria necessário ampliar o rol do art. 117 para aplicar penalidades não expressamente previstas parece perder a oportunidade de fazer bom uso da notável sistematicidade da lei societária. A Seção IV da lei é o subconjunto harmônico de regras que trata mais especificamente do acionista controlador. Os dois artigos que o compõem são complementares: o 116 fala do poder de controle e dos deveres que o acompanham, o 117 fala das consequências de descumpri-los. São duas faces da mesma moeda. O poder de controle pressupõe o dever de lealdade; abusar do primeiro é descumprir o segundo.

131. A conduta prevista no inciso XIII do art. 1º da Instrução 323, negociar valores mobiliários da própria companhia em benefício de apenas parte dos titulares do capital, subsume-se confortavelmente ao amplo dever de lealdade previsto no art. 116 (violando-o), e mesmo na alínea “c” do art. 117, §1º, como “*adoção de decisão que não tem por fim o interesse da companhia*” e “*causadora de prejuízo a acionistas minoritários*” (pois, a rigor, mesmo que os termos de tal negociação fossem benéficos para um grupo sem nominalmente impor prejuízos para outros, os não destinatários do benefício teriam perdas indiretas de duas categorias: os custos gerais 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

transação e principalmente o custo de oportunidade da atuação dos administradores. Estes seriam divididos por toda a base acionária e os benefícios concentrados em apenas parte dela).

132. O ponto, em suma, é que para usar tipos regulatórios de maior especificidade que não contem com competência regulatória expressa em lei (como a Instrução 323), sem incidir em ilegalidade das penas, é preciso que sejam acompanhados de algum dispositivo legal que por si só já incida, de maneira mais genérica, sobre a conduta. Na acusação aqui tratada, invocou-se o caput do art. 117, que não prevê conduta. A imputação nesse caso deveria ter sido ao art. 116, § único.

133. Em todo caso, tivesse havido tal imputação, tem-se aqui a mesma situação já tratada nas acusações sobre o *insider trading*: a quebra do dever de lealdade pela única conduta dos autos, que é enquadrada sob diversos ângulos como diversos ilícitos neste processo. Esta, por sinal, é essencialmente a mesma acusação que a enquadrada como prática de *insider trading*. As mesmas negociações, pelos mesmos prejuízos alegados, pela violação do mesmo dever de lealdade. O uso de informação privilegiada é a infração mais grave, o que se constata objetivamente pela criminalização da prática. Realizar as operações com JBSS3, com a intenção e os efeitos que configurariam deslealdade, seria a infração meio para praticar a infração fim. Nesses termos, esta infração seria absorvida pela mais grave, pelo fenômeno da consunção.

134. Por essas as razões, voto pela absolvição da J&F Investimentos S.A., sucessora da FB Participações S.A., da acusação de abuso no poder de controle (art. 117 da Lei das S.A., c/c art. 1º, XIII da Instrução 323/2000).

VI. QUEBRA DE LEALDADE POR NEGOCIAÇÃO EM PERÍODO VEDADO

VI.I. CAPITULAÇÃO REDUNDANTE. BIS IN IDEM E NÃO CONCURSO FORMAL

135. Como mencionei na introdução deste voto, divirjo dos entendimentos do eminente Diretor Relator quanto a acusação de quebra do dever de lealdade do acionista controlador, sob a Lei das S.A., art. 116, parágrafo único), por negociação em período vedado, formulada sob o art. 13, §3º, II, da Instrução 358/02.



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

136. Parto, para tanto, da recapitulação de todas as acusações formuladas à FB Participações neste processo:

- a. **violar seu dever de lealdade** enquanto controladora da JBS (LSA, art. 116, p.u.), ao **vender ações JBSS3 de posse de informação privilegiada** (Instrução 358, art. 13, *caput*);
- b. **abusar do seu poder de controle ao vender ações JBSS3 de forma a beneficiar a si próprio enquanto acionista** (LSA, art. 117, *caput*, c/c Instrução CVM 323, art. 1º, XIII)
- c. **violar seu dever de lealdade** enquanto controladora da JBS (LSA, art. 116, p.u.), ao **vender ações JBSS3 durante execução do programa de recompra** da JBS (Instrução 358, art. 13, §3º, II);
- d. concorrer para **manipulação de preços**, ao **vender ações JBSS3 durante execução do programa de recompra** da JBS (Instrução 08/79, I c/c II, “b”)

137. Como desenvolvido na seção anterior, abuso no poder de controle é apenas outra forma de se referir a violação do dever de lealdade do controlador. O dever de lealdade compõe o poder de controle. Se com uma conduta o controlador viola esse dever, com a consequência econômica de prejuízo aos minoritários, e sob a tutela de um mesmo bem jurídico violado, não há duas infrações. Toda conduta que se enquadre em algum exemplo do art. 117 representa uma violação do art. 116 § único²⁰. Tratar a incidência no art. 116, § único, como um ilícito, e a incidência no 117 como outro, cumulando as penas, é exemplo cristalino de *bis in idem*. A violação é uma só e a pena só pode ser também uma.

138. Quanto a isso, o nobre Diretor Relator já votou, e este voto é mesmo sentido, pela inocorrência de violação de dever de lealdade nas vendas das ações JBSS3 pela J&F/FB para a JBS. A conduta de transacionar as ações ali foi analisada sob o prisma da obtenção de benefícios

²⁰ Em âmbito punitivo, a recíproca não é verdadeira, já que o dever previsto no parágrafo único do art. 116 é mais amplo que os exemplos do art. 117.



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

em detrimento da companhia, onde se concluiu não ter havido violação. Protege-se basicamente o direito de propriedade do investidor, e, de modo reflexo, a confiabilidade do mercado de capitais.

139. Também concluí na seção anterior (§§125-134), como o Relator, que essa mesma conduta, quando analisada pelo prisma de quebra do dever de lealdade devido ao uso de informação privilegiada, não representou qualquer violação ao dever de lealdade do controlador, nos termos do art. 116, § único. Aqui, adicionalmente aos supostos prejuízos que teriam sido ocasionados pela infração descrita no parágrafo anterior, relativos aos bens jurídicos da propriedade e da confiabilidade do mercado de capitais, são também tutelados os bens jurídicos específicos do regime de vedação ao uso de informação privilegiada.

140. Por fim, a mesma conduta de vender pela FB/J&F as ações JBSS3 para a JBS foi analisada sob enfoque autônomo da manipulação de preços, que protege direitos e interesses bastante distintos.

141. Foquemos, agora, na vedação específica tratada neste item, de vender ações enquanto a controlada tem plano de recompras em execução. Ela tem os objetivos gerais comuns às demais vedações da Instrução 358/02: evitar que negociações ocorram em situações em que haja tendência ou facilidade de uso de informação privilegiada. Outro objetivo é evitar interferências fraudulentas na formação de preço.

142. As acusações deste processo, por sinal, oferecem exemplos que parecem ter sido moldados a compreender a *ratio* dessa vedação. Entendem os que defendem a desejabilidade desse modelo regulatório que a circunstância de um acionista controlador saber que a controlada estará, economicamente ao menos, na outra ponta, lhe permite adotar estratégias abusivas, fraudulentas ou que façam uso de informação privilegiada. Tanto assim, que a acusação trata essa violação como ocasião de descumprimento do dever de lealdade do controlador.

143. Todas as acusações neste processo, à exceção apenas da que acusa Wesley de fazer o *insider* reverso, representam ilícitos que a vedação ora examinada visa a evitar: distorção ou mesmo manipulação de preços, vendas a preços acima do valor justo (sob a hipótese de que a



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

controlada atue em concerto), e que o controlador possa despejar na controlada suas ações quando de posse de informação que lhe permita antever a queda.

144. Há dois aspectos que destaco para analisar se há materialidade. O primeiro é a suposta violação ao dever de lealdade. Se esse dever pode ser violado com a venda pelo controlador contemporânea à compra pela controlada, fato é que as demais acusações examinaram a fundo, por exame da substância das operações, a ocorrência das irregularidades que a proibição quer evitar.

145. Esse exame se deu em concreto, por análise da materialidade das condutas: verificou-se que a controladora não usou informação para beneficiar-se em detrimento da controlada; foi também verificado que não houve a manipulação de preços (o que também afasta o abuso por ângulo independente da vantagem informacional).

146. Essa análise *a posteriori*, ou seja, de verificação empírica, em concreto, substancial, material, é um atestado mais confiável de não ter havido violações a direitos, do que a simples observância de uma conduta, despida de elemento subjetivo e produção de qualquer resultado, que apenas *tem o potencial* de ser usada para propósitos ilícitos, levando reguladores a considerá-la ilícita *a priori* de qualquer demonstração de lesão a bem jurídico. É mais um pedaço da parte submersa do grande iceberg do conflito formal, de que as posições mais extremas quanto ao art. 115 da Lei das S.A. são apenas a parte acima da linha d'água.

147. Em suma, o exame das demais acusações revela que não houve como resultado concreto aquilo que a norma visa a evitar. Nesses termos, voto pela inocorrência dessa infração.



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

VII. CONCLUSÃO

148. Infelizmente, a acusação de prática de *insider trading* neste processo é um exemplo de como não se montar um caso. Ainda mais num processo que se autoproclama o “*caso mais grave de uso indevido de informação privilegiada e manipulação de preços*” da história do País (§173 do termo de acusação). Talvez isso tenha sido em parte resultado exatamente dessa repercussão: as pressões midiáticas podem ter afetado a percepção de quem nele atuou. Deixou-se de verificar efeitos de soluções consensuais noutras companhias, não foram examinadas demonstrações financeiras básicas da companhia acusada, afirmou-se que o efeito câmbio e bolsa era totalmente previsível sem um mínimo de argumentação. Registre-se a crítica, no melhor intuito de que seja construtiva.

149. Que não se confunda, apenas, ausência de materialidade ou insuficiência probatória com evidência de preparo descuidado: são resultados esperados e contribuem para a eficácia do sistema regulatório. Absoluções reforçam a percepção da justiça de condenações e vice-versa. Felizmente, este mesmo processo também contém um exemplo no sentido oposto. É notável a qualidade do trabalho referente à acusação de manipulação de preços. Independentemente da conclusão a que se chega no julgamento, a mensagem para a sociedade é mais crível e educativa quando a acusação atua com a dedicação e o capricho exibidos como na vasta maioria de processos sancionadores desta casa. Processos bem instruídos atendem melhor o anseio de justiça da sociedade, nas punições e nas absolvições; o problema dos mal instruídos é que a conclusão só pode ser uma, e geram sensação de injustiça quando há percepção de que havia algo de errado. E o grande risco é que absolvições percebidas como injustas, um problema já bem grave, geram pressões de todos os tipos por algo imensamente pior, que são as condenações injustas.

Rio de Janeiro, 29 de maio de 2023.

João Accioly

Diretor