



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

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 da FB Participações S.A. com ações de emissão da JBS S.A.

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Voto: Diretora Flávia Perlingeiro

VOTO VISTA

I INTRODUÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela SPS¹ e pela PFE-CVM (em conjunto, “Acusação”), para apurar responsabilidades que foram imputadas pela Acusação a: (i) **Joesley Mendonça Batista** (“Joesley Batista”), na qualidade de diretor presidente da FB Participações S.A. (“FB Participações”) e de presidente do conselho de administração (“CA”) da JBS S.A. (“JBS”), por (a) ter comandado, de posse de informação privilegiada atinente à negociação e à celebração de acordo de colaboração premiada por executivos e acionistas controladores da JBS (“Delações Premiadas” e, a informação sigilosa a esse respeito, “Informação Privilegiada”), a venda de ações de emissão da JBS (JBSS3) por sua controladora – FB Participações –, em violação ao art. 155, §1º², da Lei nº 6.404, de 15.12.1976 (“LSA”) c/c o art. 13, *caput*³, da Instrução CVM (“ICVM”) nº 358, de 03.01.2002, então vigente⁴; e (b) ter concorrido para manipulação de preços, que manteve de forma

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no voto do Diretor Relator ou no Relatório, conforme o caso.

² Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...) § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

³ Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

⁴ A ICVM nº 358/2002 foi revogada e substituída pela Resolução CVM (“RCVM”) nº 44, de 23.08.2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

dolosa a cotação das ações JBSS3, em violação aos itens I c/c II, alínea “b”, da ICVM nº 8/1979⁵, então vigente⁶; (ii) **Wesley Mendonça Batista** (“Wesley Batista”), na qualidade de diretor presidente da JBS e membro do CA da FB Participações, por (a) ter concorrido para manipulação de preços, que manteve de forma dolosa a cotação das ações JBSS3, em violação aos itens I c/c II, alínea “b”, da ICVM nº 8/1979; (b) de posse de informação privilegiada e ao participar da manipulação da cotação das ações JBSS3 de forma a beneficiar a controladora FB Participações, da qual integrava o quadro societário, ter infringido o seu dever de lealdade, em violação ao art. 155, §1º, da LSA; e (c) ter comprado, em nome da JBS, ações JBSS3, de posse de informação privilegiada, em violação ao art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002; e (iii) **FB Participações S.A.**, maior acionista e controladora da JBS, incorporada pela J&F Investimentos S.A. (“J&F”), que veio então a sucedê-la no polo passivo deste PAS, por (a) ter negociado ações JBSS3 de posse da mesma informação privilegiada antes referida, caracterizando quebra do dever de lealdade do controlador, em violação ao art. 116, § único⁷, da LSA c/c o art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002; (b) ter negociado ações JBSS3 em período vedado para negociação por força do programa de recompra de ações da JBS, caracterizando quebra do dever de lealdade do controlador, em violação ao art. 116, § único, da LSA c/c o art. 13, §3º, II, da ICVM nº 358/2002⁸; (c) ter abusado do seu poder de controle ao ter vendido ações JBSS3, de forma a beneficiar a si própria enquanto acionista, em violação ao art. 117, *caput*, da LSA c/c o art. 1º, XIII⁹, da ICVM nº 323/2000¹⁰, então vigente¹¹; e (d) ter concorrido para manipulação de preços que manteve de forma dolosa a cotação das ações JBSS3, em violação aos itens I c/c II, alínea “b”, da ICVM nº 8/1979.

⁵ I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda; (...).

⁶ A ICVM nº 8/1979 foi revogada e substituída pela RCVM nº 62, de 19.01.2022.

⁷ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas (...), ou sob controle comum, que: (...) Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

⁸ §3º A vedação do *caput* também prevalecerá: (...) II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.

⁹ Art. 1º São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM: (...) XIII – a compra ou a venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia, de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas; (...).

¹⁰ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

¹¹ A ICVM nº 323/2009 foi revogada pela RCVM nº 2, de 06.08.2020, como parte do processo de revisão e a consolidação dos atos normativos trazido pelo Decreto nº 10.139/2019.



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

2. Iniciado o julgamento deste PAS na sessão de 29.05.2021, pedi vista dos autos para examinar mais detidamente o conjunto fático-probatório subjacente, notadamente quanto ao cotejamento e sopesamento entre os indícios apontados pela Acusação e os contraindícios trazidos pelas defesas dos Acusados e seus reflexos na análise das controvérsias em questão.

3. Na ocasião, os demais membros do Colegiado optaram por antecipar seus votos, tendo, assim, formado maioria em favor: (i) da condenação da J&F, na qualidade de sucessora da FB Participações, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 500.000,00, por infração ao art. 13, §3º, II, da ICVM nº 358/2002 c/c o art. 116, § único, da LSA, por ter negociado ações JBSS3 em período vedado por força do Programa de Recompra de Ações da JBS; e (ii) pela absolvição de todos os Acusados em relação a todas as demais imputações feitas pela Acusação no âmbito deste PAS.

4. De todo modo, ainda que este voto possa não repercutir sobre o resultado do julgamento, cabe-me apresentar a minha visão sobre as condutas objeto das acusações formuladas neste PAS, bem como acerca das razões e dos fundamentos que adoto para, respeitosamente, explicitar os aspectos de mérito em relação aos quais tenho entendimento distinto, nada acrescentando quanto às preliminares.

II ORIGEM

5. Este PAS originou-se do Inquérito Administrativo (“IA”) CVM nº 19957.005390/2017-90, instaurado em 30.05.2017, que teve por objeto a “*apuração de eventual uso indevido de informação privilegiada em negócios da FB Participações S.A. com ações de emissão da JBS S.A., e de aquisição de ações de sua emissão, pela própria companhia, entre fevereiro e maio de 2017*”.

6. No âmbito das investigações, a Acusação teve interações com os Acusados, a J&F, a JBS, funcionários e outros administradores da JBS, diversas corretoras e instituições financeiras, a BM&F Bovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), o Ministério Público Federal (“MPF”) e a Polícia Federal¹².

7. Ao final, ao ver da SPS e da PFE-CVM, foram reunidos elementos de materialidade e autoria necessários à configuração dos ilícitos de que se trata, tendo assim lavrado o Relatório nº 1/2017-CVM/SPS/GPS-3, em 25.10.2017 (“RI” ou “Peça de Acusação”)¹³.

8. Este PAS é conexo a outros três processos sancionadores, dois dos quais também tiveram seus

¹² Em atenção a pedido feito pela Polícia Federal, o MM. Juízo Federal da 6ª Vara Criminal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e em Lavagem de Valores de São Paulo, no âmbito do Inquérito Policial IPL 0120/2017 – DELECOR/SR/PF/SP (0007054-83.2017.403.6181), determinou o compartilhamento dos elementos de prova relativos aos processos em trâmite na CVM, informados no Comunicado ao Mercado nº 02/2017, disponibilizado no *site* da CVM (Doc. 0371398). Esse mesmo Juízo também autorizou mandado de busca e apreensão nas empresas JBS, FB Participações e J&F, que culminou na “Operação Tendão de Aquiles” da Polícia Federal, tendo autorizado o compartilhamento das informações colhidas com a CVM, inclusive com a participação da Autarquia no cumprimento dos mandados (Doc. 0371401).

¹³ Doc. 0380862.



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

juizamentos iniciados em 29.05.2023 e suspensos em razão de pedidos de vista por mim apresentados.

9. Tais dois processos tratam de operações com derivativos no mercado de valores mobiliários, alegadamente realizadas com base na mesma informação privilegiada atinente a negociação e celebração da Delações Premiadas por executivos e acionistas controladores indiretos da JBS¹⁴.

10. O terceiro PAS conexo dizia respeito à alegada falta de diligência de membros do CA da JBS no monitoramento da Política de Hedge da companhia, em infração ao art. 153 da LSA¹⁵, sendo sido suspenso por força da celebração de termo de compromisso com os acusados, em 05.10.2023¹⁶, ora em fase de verificação do respectivo cumprimento¹⁷.

III NEGOCIAÇÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS OBJETO DESTES PAS

11. Todas as infrações objeto deste PAS dizem respeito a negociações com ações JBSS3, ocorridas entre 20.04 e 17.05.2017 (“Período Suspeito”). O dia 17.05.2017 veio a ficar notoriamente conhecido como “Joesley Day”, diante dos impactos da divulgação das Delações Premiadas sobre o mercado e o

¹⁴ Trata-se dos seguintes processos: (i) PAS CVM 19957.005388/2017-11, tendo como acusados Wesley Batista, JBS, Seara Alimentos Ltda. e Eldorado Brasil Celulose S.A. (“Eldorado”), em que se apura responsabilidade por operações com uso de práticas não equitativas, em violação à ICVM nº 8/1979, II, alínea “d”, em operações com derivativos de dólar; e (ii) PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, tendo como acusados Emerson Fernandes Loureiro, Joesley Batista e J&F, em que se apura responsabilidade por suposto uso de práticas não equitativas (ICVM nº 8/1979, II, alínea “d”) em operações com derivativos de taxa de juros realizadas pelo Banco Original S.A.

¹⁵ Trata-se do PAS CVM nº 19957.001225/2018-40, em que figuram como acusados Joesley Batista, Wesley Batista, José Batista Sobrinho, Humberto de Farias e Tarek Farahat. A motivação para a realização do julgamento em separado foi explicitada no voto do Diretor Relator, no início do julgamento do PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, valendo destacar os seguintes trechos: “9. *Diferentemente dos 3 (três) primeiros processos acima indicados, a realização de negócios jurídicos por suposta influência do Acordo de Colaboração Premiada não constitui o núcleo da imputação do PAS CVM nº 19957.001225/2018-40 — que versa tão somente sobre deveres fiduciários de conselheiros de administração da JBS. 10. Com efeito, por mais que os processos estejam ligados por circunstâncias fáticas (Resolução CVM nº 45, art. 36, II), (...) não se analisará, nesse último, a motivação ou legalidade das referidas operações, e sim o cumprimento dos deveres fiduciários pelos conselheiros de administração da JBS. 11. Ademais, destaco que está em curso, no PAS CVM nº 19957.001225/2018-40, a análise de propostas de termo de compromisso apresentadas por todos os acusados. (...) 14. Ademais, foram proferidos, recentemente, despachos de indeferimento de produção de provas nos PAS CVM nos 19957.005388/2017-11 e 19957.005390/2017-90 e, em relação aos PAS CVM nos 19957.003549/2018-12 e 19957.001225/2018-40, não existem pleitos de produção de provas a serem apreciados. Dessa forma, verificado o encerramento da fase probatória de todos os processos em questão, não vislumbro “risco de prolação de decisões contraditórias ou conflitantes casos decididos separadamente” (Resolução CVM nº 45/01, art. 36, §6º, II). (...) 17. Dessa forma, em atenção ao princípio da eficiência processual e razoável duração do processo, não vislumbro prejuízos no julgamento dos processos (...) antes do PAS nº 19957.001225/2018-40 — que, ressalta-se, possui propostas de termo de compromisso de todos os acusados ainda pendente de análise —, em linha com prática já adotada por esta Autarquia”.*

¹⁶ Doc. 1897073. As propostas aceitas pelo Colegiado na reunião ordinária de 15.08.2023 contemplaram o pagamento de contrapartidas, no total de R\$ 12.712.000,00 (doze milhões e setecentos e doze mil reais), assim distribuído: i) José Batista Sobrinho: R\$ 1.680.000,00; ii) Joesley Batista: R\$ 2.800.000,00; iii) Wesley Batista: R\$ 4.200.000,00; iv) Humberto de Farias: R\$ 2.016.000,00; e v) Tarek Farahat: R\$ 2.016.000,00.

¹⁷ Após a apresentação dos comprovantes de pagamento pelos compromitentes, foi proferido, em 27.10.2023, despacho da Gerência de Controladoria e Contabilidade considerando presentes todas as condições autorizativas para o ateste do cumprimento das obrigações pecuniárias pactuadas.



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

cenário político. No Período Suspeito, a FB Participações figurou como vendedora nas negociações que realizou e a JBS como compradora, em suas transações¹⁸. A seguir, constam as quantidades de ações compradas e vendidas no período citado, e as respectivas datas em que ocorreram as negociações:

Quadro III – Negócios com ações da JBS (JBSS3) pela FB Participações e pela JBS

Data	FB Participações (venda de ações)	JBS (venda de ações)	JBS (compra de ações)
20.04.2017	1.517.000	-	-
24.04.2017	6.165.000	-	4.891.600
25.04.2017	9.225.600	-	4.802.700
26.04.2017	5.820.700	-	4.823.900
27.04.2017	3.355.300	30.500	4.829.400
28.04.2017	5.693.900	-	-
16.05.2017	984.900	-	-
17.05.2017	3.635.000	-	3.689.900
Total	36.397.400	30.500	23.037.500

12. Tanto as vendas quanto as compras de ações JBSS3 foram realizadas em bolsa. Diante dos volumes operados, verificou-se, ainda, que, em parte dos negócios, a FB Participações e a JBS chegaram a figurar como contrapartes, entre si.

IV CORRELAÇÃO ENTRE O *INSIDER TRADING* E A MANIPULAÇÃO DE PREÇOS

13. Segundo a Acusação, Joesley Batista e FB Participações fizeram uso indevido da Informação Privilegiada, no âmbito das vendas de ações JBSS3 realizadas no Período Suspeito e Wesley Batista fez uso da Informação Privilegiada no âmbito das compras de ações JBSS3 pela JBS.

14. Além disso, Wesley Batista teria praticado, em conluio com os demais acusados, manipulação de preços mediante compras de ações JBSS3, pela JBS, no Período Suspeito, com o intuito de manter ou elevar a sua cotação e impedir, com isso, que o papel sofresse oscilação atípica, em virtude do expressivo volume de ações JBSS3 que estava sendo vendido pela FB Participações, no mesmo período.

15. Nesse sentido, a acusação de manipulação de preços pressupõe uma união de desígnios entre os Irmãos Batista¹⁹. Para a Acusação, Wesley Batista, ao comandar as recompras de ações JBSS3 pela JBS, sabia que Joesley Batista comandava as vendas de ações JBSS3, pela FB Participações, e vice-versa²⁰.

¹⁸ Exceto em uma única data, no período em questão, em que vendeu ações JBSS3, porém em quantidade ínfima (30.500 ações), comparativamente as compras realizadas no mesmo período.

¹⁹ Neste voto, Joesley Batista e seu irmão, Wesley Batista, serão, por vezes, referidos, em conjunto, como “Irmãos Batista”.

²⁰ Como destacado na Peça de Acusação, as características dos negócios denotariam que houve “conluio, ajuste e combinação entre ambos”, tendo em vista que, “no mesmo período em que se colocou em prática a venda dos ativos pertencentes a FB



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

16. A manipulação de preços teria restado configurada porque, concomitantemente, estava em curso a prática de *insider trading*, a partir da posse da Informação Privilegiada atinente às Delações Premiadas celebradas pelos Irmãos Batista, que acenava com a futura desvalorização das ações JBSS3²¹.

17. Tal como no *insider trading*, os Irmãos Batista almejavam, ainda, com a manipulação, beneficiar economicamente a FB Participações e, indiretamente, a si próprios. A infração serviria não apenas para “mascarar” a cotação em bolsa das ações JBSS3, mas, ao mesmo tempo, para maximizar o retorno a ser obtido com vendas que eram concomitantemente realizadas durante o Período Suspeito.

18. Em ambos os casos, a Informação Privilegiada teria sido utilizada indevidamente, nos negócios com as ações JBSS3, para obtenção de vantagem em favor da FB Participações e, em última instância, dos Irmãos Batista, que eram os seus controladores indiretos.

19. Essas circunstâncias específicas do caso são relevantes para a análise, como abordado adiante.

20. Começo, então, a análise de mérito pela acusação de prática de *insider trading*.

V INFRAÇÃO PELO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (*INSIDER TRADING*)

21. Como já tive oportunidade de pontuar em outros casos, a caracterização da infração pelo uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) na esfera administrativa, consoante entendimento reiterado do Colegiado da CVM²², se compõe pelos seguintes elementos: (i) a existência de uma informação relevante, ainda não divulgada ao mercado; (ii) a posse de tal informação (que envolve a questão do acesso); e (iii) sua efetiva utilização em uma negociação com valores mobiliários do emissor ao qual à informação se refere, com a finalidade de auferir vantagem indevida para si ou para terceiros²³,

Participações, passou-se a executar o programa de recompra de ações aprovado pela Companhia havia mais de dois meses e que não tinha sido utilizado até então”.

²¹ Sobre a possibilidade de coexistência ou correlação entre os ilícitos de *insider trading* e manipulação de preços, vale citar, *mutatis mutandis*: “(...) nada impede que alguém associe a manipulação ao *insider trading*. Por forma a preservar a natureza privilegiada da informação alguém pode dar sinais enganadores ao mercado por via de informações enganosas ou falsas. A manipulação assume-se neste caso como um instrumento de proteção ao *insider trading*. Inversamente, alguém pode usar informação privilegiada para manipular o mercado com maior segurança. Neste caso, a manipulação foi possível, pelo menos nos termos em que ocorreu, graças à informação privilegiada” (grifos adotados) (VEIGA, Alexandre Brandão da. Crime de manipulação, defesa e criação de Mercado. Coimbra: Almedina, 2001, pp. 154-155).

²² P. ex., PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, j. em 21.03.2023; PAS CVM nº RJ2018/4967, j. em 11.05.2021; PAS CVM nº SP2019/0333, j. em 01.12.2020; PAS CVM nº RJ2016/7189, j. em 16.06.2020; PAS CVM nº RJ2015/9443, j. em 04.06.2019; PAS CVM nº RJ2014/0578, j. em 27.05.2019; PAS CVM nº 26/2010, j. em 27.11.2018; PAS CVM nº RJ2014/3616, j. em 13.11.2018; PAS CVM nº RJ2015/13651, j. em 20.02.2018; PAS CVM nº RJ2014/3401, j. em 05.12.2017; PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017; PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13.09.2016; PAS CVM nº RJ2011/3823, j. em 09.12.2015; PAS CVM nº RJ2013/2714, j. em 07.10.2014; PAS CVM nº 13/09, j. em 13.12.2011; PAS CVM nº 15/04, j. em 07.07.2009; PAS CVM nº 24/05, j. em 07.10.2008; PAS CVM nº 04/2004, j. em 28.06.2006; e PAS CVM nº 17/2002, j. em 25.10.2005.

²³ Em alguns dos precedentes (inclusive em casos de minha relatoria), o elemento referido no item (iii) é apresentado em dois elementos destacados (separando o uso da finalidade), porém, sem que especificamente disso tenha decorrido qualquer diferença substancial ou mesmo qualquer impacto na análise e conclusão dos casos concretos.



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

erigidos a partir da disciplina prevista no art. 155, §§ 1º e 4º²⁴ da LSA e, no plano infralegal, no art. 13 da ICVM nº 358/2002²⁵, além do dolo, como elemento subjetivo indispensável.

22. Consoante o art. 157, §4º, da LSA e o art. 2º da ICVM nº 358/2002 (e atual art. 2º da RCVM nº 44/2021), a informação relevante é entendida como pertinente a fato ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia emissora dos valores mobiliários, capaz de influir de modo ponderável na cotação desses valores mobiliários ou na decisão dos investidores de comprar, vender ou mantê-los ou de exercer direitos a eles inerentes; podendo abranger não só qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, como qualquer outro ato ou fato de caráter político administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro.

23. Diante da dificuldade probatória inerente à natureza dessa infração, a CVM consolidou em precedentes a adoção de um sistema de presunções relativas (*juris tantum*)²⁶, cuja incidência varia de acordo com o tipo de *insider* envolvido (primário ou secundário) e as circunstâncias do caso²⁷.

24. Sendo assim, aplicam-se aos *insiders* primários as seguintes presunções: (i) que eles têm acesso a todas as informações relevantes da companhia (presunção de acesso); e (ii) que, quando negociam valores mobiliários antes da divulgação das informações privilegiadas, delas se utilizam com o intuito de obter vantagem para si ou para outrem (presunção de uso). Há, ainda, referência, em julgados do Colegiado, à presunção de que em certos períodos há informação privilegiada, sendo neles vedada a negociação com valores mobiliários da companhia aos sujeitos a tal presunção²⁸.

²⁴ § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

²⁵ Como dito, a ICVM nº 358/2002 foi revogada e substituída pela RCVM nº 44/2021. Para fins deste voto, considerando o regime aplicável aos fatos, não serão abordadas as alterações trazidas pela RCVM nº 44/2021.

²⁶ Embora a ICVM nº 358/2002 não estabeleça de modo expresso presunções propriamente ditas e sim elenque uma série de vedações à negociação em circunstâncias que, potencialmente, podem envolver o uso de informação privilegiada, a CVM progressivamente consolidou entendimento de que tais vedações deveriam ser interpretadas como presunções relativas, ou seja, que admitem prova em contrário, de modo a compatibilizá-la com os dispositivos legais que tratam do tema (entendimento que foi refletido na RCVM nº 44/2021).

²⁷ Como bem historiam Guilherme Setoguti e Isabella Bortoletto: “(...), o regime de presunções que se opera acerca da conduta desenvolveu-se mediante a evolução do entendimento da jurisprudência da CVM (...), que convergia no sentido de que o artigo 13 da referida instrução estabelecia tão somente presunções relativas. (...) O estabelecimento de um regime de presunções relativas no ilícito de Insider trading possibilitou a garantia de sanção de um ilícito cuja apuração probatória é dificultada, pois permite a facilitação da atividade probatória.” (“Standards probatórios no ilícito de insider trading: prova indiciária e regime de presunções da Resolução CVM Nº 44/2021” in Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais / Gustavo Machado Gonzalez (Coordenação) – São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2023, p. 177).

²⁸ Cf. PAS CVM nº 15/2010, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 08.12.2015. Em seu voto, o Diretor Relator elencou, a par da presunção de acesso e da presunção de uso, a “presunção de que em certos períodos, como os que antecedem a divulgação de resultados, ofertas públicas e aviso de fato relevante, há informação Relevante”. O voto referiu-se a situações nas quais ordinariamente são produzidas informações relevantes, que não são imediatamente publicadas, as quais ensejariam também a proibição de negociação, consoante previsto na ICVM nº 358/2002, como as reorganizações societárias (§3º, I) e quando das aquisições das ações de emissão da companhia pela própria companhia ou por partes relacionadas (§3º,



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

25. Com efeito, *insiders* primários têm normalmente acesso à informação atinente à companhia diretamente na fonte e o conhecimento necessário para avaliar a sua relevância. Note-se que não há um conceito legal de “*insider* primário”, porém, as normas da CVM já traziam contornos mais detalhados.

26. Consoante o art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002, já eram alcançados pela vedação ao *insider trading* não apenas a própria companhia aberta, seus acionistas controladores (diretos ou indiretos), administradores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, mas também “*quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante*”. Esses são usualmente chamados “*insiders* institucionais” ou “*corporativos*”, pois têm acesso à informação por estarem no interior da companhia.

27. Nos termos do §1º do referido art. 13 da ICVM nº 358/2002, ainda equiparado à categoria de *insider* primário, foram incluídas também outras pessoas com acesso direto à informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada. São referidos os que têm relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, como, por exemplo, auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição. Esses são usualmente também denominados “*insiders* primários temporários”²⁹.

28. *Insiders* secundários, por sua vez, estão alheios ao funcionamento da companhia e não têm acesso direto à informação (nem necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada), mas a recebem por meio de um *insider* primário ou de outro secundário ou, ainda, por acesso dito fortuito (esses últimos são também chamados de “*insiders* acidentais”)³⁰.

29. Assim, contra eles não opera a presunção de acesso à informação, mas o Colegiado da CVM já reconheceu que “*uma vez demonstrado o acesso a informação privilegiada, opera-se a presunção de uso, segundo a qual presume-se que aquele que negocia com a posse de informação privilegiada o faz com o intuito de obter vantagem indevida*”³¹.

30. Referidas presunções, conforme aplicáveis, podem ser corroboradas por provas reunidas pela

II), embora nesse último caso meu entendimento não seja totalmente coincidente, como será abordado mais à frente, neste voto. Adicionalmente, o §4º do art. 13 trata especificamente de operações pelos *insiders* primários com ações de emissão da companhia realizadas no período de quinze dias que antecede a divulgação de ITRs e de demonstrações financeiras.

²⁹ A estrutura da norma, entretanto, é um tanto assistemática, tendo em vista que o referido §1º tem redação abrangente, alcançando *insiders* secundários e, no trecho final, *insiders* primários temporários. Note-se que o referido art. 13 vai além, estendendo as vedações aos administradores que deixam a companhia (§2º).

³⁰ Nesse sentido: PAS CVM nº RJ2015/9443, de minha relatoria, j. em 04.06.2019. Por estarem “fora da companhia” os *insiders* secundários são também chamados de “*insiders* de mercado” ou “*outsiders*”. Os secundários estão previstos também no art. 155, §4º da LSA, que veda a “*utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários*”.

³¹ Cf. PAS CVM nº 19957.005704/2019-16, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 15.09.2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

acusação. Por outro lado, de todo modo, sendo relativas, tais presunções podem ser afastadas se o acusado apresentar provas em sentido contrário.

31. Tanto num caso quanto no outro, dada as características dessa infração, é comum que se faça uso de prova indiciária, a qual, por vezes, poderá ser a única prova disponível quanto ao acesso e uso da informação privilegiada³². Conseqüentemente, no exercício de livre convencimento motivado do julgador, deverão ser sopesados eventuais indícios e contraindícios trazidos aos autos³³, a fim de aferir se restam configuradas a materialidade e a autoria do ilícito administrativo³⁴.

32. As questões acima foram muito bem ponderadas pelo então Presidente Marcelo Barbosa, em sua manifestação de voto no PAS CVM nº RJ2015/13651, julgado em 20.02.2018:

“10. De acordo com a interpretação que vem sendo observada pelo Colegiado, o regulador, ciente da frequente dificuldade de se comprovar que a decisão de negociar foi motivada pelo conhecimento de informação privilegiada, e da alta probabilidade de, dadas as circunstâncias, determinados sujeitos terem acesso a informações relevantes, estabeleceu, no art. 13, um regime de presunções segundo o qual está autorizado a não mais do que presumir, conforme o caso, a existência de informação privilegiada, sua posse por determinadas pessoas ou, ainda, a utilização da informação privilegiada com a finalidade de obter vantagem indevida.
11. Como contrapartida a essas presunções, e ainda de acordo com o entendimento que vem prevalecendo, o regulador admite que o sujeito acusado pela prática de insider trading apresente provas, ou um conjunto robusto de contraindícios, suficientes para afastar cada uma dessas presunções, atestando a regularidade da sua conduta. Na ausência desse regime, a dificuldade de o regulador demonstrar a caracterização do uso desleal de informação privilegiada poderia até inviabilizar a punição desses ilícitos. Utilizadas de forma prudente, as presunções podem ser instrumentos de grande valia no desempenho da atividade sancionadora da CVM, em benefício da integridade do mercado de capitais.” (grifos adotados)

³² Como mencionado em precedentes, o primeiro inquérito administrativo da CVM (nº 01/1978), julgado em 02.02.1979, tratou da prática de *insider trading* por administradores da Servix Engenharia S/A, e, já naquela época, a condenação se deu com base em prova indiciária. Tal decisão foi submetida ao crivo do Poder Judiciário, que manteve a condenação ao declarar que diante de “*uma série de indícios veementes, perspicuos, formando um conjunto probatório convincente da prática do insider trading, incide, destarte, a regra do art. 155, e seus parágrafos, da Lei 6.404./76*”. (PARENTE, Norma Jonssen. Tratado de Direito Empresarial – VI - Mercado de Capitais. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2016, p. 613).

³³ Como destacado com muita propriedade por Francisco Müssnich e Ana Luiza Guimarães Mendonça: “*Ainda que a prova indiciária esteja, em larga medida, sujeita a valorações e interpretações subjetivas do julgador, diante da dificuldade em se produzir provas diretas sobre a autoria e materialidade do ilícito, conclui-se que o seu uso é mais do que necessário para impedir a impunidade dos insiders e garantir a efetividade da atuação da CVM na proteção da higidez do mercado. Isso não quer dizer, contudo, que o intérprete estará livre para valorar os indícios disponíveis nos autos da forma que melhor lhe aprouver. Suas conclusões acerca do caso deverão estar respaldadas em uma detalhada linha argumentativa, devidamente amparada em fundamentos jurídicos. Assim, ao fazer uso da prova indiciária, o julgador chama para si a responsabilidade de demonstrar com racionalidade que, diante dos fatos e das provas produzidas nos autos, há razoável certeza sobre a ilicitude da conduta do agente que se pretende responsabilizar pelo ilícito de insider trading. Nesses casos, é necessário que se demonstre que, tanto os argumentos de acusação quanto os de defesa, foram devidamente apreciados e sopesados, indicando os motivos pelos quais se decidiu seguir por um ou por outro caminho.*” (“O uso da prova indiciária em condenações administrativas pelo ilícito de *insider trading*” in Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais / Gustavo Machado Gonzalez (Coordenação) – São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2023, p. 171).

³⁴ v, p.ex., PAS CVM nº 19957.005966/2016-38, de minha relatoria, j. em 16.06.2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

33. Vale citar, ainda, sobre o tema, as seguintes considerações, feitas pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, no PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26.09.2017:

“14. O último elemento do tipo é a utilização da informação privilegiada na negociação com a finalidade de obter vantagem indevida. A demonstração do nexo causal entre a posse da informação privilegiada e a negociação é um dos pontos mais tormentosos dos casos de insider trading. Na maior parte dos casos, não será possível obter uma evidência documental acerca do estado mental do investidor no momento em que negociou em posse de informação privilegiada, para confirmar se a sua decisão foi, efetivamente, motivada, ou influenciada, por tal informação.

15. Em razão da dificuldade de produção de provas diretas que comprovem cada um dos elementos necessários para a caracterização do insider trading, a Instrução CVM nº 358/2002 incorpora uma série de presunções. Dentre elas, a presunção de que quem possui informação privilegiada e, antes da sua divulgação ao mercado, realiza operações com valores mobiliários de emissão da companhia, está negociando com base nessa informação, com a finalidade de obter vantagem indevida. (...)

18. Trata-se, é claro, de presunção relativa, que pode ser afastada caso existam provas (inclusive indiciárias) em contrário.” (grifos adotados)

34. Feitas essas observações iniciais sobre as características do ilícito administrativo de *insider trading* e as dificuldades inerentes à comprovação de sua ocorrência, passo a análise do caso concreto.

a) Informação relevante ainda não divulgada ao mercado

35. As Delações Premiadas, cuja negociação, celebração e homologação se deram no Período Suspeito, diziam respeito à apuração de crimes praticados por controladores, administradores ou prepostos da J&F e suas controladas, relativamente a assuntos de interesse daquele grupo empresarial, e com o alegado envolvimento, ainda, de relevantes agentes públicos.

36. A propósito, como bem destacou a Acusação no RI:

“32. O conteúdo do acordo de colaboração premiada noticiado pelo jornalista [L.J.] em 17.05.2017, envolvendo o Presidente da República [M.T.] e o Senador [A.N.], dentre outros agentes e órgãos públicos, não deixam (sic) dúvidas acerca da relevância da informação veiculada, de repercussão nacional. Aliás, este foi o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas da CVM (“SEP”) ao formular Termo de Acusação neste sentido (Processo Administrativo Sancionador nº 19957.007010/2017-51). Consoante a SEP, “não há dúvidas de que as informações referentes à celebração dos aludidos acordos de colaboração premiada, veiculadas pela imprensa em 17.05.2017, constituem fato relevante, conforme definição constante do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002”.

33. Nesse mesmo sentido, a PFE já havia sinalizado no PARECER nº 4/2017/PFE-CVM/PGF/AGU que “as informações relacionadas à existência de acordo de delação premiada envolvendo os principais administradores da JBS S.A., tendo por objeto a conduta de diversos agentes públicos, caracteriza informação de extrema relevância” e que “as informações relacionadas a um acordo de colaboração dessa natureza interferem não só na



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

percepção sobre os negócios da companhia, mas na percepção dos investidores sobre a própria estabilidade institucional do país, sendo notório que o vazamento das informações relacionadas à delação premiada, na noite do dia 17.05.2017, impactou fortemente não só a cotação das ações de emissão da JBS S.A. nos pregões seguintes, mas também o mercado de câmbio, conforme amplamente noticiado em diversos veículos de comunicação de massa.”

(grifos aditados)

37. Consta, ainda, do RI, trecho em que descreve a matéria jornalística veiculada em 17.05.2017:

“Na matéria, o jornalista classificou a delação como **“uma bomba atômica que explodirá sobre o país”** e apresentou o que seria parte do conteúdo da delação, parcialmente reproduzidos a seguir:

“É uma delação como jamais foi feita na Lava-Jato: Nela, o presidente [M.T.] foi gravado em um diálogo embaraçoso. **Diante de Joesley, [M.T.] indicou o deputado [R.R.L.] (PMDB-PR) para resolver um assunto da J&F (holding que controla a JBS).** Posteriormente, [R.R.L.] foi filmado recebendo uma mala com R\$500 mil enviados por Joesley. [M.T.] também **ouviu do empresário que estava dando** a [E.C.] e ao operador [L.F.] uma **mesada na prisão para ficarem calados**. (...) [A.N.] foi gravado pedindo R\$ 2 milhões a Joesley. O dinheiro foi entregue a um primo do presidente do PSDB, numa cena devidamente filmada pela Polícia Federal. A PF rastreou o caminho dos reais. Descobriu que eles foram depositados numa empresa do senador [Z.P.] (...)”

(grifos aditados)

38. Com efeito, tais fatos eram notoriamente contundentes e potencialmente avassaladores. Não tenho dúvida, portanto, quanto à relevância da informação e sua relação com os negócios da JBS. Ainda que não se trate de informação que se possa considerar em si produzida pela própria companhia, era atinente a ilícitos cometidos por seus administradores na condução de seus negócios. Nesse sentido:

“A informação privilegiada não é só a informação produzida pela companhia, mas também aquela que tenha efeito sobre a companhia, ainda que não seja produzida pela companhia”³⁵.

39. Sendo assim, improcede a alegação das defesas de que as Delações Premiadas celebradas pelos Irmãos Batista e o seu conteúdo caracterizariam informações deles, mas não da JBS, de modo que não se poderia cogitar abuso de confiança por *insiders* primários.

40. As defesas acenam, de outra parte, com a inexistência de uma consequência padronizada, sobre as companhias abertas, em razão da revelação de colaborações premiadas a elas relacionadas e que seria impossível antever a consequência da revelação do teor das Delações Premiadas dos Irmãos Batista no preço das ações JBSS3 (e, ainda, que os poucos exemplos existentes demonstram que, conhecido o conteúdo de delações, o preço das ações da companhia envolvida por vezes subiu e em outras caiu).

41. Porém, ao contrário do que tentam fazer crer, resta claro que, era previsível o potencial impacto

³⁵ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. in: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões. Direito das Companhias. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 836.



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

negativo da divulgação da informação acerca da realização e teor das Delações Premiadas especificamente sobre o preço das ações JBSS3. Embora as delações pudessem premiar pessoalmente os colaboradores, livrando-os da persecução penal, a divulgação que se seguiria evidenciaria práticas sistemáticas e reiteradas de pagamento de propinas, inclusive, alegadamente, a autoridades governamentais de altíssimo escalão, para solução de assuntos de interesse do Grupo J&F, o que poderia trazer então efeitos prejudiciais de toda ordem para a JBS (em seus contratos comerciais, na obtenção, manutenção ou renovação de linhas de crédito e financiamentos, em contratos com o Poder Público, na auditoria de suas demonstrações financeiras etc.).

42. Ademais, para fins de caracterização do *insider trading*, não se exige um juízo de certeza, empiricamente comprovado em bases estatísticas etc., quanto aos efeitos esperados a partir da divulgação da Informação Privilegiada. Basta, para tanto, demonstrar que o agente era capaz de tecer, à luz da Informação Privilegiada, um juízo de probabilidade quanto ao comportamento da cotação do valor mobiliário em questão, passando a negociar com o papel de acordo com tal expectativa, inclusive, independentemente, de essa vir ou não a se confirmar, quando relevada a informação ao mercado – sendo que, no caso concreto, como visto, era notório o caráter preditivo (*price sensitive*) da informação.

43. Assim, o que deve ser levado em conta, nessa análise, é a avaliação de cenário que seria esperada de um investidor médio³⁶, inclusive à luz das regras de experiência³⁷.

44. A lógica para os detentores de informação não pública é semelhante à da avaliação que a companhia deve rotineiramente realizar acerca de potencial influência de determinados fatos sobre a cotação de valores mobiliários de sua emissão, para identificar a necessidade ou não de divulgá-los ao mercado, nos termos do art. 3º da ICVM nº 358/2002³⁸ (atual art. 3º da RCVM nº 44/2021).

45. Os Acusados aduzem nas suas razões de defesa e se valem, ainda, posteriormente, de laudo de

³⁶ Nesse sentido: “Para que se caracterize o *insider trading*, a informação deve ser relevante. Como tal, considera-se a informação que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, causando, uma vez divulgada, sua alta ou queda. Trata-se daquela informação que seria levada em consideração por um investidor médio ao negociar com os valores mobiliários” (grifei) (EIZIRIK, Nelson, A Lei das SA Comentada, v. 2. Quartier Latin, 2011, p. 372-373).

³⁷ Vale citar, a propósito, considerações a respeito do tema feitas por Norma Parente: “No *“insider trading”*, onde se verifica uma omissão dolosa, o convencimento do juiz, na maior parte das vezes, será feito com base em indícios, que terão como consequência presunções, ou talvez até mesmo através de normas da experiência comum, subministradas pela observação do que ordinariamente acontece (prova baseada na experiência – denominada prova *“prima facie”*)” (in: Aspectos Jurídicos do *insider trading*. Superintendência Jurídica. www.cvm.gov.br).

³⁸ Art. 3º Cumprido ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação. (...). (grifos adotados)



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

perícia criminal³⁹ (“Laudo 565”), extraído da Ação Penal nº 0006243-26.2017.403.6181, em que os Irmãos Batista foram denunciados pela prática dos crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D da Lei nº 6.385/1976⁴⁰, no contexto dos mesmos fatos tratados neste PAS (“Ação Penal 6243”)⁴¹, para afirmar que a prova técnica em questão confirmaria a impossibilidade de se prever qual seria o impacto da revelação da informação acerca da realização e teor das Delações Premiadas sobre a cotação das ações JBSS3 e de que parte dos fatos já teria sido anteriormente precificada pelo mercado. Em textual:

“5. O Laudo nº 565/2022, por sua vez, confirma um aspecto central demonstrado pelos Defendentes ao longo deste PAS: o de que é absolutamente improcedente a tese da acusação de que os Defendentes teriam agido de forma premeditada, visando a se aproveitar da divulgação dos acordos de colaboração, porque era impossível prever o impacto que a revelação dessa informação teria sobre a cotação das ações da JBS.”

6. Além de não haver uma correlação evidente entre fatos político-econômicos e o desempenho da cotação de ações, alguns dos fatos que vieram a público já haviam, inclusive, sido precificados pelo mercado. O referido laudo corrobora esses pontos, ao afirmar, por exemplo, que “é possível encontrar eventos em que o fato era notoriamente negativo, mas que não causou a queda do preço do ativo relacionado” (p. 14) e que “a reputação da empresa e dos controladores já estava, em algum nível, fragilizada e questionada perante os atores do mercado financeiro” (p. 9).” (grifos aditados)

46. Não me parece, contudo, que tal conclusão possa ser extraída do Laudo 565 quando se releem os trechos citados devidamente contextualizados. Muito pelo contrário, senão vejamos:

“Quesito (4.1.): Qual é o critério/conceito que o Laudo Nº 523/2021 utilizou para definir um fato como sendo “de caráter negativo”? Queira decompor analiticamente o critério/conceito de fato de “caráter negativo” empregado pelo Laudo.

Resposta: No Laudo 523/2021- NUCRIM/SETEC/SR/PF/RJ o termo “fatos de caráter negativo” fora empregado como sinônimo de fato ou notícia que é capaz de causar pessimismo acerca do desempenho futuro de um ativo com reflexos negativos no preço de sua cotação. No caso examinado no laudo supracitado, o “fato de caráter negativo”, conforme mencionado no parágrafo anterior, referia-se ao vazamento ocorrido na noite de 17/05/2017.

Considerou-se que a divulgação de que os controladores da empresa JBS estariam negociando uma delação premiada tinha alto potencial de causar pessimismo acerca do desempenho futuro da companhia, já que a natureza das delações premiadas envolve alguma punição a

³⁹Trata-se do Laudo de Perícia Criminal Federal (Contábil-Financeiro) nº 565/2022 (Doc. 1592708), cuja juntada aos autos deste PAS foi requerida, conjuntamente pelos Acusados, em petição protocolizada em 23.06.2022, já após a apresentação das respectivas razões de defesa, mas a fim de corroborá-las (Doc. 1592705).

⁴⁰ 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. (...) Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários.

⁴¹ Ação Penal 6243 com trâmite perante o Juízo da 6ª Vara Federal Criminal Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional e em Lavagem de Valores de São Paulo.



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

pessoas envolvidas em ilícitos.

Neste diapasão dois aspectos da notícia eram potencialmente prejudiciais: 1) **pelo impacto negativo na credibilidade ética e integridade moral dos controladores** da companhia; 2) pela **presunção de possível apenamento financeiro envolvendo a companhia**, além de **possível deterioração da imagem da marca** junto ao consumidor.

A forte queda do preço da ação JBSS3 na abertura do pregão do dia 18/05/2017 é fato que consagra que a informação publicitada na noite de 17/05/2017 foi de caráter negativo conforme pode ser observado no Gráfico 5 do Laudo 523/2021.

Vale ressaltar que a empresa e réus já vinham sendo alvo de operações policiais e processos criminais desde pelo menos 1º/07/2016, de modo que a reputação da empresa e dos controladores já estava, em algum nível, fragilizada e questionada perante os atores do mercado financeiro.

Quesito (4.2): Na aceção do Laudo Nº 523/2021, um fato “de caráter negativo” e um fato “que faz ocorrer uma queda das ações” são a mesma coisa ou seriam dois conceitos independentes? O Laudo utilizou tais expressões como sinônimos ou como dois conceitos distintos?

Resposta: Os termos citados no quesito 4.2 não são sinônimos, mas contém uma relação de causa-efeito. Um “fato de caráter negativo” é um fato que tem potencial significativo (ou não desprezível) de causar a desvalorização de um ativo, vide resposta ao quesito 4.1.

Inclusive, pela leitura do 5º parágrafo da 11ª folha do Laudo 523/2021, fica claro que a queda no preço das ações era, até antes da abertura do pregão do dia 18/05/2017, uma consequência altamente provável do fato negativo publicitado, e não um resultado inexorável.

.....
Contrariamente à previsibilidade (ou ao determinismo) do impacto de fatos negativos sobre o preço das ações, ressalta-se que o mercado financeiro é extremamente complexo e formado por milhares (ou milhões) de pessoas que tomam decisões racionais e emocionais, de modo que é impossível atribuir certeza (ou determinismo) a qualquer evento futuro relacionado a esse mercado. Ou seja, é possível encontrar eventos em que o fato era notoriamente negativo, mas que não causou a queda do preço do ativo relacionado.

No entanto, o que interessa à análise da tomada de decisão em investimentos (ou para a tomada de decisão de qualquer situação que envolva prever um cenário futuro) não são resultados determinísticos (já que esses se não forem inexistentes, são raros) mas sim resultados probabilísticos.

.....
Assim sendo, em uma análise retrospectiva da tomada de decisão de investidores, é mais importante o exame da expectativa de que algo pudesse ocorrer do que o fato em si ter ocorrido no futuro, já que o agente tomador da decisão, no passado em que se deparou com as informações disponíveis e tomou sua decisão, não tinha como saber o resultado que de fato ocorreria no futuro.

Para exemplificar, admita que um investidor mediano tenha tido acesso à Tabela 1: é muito crível que ele na manhã do dia 18/05/2017 tenha concluído que existia uma alta probabilidade de que a ação JBSS3 iria experimentar uma queda significativa do preço ao longo do pregão do 18/05/2017. Com base nessa informação, era absolutamente racional que o investidor



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

fictício decidisse se desfazer do ativo, ainda que houvesse 16,67% de chance (1 em 6 eventos) de a ação não experimentar queda alguma. A decisão do investidor ainda seria tomada como racional mesmo se no futuro não houvesse punições contra a companhia ou perda de rentabilidade efetiva, já que a informação disponível na manhã do dia 18/05/2017 indicava o contrário.

Assim, a análise do resultado a posteriori é absolutamente equivocada, não só pelos motivos apresentados nos parágrafos acima, mas também por que o tipo penal relacionado ao Laudo 523/2021 não exige que a operação tenha sido lucrativa (já que usa o termo capaz de gerar benefícios).

Mais importante ainda é esclarecer que a perícia não opinou no Laudo 523/2021 (e nem tem condições de opinar neste laudo) se o vazamento da noite de 17/05/2017 fora orquestrado pelos delatores, mas, de outra análise, é evidente que ainda que essa informação não chegasse a vazar naquela noite, viria a público em algum momento futuro a contar do início das negociações da referida delação, colocando dessa forma, uma importante assimetria de informações entre o que sabiam os delatores e o que sabia o mercado.”

(grifos aditados)

47. Em suma, além de corroborar o quanto abordado anteriormente, neste voto, acerca dos elementos da infração de *insider trading* e da existência, no caso concreto, de Informação Privilegiada, evidenciase que era claro, para o perito, que a divulgação das Delações Premiadas tenderia muito provavelmente a depreciar as ações JBSS3. Dizer, portanto, que não era possível antever qual seria exatamente o impacto da divulgação sobre a cotação do ativo de modo algum poderia ser equiparado à conclusão de que não haveria qualquer consequência, como se a informação fosse desprovida de relevância.

48. Ressalte-se que os potenciais efeitos negativos para os negócios da JBS acabaram se refletindo, de fato, na queda da cotação das ações de sua emissão, como também observou o perito. Basta lembrar que, no dia seguinte à divulgação da notícia acerca das Delações Premiadas, as ações JBSS3 registraram uma queda de **9,68%**. Tal circunstância reforçou qual era, com maior probabilidade, a percepção do mercado acerca da informação. Como já se pronunciou o Colegiado da CVM:

“Embora não seja necessariamente determinante para o exame de relevância – que se relaciona com o potencial de influir, de modo ponderável, na cotação do valor mobiliário ou do seu volume de negociação, e não com a efetiva variação desses indicativos – a reação da cotação à divulgação da notícia é um indicativo da importância que lhe atribuiu o mercado”.⁴²

(grifos aditados)

49. Havia, ainda, no caso, uma peculiaridade adicional bastante significativa. Considerando os agentes públicos envolvidos nos fatos objeto das Delações Premiadas, tratava-se de informação com potencial efeito sistêmico, o qual se confirmou quando, no dia seguinte à sua divulgação, às 10h21min,

⁴² PAS CVM nº 2016/7190, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 09.07.2019.



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

o Ibovespa registrou queda de 10% e o mecanismo de “**circuit breaker**” foi acionado⁴³, o que, até então, não ocorria desde 2008 (i.e., há quase dez anos). Portanto, também sob essa ótica, era evidente que a divulgação da realização e teor das Delações Premiadas teria impacto sobre as ações.

50. Pelas mesmas razões acima, mostra-se impertinente a menção, pelas defesas, ao fato de que, após a divulgação da celebração de acordo de colaboração premiada por executivos da Odebrecht, ocorrera valorização das ações de emissão da Braskem, empresa integrante do grupo e que celebrara acordo de leniência em 2016, a fim de, comparativamente, argumentar que seria, portanto, imprevisível o efeito das Delações Premiadas dos Irmãos Batista e demais executivos do Grupo J&F sobre a cotação das ações JBSS3 (ou seja, que, nessa situação, a cotação das ações poderia inclusive subir ou manter-se neutra)⁴⁴. O mesmo pode ser dito em relação ao outro exemplo trazido pelas defesas, referente ao acordo de leniência da CCR S.A, noticiado algum tempo após a divulgação das Delações Premiadas dos Irmãos Batista, que teria sido seguido também da valorização das ações de emissão da companhia signatária.

51. Com efeito, somente mediante exame das particularidades daqueles acordos de colaboração premiada e de leniência (ilícitos neles relatados, pessoas envolvidas etc.), seria possível avaliar o potencial efeito que a divulgação de notícias a seu respeito (a depender, ainda, do conteúdo noticiado) poderia ter tido, na avaliação dos investidores, sobre a cotação de valores mobiliários das empresas envolvidas, até porque conteúdos de colaborações premiadas e de acordos de leniência podem ser substancialmente distintos, em cada caso concreto, dadas as finalidades às quais se prestam cada um dos institutos. A análise, portanto, deve ser necessariamente casuística.

52. Não obstante, um aspecto que se observa, de plano, é que o acordo de leniência, por sua natureza, implica o afastamento, perante certas esferas do Poder Público, de aplicação de penalidades à própria pessoa jurídica (empresa) envolvida, ainda que prevendo contrapartidas. Assim, a divulgação da celebração de acordos de leniência pela Braskem e CCR pode ter contribuído para a apreciação das ações de emissões de tais companhias (apesar de poder ter havido, ainda, delações premiadas de seus administradores e controladores). Outros fatores, desconsiderados pelas defesas, podem ter influenciado

⁴³ Segundo o RI, outras grandes companhias listadas na Bolsa também repercutiram em seus preços a gravidade da notícia, tais como Eletrobrás ON (-20,97%), Cemig PN (-20,43%), Banco do Brasil ON (-19,91%), Petrobras ON (-11,37%).

⁴⁴ O argumento foi apresentado nas razões de defesa de Wesley Batista e em petição conjunta protocolizada pelos acusados posteriormente, em 20.08.2020 (Doc. 1080535), com apresentação de novas provas. Na referida petição, a defesa transcreveu, inclusive, trecho do depoimento prestado perante a CVM por Joesley Batista: “*é, francamente, esse negócio de achar se a ação vai cair ou vai subir, se você quer saber a verdade, eu sempre achei e até hoje pra mim é o seguinte, uma delação nossa faria a ação subir, não era pra cair. Porque se eu limpar o passado, olha, as ações da Braskem subiram depois da delação da Odebrecht, as ações da Braskem subiram, dobraram de preço. Eu, na minha cabeça a ação ia subir, como eu acho até hoje que vai subir*”. O mesmo argumento foi desenvolvido em parecer jurídico que acompanhou a petição apresentada pelos acusados em 23.06.2022, também com a apresentação de novas provas (Doc. 1592709).



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

a cotação naqueles casos⁴⁵. Não se sabe e, sem maiores detalhes a respeito daqueles casos, que não foram aqui investigados nem são objeto deste PAS, sequer é possível analisar o que pode, de fato, ter ocorrido.

53. Ainda assim, aparentemente com base no racional acima, os Acusados alegaram que sua expectativa era de que a futura divulgação das Delações Premiadas dos executivos do grupo J&F se daria de forma organizada, em conjunto com a divulgação do acordo de leniência que a referida *holding* também negociava, provocando efeito final positivo, ou, no mínimo, neutro, sobre a cotação das ações JBSS3 (não fosse o vazamento antecipado, pela imprensa, de notícia sobre as Delações Premiadas)⁴⁶.

54. O argumento, em primeiro lugar, parece contradizer a alegação das próprias defesas de que era imprevisível se e quando seriam divulgadas as Delações Premiadas, de que tratarei mais adiante.

55. De todo modo, cabe considerar que, à época das negociações com ações JBSS3 objeto deste PAS, não havia sido celebrado o acordo de leniência pela J&F, em que se buscou solucionar parte dos problemas advindos do envolvimento da companhia e suas controladas em atos de corrupção. Referido acordo de leniência foi formalizado em 05.06.2017⁴⁷.

56. Logo, a despeito de que houvesse a possibilidade de que, mais adiante, outros fatos também porventura ainda sigilosos pudessem se tornar aptos a influir na cotação das ações JBSS3, quiçá em sentido contrário (inclusive de modo a impedir igualmente a negociação das referidas ações, enquanto não tornados públicos), no que tange às negociações de ações JBSS3 no Período Suspeito, objeto deste PAS, a informação que importava, em termos de relevância, era a atinente às Delações Premiadas e aos ilícitos de que cuidavam. Quando se iniciaram as vendas de ações JBSS3, em 20.04.2017, já tinham sido firmados os termos de confidencialidade⁴⁸ (em 28.03.2017), tomados depoimentos dos delatores e executadas ações controladas (em março e abril de 2017), ao passo que, ao longo da execução das ordens de venda, é que as Delações Premiadas propriamente ditas foram assinadas (em 03.05.2017) e homologadas pelo Ministro do Supremo Tribunal Federal (“STF”) Edson Fachin (em 11.05.2017)⁴⁹.

⁴⁵ Note-se que a notícia sobre os acordos de colaboração premiada com executivos da Odebrecht a que se referem as defesas (divulgada pelo Jornal O Globo em 25.10.2016) mencionava especificamente a empreiteira, sem fazer qualquer referência à Braskem ou a outras empresas do grupo. A notícia não identificava os colaboradores, exceto o ex-presidente da Odebrecht.

⁴⁶ Vide petição conjunta dos Irmãos Batista, protocolada em 20.08.2020 (Doc. 1080535).

⁴⁷ Doc. 1080556. Segundo noticiado em 31.05.2017, os termos das Delações Premiadas teriam sido consensados com o MPF no dia anterior. A formalização das Delações Premiadas, por sua vez, só ocorreu em 05.06.2017.

⁴⁸ Instrumento mediante o qual os Irmãos Batista assumiram a obrigação legal perante a PGR e o STF de manterem sigilo sobre todas as informações escritas e orais fornecidas durante a negociação, celebração e execução de eventual acordo de colaboração premiada, na forma do art. 7º da Lei nº 12.850/2013, até eventual levantamento do sigilo do acordo a ser firmado.

⁴⁹ Quanto ao acordo de leniência, vale observar o que se noticiava a respeito, em 13.05.2017, após a homologação das Delações Premiadas e quando já haviam sido efetuadas quase 90% das vendas de ações JBSS3 compreendidas no Período Suspeito: “A J&F, dona da empresa JBS, uma das maiores processadoras de proteína animal do mundo, se movimentou para abrir negociação de acordo de delação e leniência com o Ministério Público. Segundo envolvidos nas tratativas, já ocorreram pelo menos dois encontros entre os investigadores e representantes da empresa. As conversas, no entanto, estão em estágio preliminar.” (notícia anexada à defesa de Wesley Batista – Doc. 0487211).



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

57. A par da questão da relevância, não há dúvida, a meu ver, que, à época das negociações com as ações JBSS3 objeto deste PAS, ocorridas no Período Suspeito, a informação ainda não havia sido divulgada ao mercado, uma vez que os fatos atinentes às Delações Premiadas só vieram a público com a divulgação de matéria jornalística, ocorrida às 19:30h do dia 17.05.2017, explicitando a existência dos citados acordos e ao menos parte de seu objeto.

58. A informação acerca das tratativas para a celebração das Delações Premiadas, assim como sobre as ações controladas realizadas e a própria assinatura dos acordos deveria, inclusive, ser necessariamente mantida sob sigilo, segundo previa o art. 7º da Lei nº 12.850/2013⁵⁰ e, ainda, diante dos termos pactuados entre o MPF e os colaboradores⁵¹.

59. Ainda que, na mesma época, tenham sido divulgadas na mídia algumas poucas notícias esparsas sobre a possibilidade de os Irmãos Batista negociarem acordos de colaboração premiada, tais notícias eram até então especulativas e sem quaisquer detalhamentos, de modo que não tiveram o condão de afastar a confidencialidade das informações que eram objeto dos acordos que vinham sendo efetivamente negociados com o MPF pelos Irmãos Batista e demais executivos do grupo J&F. Tampouco afetaram sua relevância, razão pela qual improcede a alegação de que o mercado já teria precificado os efeitos de uma delação premiada sobre a cotação das ações JBSS3.

60. A questão da disseminação da informação pela mídia e de que forma ela pode afetar o caráter sigiloso da informação deve ser analisada em concreto e com ponderação, como já decidiu o Colegiado:

“Mesmo no caso de divulgação, pela mídia, de dados mais detalhados sobre determinado fato, é possível que a assimetria informacional existente entre os *insiders tradings* e o restante do mercado não seja atenuada, porque os primeiros têm certeza daquilo que sabem e o mercado ainda está diante de especulações e incertezas. Assim, o vazamento de informações relevantes não necessariamente quer dizer que a informação deixou de ser privilegiada. O juízo de valor acerca da qualidade da informação e, conseqüentemente, da existência, ou não, da vedação de sua utilização em negociações de mercado, somente pode ser feito diante das circunstâncias do caso concreto”.⁵²

⁵⁰ Segundo a redação vigente à época dos fatos: “Art. 7º O pedido de homologação do acordo será sigilosamente distribuído, contendo apenas informações que não possam identificar o colaborador e o seu objeto. § 1º As informações pormenorizadas da colaboração serão dirigidas diretamente ao juiz a que recair a distribuição, que decidirá no prazo de 48 (quarenta e oito) horas. § 2º O acesso aos autos será restrito ao juiz, ao Ministério Público e ao delegado de polícia, como forma de garantir o êxito das investigações, assegurando-se ao defensor, no interesse do representado, amplo acesso aos elementos de prova que digam respeito ao exercício do direito de defesa, devidamente precedido de autorização judicial, ressalvados os referentes às diligências em andamento. § 3º O acordo de colaboração premiada deixa de ser sigiloso assim que recebida a denúncia, observado o disposto no art. 5º”.

⁵¹ O fato de informações acerca das Delações Premiadas terem vazado previamente para certos integrantes da imprensa não inviabilizou a respectiva homologação pelo Ministro Edson Fachin do STF, em 11.05.2017. O referido vazamento, não se sabe exatamente por quem, para esses jornalistas, que mantiveram reserva sobre os fatos até a noite de 17.05.2017, tampouco poderia ser considerado como divulgação da Informação Privilegiada, uma vez que essa só atingiu o público em geral com a publicação da notícia propriamente dita, pelo órgão de imprensa.

⁵² PAS CVM nº RJ2013/8609, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 09.05.2017



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

61. A defesa alegou, ainda, que a Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) da CVM afirmou, no termo de acusação (“TA”) do PAS CVM nº 19957.007010/2017-51 (RJ2017/3579), que já era esperada a celebração de acordo de colaboração premiada pelos Irmãos Batista, o que, segundo a defesa neste PAS, lhe retiraria o caráter sigiloso, conforme trechos destacados, abaixo reproduzidos:

“29. Sem dúvida a notícia acerca da celebração de acordos de colaboração premiada junto ao Ministério Público por acionistas controladores e administradores do Grupo JBS, por si só, já era esperada pelo mercado, notadamente após deflagradas as operações Cui Bono?, Carne Fraca, Greenfield e Bullish pela Polícia Federal, nas quais o Grupo JBS estaria supostamente implicado. (...)”

47. Em verdade, as informações veiculadas, com a seriedade e o nível de detalhe apresentado e num contexto em que já era esperada a celebração de um acordo de colaboração premiada junto ao Ministério Público por acionistas controladores e administradores do Grupo JBS, como observado acima, por certo evidenciavam possível vazamento de informação relevante e não meramente suposições sem qualquer fundamento.” (grifei)

62. Argumentou, ainda, que eventual entendimento divergente que viesse a ser manifestado no julgamento deste PAS implicaria dar interpretação diversa a fatos já analisados pela Autarquia, em infração ao princípio das autolimitações administrativas e em comportamento contraditório, vedado pelo princípio da segurança jurídica que rege a Administração Pública.

63. A meu ver, os argumentos são claramente improcedentes.

64. Naquele PAS, apurava-se a responsabilidade do Diretor de Relações com Investidores (“DRI”) da JBS, por alegada infração ao disposto no art. 157, §4º, da LSA c/c o art. 3º, *caput*, e art. 4º, § único, da ICVM nº 358/2002, em virtude de supostamente não ter inquirido os administradores e controladores da JBS a respeito das informações referentes à celebração dos acordos de colaboração premiada perante o MPF, veiculadas na imprensa no dia 17.05.2017, e ter divulgado intempestivamente e de forma inapropriada comunicado a mercado com informações sobre fato relevante⁵³.

65. O que, porém, foi aduzido pela SEP é que, se era esperado que pudesse sobrevir uma delação premiada dos Irmãos Batista, em razão de menções anteriores na mídia quanto à possibilidade (mas que, até então, eram meramente especulativas, praticamente boatos), com o vazamento da notícia pela imprensa, sobre as Delações Premiadas, na noite de 17.05.2017, surgiram evidências de que, naquele momento, não mais se tratava de mera suposição e, portanto, era esperado que o DRI inquirisse imediatamente os administradores, a fim de publicar, conforme o caso, fato relevante.

66. Ou seja, o sentido do texto é exatamente o oposto do aludido pela defesa. Por isso mesmo, a SEP aduz então, no TA, que a informação *“era verídica e, não obstante coberta pelo sigilo, perdeu tal*

⁵³ Cópia do respectivo TA foi juntada neste PAS (Doc. 0371377).



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

atributo a partir do momento em que foi divulgada na imprensa às 19h30 do dia 17.05.2017.” (grifei)

67. *Ad argumentandum*, mesmo que a SEP tivesse considerado, naquela ocasião, que as informações não eram propriamente sigilosas, continuaria sendo improcedente a alegação da defesa de que eventual entendimento divergente que viesse a ser manifestado no julgamento deste PAS acarretaria violação ao princípio da segurança jurídica. É evidente que a acusação formulada pela SEP não pode ser interpretada como posicionamento institucional final da CVM, uma vez que, no âmbito dos PAS, compete ao Colegiado a fixação da interpretação da Autarquia quanto às matérias submetidas a julgamento.

68. Em acréscimo, há que se ter em mente que o PAS em questão tratou da conduta exigível do DRI da JBS, num contexto em que os Irmãos Batista haviam se negado a confirmar a veracidade do conteúdo das informações divulgadas pela imprensa na noite de 17.05.2017, de modo que nem mesmo o seu desfecho poderia impactar a tese acusatória apresentada neste PAS pela Acusação, segundo a qual tais informações eram verdadeiras, relevantes e sigilosas, e de conhecimento dos Acusados até o momento em que vazaram na imprensa⁵⁴.

69. De outra parte, não afetam igualmente a caracterização da existência da Informação Privilegiada as circunstâncias, mencionadas pelas defesas, de que os Acusados não teriam como saber se e quando as Delações Premiadas seriam homologadas pelo STF ou, sendo homologadas, quando seria levantado o seu sigilo, e de que tampouco poderiam imaginar que ocorreria o vazamento da informação na mídia, na medida em que, segundo alegam, o momento do vazamento teria sido determinado de comum acordo entre o ex-Procurador-Geral da República e alguns membros da imprensa.

70. Nesse aspecto, alinho-me ao seguinte entendimento externado pelo Presidente João Pedro Nascimento, em seu voto, no início do julgamento deste PAS:

“(…) sou sensível à falta de previsibilidade em relação à homologação do acordo de colaboração. Entendo que a situação é bastante *sui generis* por conta das incertezas sobre se e quando a colaboração premiada seria eventualmente homologada, mas, naquele momento, os acusados estavam em posição de assimetria informacional em relação ao restante do mercado.

48. Note-se que, a fim de que exista informação privilegiada, não é necessário que o insider tenha controle total em relação à informação e nem que tenha absoluta certeza em relação à concretização do evento. O conhecimento sobre a existência de tratativas relacionadas a determinado evento, desde que se possa prever no momento da negociação o possível resultado daquelas tratativas, é suficiente para caracterizar uma informação como privilegiada.” (grifos aditados)

⁵⁴ A propósito, registro que o Diretor de Relações com Investidores (“DRI”) da JBS foi condenado pelo Colegiado da CVM à pena de advertência pela divulgação de fato relevante por meio equivocado, em violação ao disposto no art. 2º c/c o art. 3º da ICVM nº 358/02 (PAS CVM nº 19957.0070102017-51, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 04.06.2018).



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

71. Vale destacar, não obstante, que os Irmãos Batista admitiram, em depoimento, que os colaboradores tinham a expectativa de que as Delações Premiadas fossem divulgadas em junho ou julho de 2017⁵⁵, o que indica que, possivelmente, em alguma medida, detinham informações a respeito do futuro levantamento do sigilo do processo ou, no mínimo, contradiz a alegação das defesas de que era totalmente imprevisível quando a informação seria divulgada ou mesmo se haveria tal divulgação.

72. Além disso, em que pese houvesse, teoricamente, a possibilidade de não se concretizarem os acordos de colaboração premiada que vinham sendo negociados, em razão do procedimento legalmente previsto para a sua homologação, entendo que, no caso concreto, os colaboradores tinham noção de que essa seria uma hipótese remota, considerando as provas envolvidas na delação, que incluíam tanto a gravação de conversas privadas com agentes públicos de alto escalão, inclusive do então Chefe do Poder Executivo federal, ocorridas entre 07 e 24.03.2017, aliás, já após a primeira reunião de apresentação com a PGR, que havia se dado em 02.03.2017, como a realização de ações controladas monitoradas pela Polícia Federal⁵⁶ e cujo posterior emprego pelo MPF, para quaisquer fins, dependia da homologação do acordo, o que reforçava o potencial interesse do órgão na consecução bem-sucedida das negociações.

73. O fato de que eventualmente não soubessem do iminente vazamento pela imprensa, nem dele tivessem participado, também não altera a conclusão. O furo jornalístico que acarretou o vazamento de informações acerca das Delações Premiadas e dos ilícitos objeto de delação (ainda que não em sua integralidade) apenas antecipou o que reconheceram que esperavam que ocorresse oficialmente talvez em um ou dois meses, confirmando que se tratava, portanto, de informação relevante e não divulgada⁵⁷.

74. No mesmo sentido, é descabida a alegação da defesa de Wesley Batista de que a Informação Privilegiada, neste caso, seria “o momento da revelação de porções do conteúdo da colaboração premiada”⁵⁸. A esse respeito, transparece uma clara tentativa de descaracterizar o acesso à Informação Privilegiada, subvertendo o que constituiria a própria informação.

⁵⁵ Ao depor perante a Polícia Federal, por sua vez, Joesley Batista afirmou que “*pelo que viam de outras homologações de colaborações anteriores, os colaboradores tinha[m] a noção de que demoraria um mês ou mais, depois de assinados os acordos, para que fosse homologada e resultasse em alguma operação, de modo que o vazamento quanto a operação desencadeada no dia seguinte (18/05/2017) foram totalmente surpresa para todos*” (grifei) (Doc. 0371409). Wesley Batista, a seu turno, declarou à autoridade policial que “*o advogado (...) fazia um cálculo grosso de que isso ocorreria de 30 a 60 dias após a audiência de homologação no STF, ou seja, algo em torno de junho ou julho*” (grifei) (Doc. 0371411).

⁵⁶ Entrega das malas de dinheiro para um deputado e para um parente de senador.

⁵⁷ Com o levantamento do sigilo, no dia 18.05.2017, foi divulgado pela JBS um Comunicado ao Mercado acerca do assunto. Como explicitado, o DRI da JBS foi condenado, em outro PAS, pela divulgação do Fato Relevante por meio equivocado.

⁵⁸ Em textual: “*85. Aqui, é, no todo, desnecessária a prova de intenção – seja sob presunção relativa, seja sob presunção absoluta. E isso por uma simples e irrefutável razão: os Acusados NÃO conheciam o fato relevante! 86. O fato relevante não é a colaboração premiada, tampouco o seu conteúdo. 87. O fato relevante é a revelação, particularmente o momento da revelação, de porções específicas do conteúdo da colaboração premiada. 88. Isso, quando os negócios suspeitos foram realizados, os Acusados não sabiam*” (Doc. 0487211).



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

75. Por todo o exposto, entendo que restou devidamente demonstrada a existência da Informação Privilegiada neste caso.

b) Posse da Informação Privilegiada

76. A prova do acesso à Informação Privilegiada pelos Irmãos Batista não demanda maiores considerações, pois restou incontroverso que eles participaram dos fatos atinentes a negociação e celebração das Delações Premiadas e estavam diretamente envolvidos nos ilícitos objeto de delação.

77. Do mesmo modo, para os fins de caracterização da infração de *insider trading* objeto deste PAS, cabe reconhecer que a FB Participações também detinha acesso à Informação Privilegiada, na medida em que, à época dos fatos, era uma *holding* pura, sem funcionários, claramente consubstanciando mero veículo de investimentos da J&F⁵⁹. Joesley Batista era o diretor presidente da FB Participações e, portanto, seu representante legal, ao passo que Wesley Batista era membro do CA⁶⁰. Os Irmãos Batista eram, ademais, os seus controladores indiretos.

78. A Informação Privilegiada estava, portanto, disseminada na administração da referida companhia. Diante dessas circunstâncias, não procede o argumento da defesa de que o conhecimento do acordo era fato personalíssimo de Joesley Batista e não poderia ser atribuído à FB Participações.

c) Uso da informação privilegiada com finalidade de obter vantagem indevida

79. O uso da Informação Privilegiada se dá quando o agente que dela tem conhecimento efetua negociações com os valores mobiliários cujos preços poderão ser afetados quando de sua posterior divulgação, sem que os demais participantes do mercado possam considerá-la para a tomada de decisão em suas respectivas transações com os mesmos valores mobiliários, no mesmo período.

80. Neste ponto, entendo que cabe analisar separadamente as condutas de Joesley Batista e FB Participações, no tocante à venda de ações JBSS3, e a de Wesley Batista, quanto às compras pela JBS.

81. Com efeito, o uso da Informação Privilegiada por Wesley Batista, segundo a Acusação, diz respeito às compras de ações JBSS3 efetuadas pela própria companhia emissora, razão pela qual o tema será abordado juntamente com a análise da acusação de manipulação de preços, dado que ambas as infrações teriam decorrido de uma mesma conduta do referido acusado.

82. Sendo assim, tratarei a seguir exclusivamente do uso indevido da informação privilegiada por Joesley Batista e FB Participações. Tratando-se de *insiders* primários, há presunção, como visto, de que se valeram da Informação Privilegiada que detinham, ao negociarem com as ações JBSS3, e de que o

⁵⁹ Em seu depoimento na CVM, Joesley Batista chegou a dizer que a FB Participações “[é] só um veículo, um papel, uma holding pura, não tem funcionário (...) a FB, como se diz, da prática ela não existe” (Doc. 0337355, a partir de 17min03s)

⁶⁰ Doc. 0309509. Vide, também, o quadro I da Peça de 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

fizeram visando à obtenção de vantagem para si próprios⁶¹. Com efeito, Joesley Batista era controlador indireto e membro do CA da JBS, ao passo que a FB Participações era a sua controladora direta.

83. Não obstante as presunções aplicáveis, constato que a Acusação reuniu, adicionalmente, um conjunto de indícios que corroboraram a presunção de uso da Informação Privilegiada pelos acusados, na venda de ações JBSS3, com a intenção de obter vantagem indevida.

84. Como ressalta a Acusação, pelo menos desde 02.03.2017 (data da primeira reunião do advogado dos Irmãos Batista com a PGR), já havia claramente a intenção de se realizar a colaboração premiada. Logo, entendo que desde então já cabia cogitar que, caso as tratativas fossem bem-sucedidas, as informações atinentes aos ilícitos por eles perpetrados na condução dos negócios da J&F e suas controladas viriam a público em algum momento.

85. Por sua vez, a intenção da venda das ações JBSS3 pela FB Participações se manifestou pela primeira vez, ao menos formalmente, a partir do momento em que a empresa colocou parte delas em disponibilidade para negociação, por meio da Ordem de Transferência de Ações (“OTA”) transmitida ao Banco I. para que esse transferisse 199.649.108 ações, que estavam sob sua custódia, para a B. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários (“B. Corretora”) que viria a intermediar, em seguida, as vendas de ações JBSS3. O Banco I. recebeu a OTA em 27.03.2017⁶², porém tal documento estava assinado pela FB Participações com data de 22.03.2017⁶³, vinte dias após a primeira reunião na PGR.

86. Os negócios de venda de ações da JBS realizados pela FB Participações iniciaram-se efetivamente em 20.04.2017, quando os colaboradores já haviam assinado os Termos de Confidencialidade (28.03.2017), já tinha ocorrido o protocolo formal da apresentação de elementos informativos e as tomadas de depoimentos dos administradores pelo MPF (07.04.2017), de modo que naquele momento a expectativa de futura divulgação da Informação Privilegiada já era inclusive bem mais acentuada.

87. Além disso, não tinham ocorrido outras vendas de ações de emissão da JBS pela FB Participações ou pela J&F antes de 20.04.2017 havia pelo menos quatro anos, a demonstrar a atipicidade das referidas transações e reforçar a percepção do seu *timing* perfeito.

88. Segundo o artigo 16 (ii) do estatuto social da FB Participações⁶⁴, a tomada de decisão para a realização das operações de venda de ações detidas pela companhia era de competência privativa, de

⁶¹ Joesley Batista seria indiretamente beneficiado com as vendas de ações, enquanto controlador indireto da FB Participações.

⁶² Doc. 0337374.

⁶³ Doc. 0337386.

⁶⁴ Doc. 0309509.



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

maneira isolada, do Diretor Presidente, Joesley Batista e do Diretor de Operações, F.A.S.⁶⁵, ambos eleitos em 25.06.2015, conforme ata de reunião do Conselho de Administração da FB Participações⁶⁶, a indicar que Joesley Batista era, na governança daquela companhia, a pessoa apta a decidir pela venda das ações JBSS3 no Período Suspeito.

89. Nesse sentido, importante salientar que foi justamente Joesley Batista quem assinou a OTA, em nome da FB Participações, como se depreende do reconhecimento de firma aposto no verso do documento, a corroborar que, desde o início, ele atuou pessoalmente nos esforços de venda das ações⁶⁷.

90. Provas colhidas na fase investigativa e outras produzidas, após a defesa, durante a instrução do PAS, comprovam que Joesley Batista participou efetivamente da decisão sobre as vendas das ações JBSS3, quando já se encontrava de posse da Informação Privilegiada. Em especial, destaco trechos do depoimento prestado em juízo pelo Diretor Financeiro da J&F, A.B., no âmbito da Ação Penal 6243:

“Ministério Público: **Era só o senhor e o senhor Joesley que discutiam sobre isso?**

Testemunha: **Sim.**

Ministério Público: **Mais alguém?**

Testemunha: **Não, só nós dois.** Até que chegou um ponto que a única de fato, decisão técnica a ser tomada era vender ações, senão a J&F teria outros caminhos, né? Poderia pedir uma recuperação judicial, poderia, sei lá, atrasar pagamento e isso, no tempo que eu trabalhei lá, né, nunca aconteceu, né, acho que nenhuma empresa do grupo, o grupo nunca atrasou pagamento, nunca atrasou salário, então nunca passou na cabeça dar uma esticada no ... como várias empresas acabam fazendo, né, numa situação de stress.

Ministério Público: Aham.

Testemunha: **Então em meados de fevereiro, alguma coisa, essa decisão técnica saiu de mim, porque não tinha outra coisa a ser feita na J&F, de fato não tinha.** E não é porque eu não tentei, a gente, a gente tava, assim, já ali em fevereiro, março de 2017 o mercado já estava super preocupado em relação a J&F.

Ministério Público: Tá. Então mais ou menos em fevereiro, parte do senhor essa necessidade e a única alternativa seria a venda de ações?

Testemunha: Exatamente.

(...)

Ministério Público: Mas a solução do senhor era essa, o que o senhor tecnicamente havia sugerido pra ele, é isso?

Testemunha: Isso, isso. Mas não paramos de fazer as outras coisas, né, nosso dia a dia era ir em banco pedir dinheiro emprestado e tentar vender os ativos grandes.

(...)

Ministério Público: Tá. **Então o que foi decidido pelo senhor Joesley, ele autorizou as vendas de acordo com a necessidade, seria mais ou menos isso, que fossem realizadas as vendas, é isso, que fossem realizadas as vendas, é isso?**

⁶⁵ F.A.S. foi um dos demais executivos que também firmou acordo de colaboração premiada com o MPF, no âmbito da mesma investigação criminal.

⁶⁶ Doc. 0309509.

⁶⁷ Doc. 0337386.



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

Testemunha: É, assim, eu, vivendo o dia a dia ali de fato eu tenho o conforto de dizer que a decisão de vender técnica foi minha, **mas é óbvio que ele era presidente da empresa**, e, e eu acho até que, assim, várias vezes ele demonstrou insatisfação por não ter conseguido empréstimo de fato, né, que era minha função, e **aí a gente teve essa discussão** de vender o mínimo possível ao longo do tempo.

(...)

Ministério Público: Tá. E quando que foi que o senhor Joesley bateu o martelo no sentido de autorizar o início dessas vendas?

Testemunha: Então, nós, aí há de fato uma, esclarecimento no meu depoimento, que eu lembro dessa parte, e logo depois do meu depoimento a gente foi atrás das informações e até demorou até pra conseguir a informação, mas **essas conversas entre Joesley e eu ocorreram entre fevereiro e março**.

Ministério Público: Eram pessoais, como que eram feitas essas conversas?

Testemunha: Pessoais, na maioria das vezes pessoais.”⁶⁸ (grifos aditados)

91. Ainda que A.B., Diretor Financeiro da J&F, tenha afirmado, no referido depoimento, que a opção de vender ações JBSS3 teria sido por ele cogitada e submetida a Joesley Batista e que entendesse ser, tecnicamente, essa a única alternativa viável, na ocasião, para equacionar o caixa da J&F (na medida em que a venda de outros ativos maduros e obtenção de financiamentos alegadamente não estariam ainda disponíveis), o executivo admitiu que a operação não prescindira da concordância de Joesley Batista, dada sua condição de Diretor Presidente da FB Participações.

92. Mais do que isso, a dinâmica dos fatos mostra que Joesley Batista não deu apenas uma autorização genérica de venda das ações, mas acompanhou de perto a execução diária das ordens.

93. Como restou apurado pela Acusação, durante o Período Suspeito as ordens de venda de ações JBSS3 foram transmitidas pela FB Participações para a mesa de operações da B. Corretora e foram atendidas principalmente pela funcionária S.Z.B. O volume das vendas foi determinado conforme instruções passadas por A.B. a S.Z.B. Inicialmente, as vendas corresponderam a 20% do mercado, mas chegaram a atingir, em alguns momentos, 60% do volume total.

94. A partir do segundo dia das vendas (24.04.2017), a pedido de A.B., Joesley Batista passou a ser copiado nos *e-mails* em que S.Z.B informava os montantes negociados. Com isso, Joesley Batista também tinha acesso às demais mensagens (integrantes da cadeia de *e-mails*) em que A.B. ia, dia a dia, informando S.Z.B. do percentual de mercado para as vendas de ações JBSS3⁶⁹.

95. Desse modo, a meu ver, não há como desvencilhar as decisões de venda das ações JBSS3 adotadas no Período Suspeito (inclusive quanto a montantes e percentual negociado relativamente ao mercado) do conhecimento da Informação Privilegiada que, naquele momento, Joesley Batista detinha.

⁶⁸ Doc. 1080536.

⁶⁹ Conforme Cartas enviadas à SPS pela B. Corretora e respectivos anexos, em resposta ao Ofício nº 138/2017/CVM/SPS/GPS-3 (Docs. 0300667, 0300668, 0300672, 0300675 e 0300676).



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

96. As defesas dos acusados, a seu turno, apresentaram o que seriam, a seu ver, contraindícios suficientes a afastar as imputações formuladas pela Acusação.

97. Um desses contraindícios seria, mais uma vez, a falta de previsibilidade, segundo alegam, quanto ao comportamento da ação JBSS3 após a divulgação do conteúdo das Delação Premiadas, que impediria reconhecer a intenção de obter vantagem indevida em sua negociação no Período Suspeito. Isso porque já teriam sido divulgadas notícias sobre possível delação premiada dos Irmãos Batista sem que as ações JBSS3 tivessem sofrido oscilações significativas.

98. Não vejo como acolher o argumento. Como dito anteriormente, as poucas notícias veiculadas a partir de abril de 2017 eram meramente especulativas sobre uma possível delação e não se comparavam, de modo algum, com o conteúdo da informação que seguia em sigilo, até a divulgação da reportagem acerca das Delações Premiadas ocorrida na noite de 17.05.2017.

99. Como reconhecido pela própria defesa, a divulgação dessas primeiras notícias não causou variação significativa na cotação das ações JBSS3, o que se coaduna com a ideia de que tiveram pouca representatividade nos negócios da companhia emissora⁷⁰.

100. Outro contraindício era a alegada premente necessidade de caixa pela J&F, até então sem precedentes, que a teria obrigado a implementar um “arrojado programa de desinvestimento”, a partir do final de 2016, que passou depois a englobar a venda de ações JBSS3 pela controlada, FB Participações. Tal necessidade teria decorrido principalmente dos seguintes fatores: (i) queda de 92% nos dividendos recebidos pela J&F em 2017, relativos ao exercício de 2016 (que teriam sido da ordem de R\$ 38 milhões), em comparação com os dividendos relativos ao exercício de 2015 (aproximadamente R\$ 500 milhões), segundo as razões de defesa; e (ii) operações da Polícia Federal que ocasionaram boicotes aos produtos do Grupo J&F e dificultaram a obtenção de créditos pelas empresas do grupo (até um momento em que tais créditos teriam cessado totalmente)⁷¹.

101. Segundo a defesa, as vendas pautaram-se exclusivamente na lógica comercial acima e abrangeram percentual irrisório das ações JBSS3 de propriedade da FB Participações, seja comparado com o total de ações, seja com a parcela destas que se encontravam livres e desembaraçadas (dado que

⁷⁰ Vide, p.ex., tabela contida no item 80 das razões de defesa de Joesley Batista.

⁷¹ O depoimento prestado por A.B., diretor financeiro da FB Participações, perante o juízo criminal, sobre os mesmos fatos objeto deste PAS, vai ao encontro das alegações da defesa, consoante os trechos a seguir transcritos: “*Ministério Público: E por que teve essas quedas, o senhor saberia explicar? Testemunha: Performance das companhias, não depende da holding, né, as empresas têm seu dia a dia, compra, depende do que ela faz, ela tem um produto, ela tem a despesa e chaga num resultado. No ano de 2016 esse resultado não foi tão bom. (...) Então o que eu ia comentar é que a partir de meados de 2016, por dois aspectos principais, primeiro porque as empresas não estavam indo tão bem, o mercado já sabia que a gente não teria grandes dividendos em 2017 e segundo pelo início das operações da Polícia Federal, enfim, isso começou a contaminar muito como o mercado percebia a J&F e as empresas do grupo*”.



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

a maioria estava gravada em garantia de financiamentos obtidos pelo Grupo J&F)⁷². Aduziu-se, ainda, que a FB Participações continuou a vender ações JBSS3 após o vazamento da Informação Privilegiada⁷³.

102. Diante desse cenário, restaria evidenciada, ao ver das defesas, a ausência de intenção de obtenção de vantagem indevida. Segundo alegado, certas características dessas vendas demonstravam a lógica comercial subjacente, reforçando a inexistência do dolo exigido pela infração de *insider trading*.

103. Mais do que isso, segundo alegaram, não havia alternativa para Joesley Batista, a fim de cumprir seus deveres fiduciários como administrador da J&F, incluindo o de agir no melhor interesse da companhia, senão perquirir a vendas de ações JBSS3, pois o contrário resultaria em tornar a companhia inadimplente em seus compromissos financeiros, com reflexos sobre todo o grupo econômico.

104. Trata-se, com efeito, de importantes aspectos fáticos e jurídicos que merecem exame cuidadoso.

105. Em primeiro lugar, não vislumbro como contraindício o fato de a FB Participações ter vendido, no Período Suspeito, parte pouco representativa das ações JBSS3 que detinha, uma vez que (i) a maioria das ações detidas pela FB Participações estava gravada, por força de contratos do Grupo J&F, como admite a própria defesa, o que impedia a sua venda; e (ii) a OTA enviada à B. Corretora abrangeu praticamente a totalidade das ações JBSS3 que não estavam gravadas (senão a totalidade), a indicar que o planejado era que todas as ações desembaraçadas pudessem ser vendidas. Observo, ainda, a propósito, que precedentes da CVM já reconheceram que *insiders*, por vezes, não alienam a mercado todas as ações que, em princípio, poderiam alienar, valendo-se de determinada Informação Privilegiada, sem que isso em si seja elemento a atestar o não uso indevido de tal informação⁷⁴.

106. Quanto às operações da Polícia Federal que a defesa menciona, observo que ocorreram a partir de julho de 2016, de modo que poderiam, em tese, ter contribuído para a redução dos dividendos relativos ao referido exercício, a serem recebidos oportunamente pela J&F, como alegado⁷⁵.

⁷² Segundo a defesa de J&F, “a FB realizou a venda em bolsa de 66.347.500 ações JBSS3, entre 20 de abril de 2017 e 18 de outubro de 2017, sendo que desse total, 36.397.400 ações JBSS3 foram negociadas no período entre 20 de abril e 17 de maio de 2017, de um total de 1.204.869.213 ações das quais 199.649.108 ações estavam livres para negociação em bolsa – ou seja, aproximadamente 3% do total de ações”.

⁷³ Argumento apresentado na defesa de Wesley Batista, mas que aproveita também aos demais acusados.

⁷⁴ V., p.ex., PAS CVM nº 19957.005966/2016-38, j. em 16.06.2020.

⁷⁵ A defesa cita operações da Polícia Federal realizadas nas sedes de empresas do grupo J&F entre julho de 2016 e setembro de 2017, mas as operações que, em princípio, poderiam ter demandado vendas de ações JBSS3 pela FB Participações considerando o Período Suspeito seriam, a rigor, apenas as ocorridas no máximo até maio de 2017, quais sejam (i) operação na sede da J&F, em 01.07.2016, no âmbito da Operação *Sepsis*, tendo como objeto a liberação de recursos do FI-FGTS; (ii) operação na sede da J&F e da Eldorado, em 05.09.2016, no âmbito da Operação *Greenfield*, tendo como objeto investimentos de Petros e FUNCEF na Eldorado; (iii) operação na sede da JBS, em 11.03.2017, no âmbito da Operação Carne Fraca, tendo como objeto procedimentos de vigilância sanitária nos frigoríficos; (iv) operação na sede da Eldorado, em 11.05.2017, no âmbito da Operação Lama Asfáltica, tendo como objeto pagamentos realizados a um governador de Estado; e (v) operação na sede da JBS, em 12.05.2017, tendo como objeto investimentos feitos pelo BNDES na JBS, no âmbito da Operação *Bullish*.



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

107. Cabe, porém, registrar que, em estudo técnico apresentado pela defesa, consta a informação de que os dividendos e juros sobre capital próprio recebidos pela J&F em 2017 atingiram o montante de aproximadamente R\$ 123,8 milhões⁷⁶. O dado contrasta com a informação contida na peça de defesa de que os dividendos, naquele ano, foram de cerca de R\$ 38 milhões. Na tabela com o fluxo de caixa da J&F, juntada pelas defesas de Joesley Batista e de J&F, a cifra de R\$ 38.685.931,00 está identificada como dividendos recebidos especificamente no mês de junho de 2017 e relativos à JBS (e não a todas as controladas da J&F)⁷⁷. A tabela, contudo, é restrita ao período de abril a setembro de 2017.

108. Sem embargo, as possíveis razões que teriam acarretado a redução dos referidos dividendos não são determinantes para o deslinde deste PAS, pois o que a defesa alega é que, a partir desse decréscimo nos rendimentos, o caixa da J&F teria restado comprometido frente aos compromissos financeiros exigíveis em 2017 e a saída encontrada teria sido agregar a venda de ações JBSS3, detidas pela FB Participações, ao programa de desinvestimentos do grupo que se encontrava em andamento.

109. Quanto aos compromissos financeiros que pressionavam o caixa da J&F em 2017, a defesa apresentou cópia de instrumentos de dívida do grupo, sobre os quais cabe observar o seguinte:

- (i) Foram apresentadas pela defesa duas Cédulas de Crédito Bancário (“CCB”) contratadas com o Banco Santander Brasil S.A (“Banco Santander”). Uma delas, no valor de R\$ 200 milhões, teve, segundo a defesa, pagamentos efetuados em 2013 e 2014 e vencimento de parcela final de cerca de R\$ 53 milhões, postergado, após aditamentos, para outubro de 2016, antes, porém, dos fatos objeto do PAS. A outra CCB, no valor de aproximadamente R\$ 202 milhões, teve o vencimento postergado para setembro de 2017, cerca de quatro meses após o Período Suspeito. Em ambos os casos, os financiamentos tinham como devedora a J&F, sendo que a FB Participações era prestadora de garantia real⁷⁸;
- (ii) A defesa comprovou, também, financiamentos que somavam cerca de R\$ 3 bilhões, os quais tiveram as liquidações antecipadas para setembro de 2017, mas, como se observa nos documentos juntados aos autos, tratava-se de (i) uma CCB no valor de R\$ 2,570 bilhões, emitida em 17.12.2015, tendo como credora a Caixa Econômica Federal (“CEF”), cujos recursos seriam majoritariamente destinados ao pagamento do investimento de R\$ 2,670 resultante da aquisição do controle acionário da Alpargatas S.A. (“Alpargatas”) pela J&F, comparecendo a FB Participações como interveniente

⁷⁶ Doc. 1080552. Trata-se de Parecer Econômico solicitado a Tendências Consultoria Integrada S.S. (“Tendências”) pelos defensores de Wesley Batista, tendo como objetivo a análise econômica de informações por eles disponibilizadas no âmbito da Petição nº 7003 (“PET 7003”), em curso perante o STF (o “Estudo Tendências”).

⁷⁷ A Tendências reconheceu existirem discrepâncias entre valores apurados em seu estudo e os constantes da declaração elaborada por então membro suplente do Conselho Fiscal da JBS, com informações referentes à geração de caixa da J&F desde o início de 2017 até meados de setembro do mesmo ano, que lhe serviram de base (“Declaração Ocampos”), mas afirmou que os valores constantes da referida declaração eram próximos e coerentes com aqueles apresentados em depoimento do Diretor Financeiro, A.B.

⁷⁸ A CCB no valor de R\$ 200 milhões era garantida por penhor de ações de emissão da JBS e ações de emissão da S/A Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor.



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

prestadora de garantia real⁷⁹; e (ii) uma CCB emitida em favor do Banco Bradesco S.A., em 04.10.2016, no valor aproximado de R\$ 500 milhões, com a finalidade de financiar o pagamento da Oferta Pública de Aquisição (“OPA”) de ações da Alpargatas, após a aquisição de seu controle pela J&F, tendo como devedora a Globe Investimentos S.A. (empresa do Grupo J&F) e a J&F como avalista e prestadora de garantia real⁸⁰. Em ambos os casos, o pré-pagamento dos saldos devedores se deu em setembro de 2017, em virtude da posterior alienação do controle da Alpargatas pela J&F, como indicado pela própria defesa⁸¹. A liquidação antecipada dessas CCBs se deu, portanto, muito após os fatos objeto deste PAS, com os próprios recursos recebidos com tal alienação de participação;

- (iii) Outro financiamento referido pela defesa era o representado por uma CCB emitida pela Flora Distribuidora de Produtos de Higiene e Limpeza Ltda. (empresa do Grupo J&F), em favor da CEF, no valor de R\$ 50 milhões, tendo como avalistas a J&F e a Flora Produtos de Higiene e Limpeza S.A., cujo vencimento, originalmente previsto para 03.06.2018⁸², teria sido antecipado para setembro de 2017, por exigência da credora comunicada à devedora em 31.07.2017, em razão da reavaliação de crédito da devedora e avalistas. Tratou-se de evento não planejado, ocorrido após o Período Suspeito, que não explica dita urgência da FB Participações em vender JBSS3 em abril e maio de 2017;
- (iv) Em relação aos contratos de cessão de crédito celebrados com o Banco Original S.A., a defesa destaca a forma de pagamento que, por escassez de recursos, se deu por meio de transferência de ações de emissão da JBS. Em um dos contratos, a FB Participações adquiriu créditos no montante total de R\$ 245.097.688,72, que teria sido paga à vista mediante a transferência de ações de emissão da JBS. Por sua vez, no outro contrato, a J&F adquiriu créditos no montante de R\$ 232.949.894,81, com liquidação à vista, em moeda corrente. Observa-se, porém, que tais contratos, entre partes relacionadas⁸³, foram

⁷⁹ A CCB em questão era garantida por (i) penhor de ações de emissão da Vigor Alimentos S.A. (“Vigor”), de propriedade da FB Participações, então avaliadas em R\$3,9 bilhões, e (ii) cessão fiduciária de direitos creditórios sobre (a) 100% do fluxo de dividendos devidos pela Vigor, relativamente a tais ações e; (b) sobre 40% do fluxo de dividendos devidos pela JBS à FB participações, cujos valores eram, em ambos os casos, depositados em conta vinculada e liberados à FB Participações apenas após o pagamento de qualquer parcela vencida e não paga ou de qualquer parcela de principal a vencer do financiamento no ano da distribuição de dividendos, além de outras garantias. A CCB previa que a J&F ou a FB Participações, conforme o caso, deveria pré-pagar ou amortizar a dívida perante a CEF, caso recebesse recursos com a alienação de ações que representassem participação acima de (i) 25% do capital social da Vigor, da Eldorado, da Alpargatas ou da própria FB Participações; e (ii) de 10% do capital social da JBS.

⁸⁰ Referida CCB tinha dentre as suas garantias: (i) a alienação fiduciária de ações representativas de 44,59% do capital social da Alpargatas, detidas pela J&F, e das ações que fossem adquiridas na OPA; e (ii) a cessão fiduciária dos dividendos e demais rendimentos relacionados às ações alienadas fiduciariamente.

⁸¹ Em sua defesa a J&F alegou, acerca da CCB emitida em favor do Banco Bradesco, que “[e]m 20 de setembro de 2017 a Globe liquidou o saldo do contrato (principal e juros existentes) no montante total de R\$ 499.453.850,82 e mais R\$ 2.898.248,09, a título de multa por liquidação antecipada, em decorrência da venda da Alpargatas” (grifos aditados). Por sua vez, sobre a CCB emitida em favor da CEF, a defesa também informou que “[e]m 21 de setembro de 2017, a J&F liquidou o saldo do contrato (Principal + Juros existentes) no montante total de 2.839.045.988,04, em decorrência da venda da Alpargatas. No momento da liquidação, foi exigida pela CEF a Multa, nos termos da Cláusula Décima Sétima (Da Amortização Extraordinária / Liquidação Antecipada) do contrato, no montante total de R\$ 180.628.472,48, cujo pagamento ocorreu em 25 de outubro de 2017” (grifos aditados). O Estudo Tendências também menciona o recebimento de recursos com a venda da Alpargatas.

⁸² A defesa informa que a operação teria sido originalmente contratada em 28.05.2013, mas após constantes renovações, o vencimento foi postergado para 03.06.2018.

⁸³ Doc. 0488000 (Anexo 6).



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

celebrados em junho de 2017, após o Período Suspeito. Em que pese a alegada dificuldade de caixa, a FB Participações, aparentemente, não teve problemas em contratar as cessões naquele momento, assumindo, em um dos contratos, obrigação de pagamento em dinheiro no valor de R\$ 232.949.894,81.

110. Logo, para a maior parte dessas dívidas, os vencimentos de prestações de principal se mostraram descolados da época em que ocorreram as vendas de ações JBSS3 e/ou, em alguns casos, há evidência de que o pagamento se deu com recursos oriundos de outros desinvestimentos do Grupo J&F. Não houve, ademais, cessação total do crédito ao Grupo J&F, pois foram obtidas repactuações de várias operações, inclusive após a divulgação das notícias sobre as Delações Premiadas, em 17.05.2017.

111. É verdade que algumas parcelas de juros daqueles financiamentos, que não chegaram a ser abrangidas nas repactuações, venceram no Período Suspeito, demandando recursos para o pagamento, mas não se comparavam nem de longe aos valores totais daqueles financiamentos, da ordem de bilhões de reais. Logo, ainda que se possa reconhecer que a J&F sofreu certa retração de crédito por parte das instituições financeiras, o impacto sobre os negócios da J&F aparentemente não seria necessariamente “catastrófico”, como referido nas razões de defesa.

112. Por outro lado, cabe reconhecer também que o Estudo Tendências, corroborando o depoimento prestado por A.B., indicou que o fluxo de caixa da J&F teria sido, de fato, comprometido, caso fossem desconsiderados os recebimentos oriundos das vendas de ações JBSS3⁸⁴. Adicionalmente, a defesa demonstrou que a FB Participações continuou a vender ações JBSS3 após a divulgação dos fatos relevantes⁸⁵. Nesse sentido, não é inverossímil a tese da defesa de que as vendas pudessem ter sido motivadas pela situação financeira enfrentada pela J&F entre o final do ano de 2016 e o início de 2017.

113. Sem embargo, entendo que não restaria afastada a configuração do *insider trading* ainda que tivesse sido demonstrada a alegada necessidade de caixa por parte da J&F na época em que realizadas as operações suspeitas e que tais operações já tivessem sido cogitadas por A.B., antes mesmo do início das negociações dos acordos de colaboração premiada pelos Irmãos Batista.

114. É que a proibição de negociação de posse de informação relevante não divulgada ao mercado

⁸⁴ Em textual: “Com base apenas na evolução dos recebimentos, pagamentos e do saldo de caixa apresentado na Declaração Ocampos, conclui-se que não seria possível cumprir com todas as obrigações do período sem que houvesse a venda das ações da JBS. Esse ponto fica claro ao se comparar o Fluxo de Caixa realizado no período de 24/04/2017 a 06/09/2017 – considerando, portanto, a venda das ações (Figura 1) – e o mesmo fluxo de caixa, mas excluindo a venda das ações (Figura 2). (...) Na primeira figura, nota-se que o saldo de caixa alcança níveis mínimos, mas não chega a ficar negativo em nenhum período. Já na segunda figura, que exclui do fluxo de caixa o resultado com as vendas de ações da JBS realizadas ao longo do ano de 2017, fica claro que não haveria caixa suficiente pra cobrir todas as obrigações no período analisado” (Doc. 1080552). O fluxo de caixa detalhado da J&F entre 01.01.2017 e 06.09.2017 constituía um dos anexos à Declaração Ocampos, mas não foi juntado aos autos pela defesa.

⁸⁵ Vide, p.ex., tabelas contidas no item 51 da defesa da J&F e no item 36 da defesa de Joesley Batista, que apontam vendas de ações nos meses de junho, agosto e setembro de 2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

não distingue entre negócios realizados com ou sem legítima motivação econômica. Embora a ausência de tal motivação possa constituir forte indício de operação de *insider trading*, o inverso não é verdadeiro. Necessidades financeiras podem, inclusive, conforme o caso, estimular o agente a cometer a infração, na expectativa de obter maiores ganhos ou evitar perda patrimonial.

115. Vale dizer, se havia razoável probabilidade de a divulgação da Informação Privilegiada afetar o preço das ações JBSS3, daí a sua evidente relevância, estavam os detentores dessa informação impedidos de negociar com esses ativos, enquanto a informação se mantinha sob sigilo. É o que explica a doutrina especializada, nas palavras de Nelson Eizirik, ao discorrer sobre o art. 155, §1º da LSA:

“A norma prevista no § 1º foi adaptada da legislação sobre mercado de capitais norte-americana, que consagrou o princípio do *disclose or refrain from trading* (divulgue ou abstenha-se de negociar). Assim, o administrador, na posse de informações relevantes, deve divulgá-las, a não ser que tal revelação ponha em risco interesse legítimo da companhia, caso em que lhe cabe legitimamente manter a reserva; o que não pode, por definição, é manter o sigilo e utilizar tais informações em proveito próprio”.⁸⁶⁻⁸⁷ (grifos aditados)

116. No caso, Joesley Batista tinha o domínio final sobre o fato. As vendas das ações JBSS3 não se realizariam sem a sua aquiescência. Logo, se estava de posse da Informação Privilegiada, cabia-lhe, em princípio, evitar que os negócios fossem levados a efeito e não o contrário, como veio a ocorrer.

117. A defesa alega, não obstante, que, no contexto narrado, a venda de ações JBSS3 não foi motivada pela informação detida pelos Acusados, de modo que isso afastaria a ilicitude da conduta.

118. Cita, ilustrativamente, que a Securities Exchange Commission (“SEC”) previu situações em que a negociação é admitida como válida e regular mesmo que o negociador tenha ciência de informação relevante e não pública, desde que a informação relevante detida não seja fator de decisão para implementar a negociação, e que tais situações seriam aquelas em que as negociações são realizadas independentemente da existência ou não do conhecimento da informação relevante não pública, decorrendo de atos anteriores que determinavam a implementação daquela negociação.

⁸⁶ EIZIRIK, Nelson. A Lei das SA Comentada, v. 2. Quartier Latin, 2011, p. 370. Para ilustrar essa corrente de pensamento, Lois Loss e Joel Seligman transcrevem as palavras de um juiz norte-americano no julgamento de um caso de “insider trading” proferido em 1951: “*The rule is clear: It is unlawful for an insider, such as a majority stockholder, to purchase the stock of minority stockholders without disclosing material facts affecting the value of the stock, known to the majority stockholder by virtue of his inside position but not known to the selling minority stockholders, which information would have affected the judgment of the sellers.*” (in “Fundamentals of Securities Regulation, 5ª edição, Aspen Publishers, 2004).

⁸⁷ Na mesma linha (e tomando a doutrina de Nelson Eizirik como referência), ao analisar, em obra recente, o dever de *disclosure* sob o ângulo do art. 157 §4º da LSA, correlacionando com o ilícito penal de *insider trading*, Philippe Alves do Nascimento ressalta: “A lei societária adotou, portanto, o padrão da *disclose or abstain rule*. Caso o administrador da companhia esteja em posse de informação relevante, a obrigação é de divulgá-la. Não sendo possível a divulgação, o administrador está proibido de utilizar a informação em seu proveito na negociação de valores mobiliários, ou de transmiti-la a terceiro que o faça.” (*Insider Trading e direito penal: análise do artigo 27-D da lei nº 6.385/1976 a partir do direito penal econômico*. São Paulo: Tirant lo Blanch, 2023, p. 87.



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. Complementa a defesa que o art. 15-A da ICVM nº 358/2002⁸⁸ teria adotado, ainda que de modo mais tímido, o mesmo racional para o mercado brasileiro, passando a permitir a negociação de ações mesmo nos períodos vedados, desde que amparada em plano individual de investimento, o que, por identidade de razões, também justificaria reconhecer a licitude das vendas das ações JBSS3.

120. As comparações, no entanto, são, a meu ver, descabidas.

121. Ao permitir negociações com valores mobiliários por quem detivesse informação relevante e não pública acerca do emissor, a SEC estabeleceu exigências bastante restritas, que sequer seriam atendidas se as aplicássemos às negociações de JBSS3 realizadas pela FB Participações.

122. Com efeito, segundo o regulador estrangeiro, tais negociações, grosso modo, só seriam permitidas se atendessem à execução de uma obrigação contratual, instrução de negociação ou plano de investimento, formalmente estabelecidos e preexistentes ao acesso à Informação Privilegiada. As condições do negócio (quantidade, preço e data) deveriam ser predeterminadas ou determináveis por fórmula preestabelecida. Alternativamente, poderiam ser definidas por um terceiro, mas que não estivesse ciente da informação privilegiada ao fazê-lo. Em todos os casos, a negociação deveria ser realizada de boa-fé e sem intenção de fugir das vedações legais⁸⁹.

⁸⁸ Art. 15-A. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia. § 1º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no caput e nos §§ 1º a 3º do art. 13, desde que: I – sejam formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores antes da realização de quaisquer negociações; II – estabeleçam, em caráter irrevogável e irretroatável, as datas e os valores ou quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes; e III – prevejam prazo mínimo de 6 (seis) meses para que o próprio plano, suas eventuais modificações e cancelamento produzam efeitos. § 2º Os planos de investimento referidos no caput poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no § 4º do art. 13, desde que, além de observado o disposto no § 1º: I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e II – obriguem seus participantes a reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano. § 3º É vedado aos participantes: I – manter simultaneamente em vigor mais de um plano de investimento; e II – realizar quaisquer operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações a serem determinadas pelo plano de investimento. § 4º O conselho de administração deverá verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento por eles formalizados. § 5º O uso da prerrogativa prevista neste artigo deverá ser divulgado na política de negociação da companhia. (grifos adotados).

⁸⁹ Consoante trecho da regra editada pela SEC transcrito pela própria defesa: “(c) *Affirmative defenses.* (1)(i) *Subject to paragraph (c)(1)(ii) of this section, a person's purchase or sale is not on the basis of material nonpublic information if the person making the purchase or sale demonstrates that: (A) Before becoming aware of the information, the person had: (1) Entered into a binding contract to purchase or sell the security, (2) Instructed another person to purchase or sell the security for the instructing person's account, or (3) Adopted a written plan for trading securities; (B) The contract, instruction, or plan described in paragraph (c)(1)(i)(A) of this section: (1) Specified the amount of securities to be purchased or sold and*



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

123. No mesmo sentido, o art. 15-A da ICVM nº 358/2002 previu importantes requisitos para que negociações de ações por detentores de informação privilegiada relativa à companhia emissora pudessem ser realizadas em cumprimento a plano individual de investimento, igualmente destinados a evitar que tais negociações pudessem, de alguma maneira, ser influenciadas pela posse da informação, quais sejam (i) formalização do plano de investimento perante o DRI da emissora, antes do acesso à informação privilegiada; (ii) predefinição das condições de negociação das ações, de modo irrevogável e irretroatável; e (iii) prazo mínimo de seis meses para que o plano (suas modificações ou cancelamento) produzam efeitos. A partir daí, dispôs o §7º do art. 13 da ICVM nº 358/2002 que as vedações previstas no *caput* e nos §§ 1º a 3º do art. 13 da ICVM nº 358/2002 não se aplicariam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com os procedimentos previstos no art. 15-A.

124. O objetivo da norma foi blindar tais negociações da influência que o acesso à Informação Privilegiada naturalmente exerceria sobre quem viesse a realizá-las em período vedado. No mesmo sentido, o §6º do art. 13 da ICVM nº 358/2002 estipulou que a vedação prevista no *caput* não se aplica à aquisição de ações que se encontrassem em tesouraria, mediante negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratasse de outorga de ações a administradores, empregados ou

the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold; (2) Included a written formula or algorithm, or computer program, for determining the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold; or (3) Did not permit the person to exercise any subsequent influence over how, when, or whether to effect purchases or sales; provided, in addition, that any other person who, pursuant to the contract, instruction, or plan, did exercise such influence must not have been aware of the material nonpublic information when doing so; (C) The purchase or sale that occurred was pursuant to the contract, instruction, or plan. A purchase or sale is not “pursuant to a contract, instruction, or plan” if, among other things, the person who entered into the contract, instruction, or plan altered or deviated from the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities (whether by changing the amount, price, or timing of the purchase or sale), or entered into or altered a corresponding or hedging transaction or position with respect to those securities. (ii) Paragraph (c)(1)(i) of this section is applicable only when the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities was given or entered into in good faith and not as part of a plan or scheme to evade the prohibitions of this section. (iii) This paragraph (c)(1)(iii) defines certain terms as used in paragraph (c) of this Section. (A) Amount. “Amount” means either a specified number of shares or other securities or a specified dollar value of securities. (B) Price. “Price” means the market price on a particular date or a limit price, or a particular dollar price. (C) Date. “Date” means, in the case of a market order, the specific day of the year on which the order is to be executed (or as soon thereafter as is practicable under ordinary principles of best execution). “Date” means, in the case of a limit order, a day of the year on which the limit order is in force. (2) A person other than a natural person also may demonstrate that a purchase or sale of securities is not “on the basis of” material nonpublic information if the person demonstrates that: (i) The individual making the investment decision on behalf of the person to purchase or sell the securities was not aware of the information; and (ii) The person had implemented reasonable policies and procedures, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individuals making investment decisions would not violate the laws prohibiting trading on the basis of material nonpublic information. These policies and procedures may include those that restrict any purchase, sale, and causing any purchase or sale of any security as to which the person has material nonpublic information, or those that prevent such individuals from becoming aware of such information.” (grifos adotados).



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

prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia.

125. Nesses casos, por sua relevância prática, a própria regulamentação reconheceu que a negociação de valores mobiliários, ainda que contemporânea ao conhecimento de Informação Privilegiada, teria se dado com finalidade outra que não a de obter vantagem indevida. Ambas as hipóteses apresentam em comum o fato de as compras ou vendas ocorrerem segundo condições contratuais previamente determinadas quando não existia Informação Privilegiada, de tal modo que o elemento intencional – consistente no intuito de obter vantagem com a utilização da informação – ficava afastado no momento posterior de execução das operações⁹⁰.

126. No entanto, como visto, as vendas de ações JBSS3 pela FB Participações não decorreram do mero cumprimento de obrigações preexistentes. Ao contrário, as condições dessas negociações foram definidas paulatinamente durante os pregões tidos ao longo no Período Suspeito e, como visto, com a necessária aquiescência e acompanhamento de Joesley Batista, então já detentor da Informação Privilegiada, em um cenário de evidente assimetria informacional.

127. Nessas circunstâncias, não há como supor logicamente que, mesmo ciente da Informação Privilegiada, Joesley Batista não tenha dela se valido para negociar, em contraposição àqueles que não a detinham. O fenômeno em tela foi bem captado em voto do ex-Diretor Gustavo Machado Gonzalez, como relator do PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26.09.2017:

“Ademais, é pouco factível supor que uma pessoa que possui uma informação privilegiada consegue neutralizar os efeitos dessa informação ao avaliar uma possível negociação. Nesse sentido, um tribunal norte-americano asseverou que: “ao contrário de uma arma carregada, que pode permanecer pronta e não ser utilizada, **a informação privilegiada não pode ficar inerte na mente humana.**”⁹¹ (grifos adotados)

128. É até possível admitir que, ao realizar-se a negociação, se pretendesse também atender a alguma outra finalidade econômica, mas esse será, quando muito, um intento concomitante, que não elimina (ou anula) o dolo atinente à prática do *insider trading*.

129. A partir da narrativa apresentada pela defesa, reconheço que Joesley Batista, controlador indireto e administrador da FB Participações, podia estar diante de uma decisão complexa, que envolvia, concomitantemente: (i) a necessidade de manter sigilo sobre os procedimentos de colaboração premiada e fatos objeto da delação; (ii) a necessidade de reforçar o caixa da J&F; e (iii) a impossibilidade de

⁹⁰ Nesse sentido, v. voto do Diretor Pablo Renteria, no julgamento do PAS CVM nº RJ2014/10290, ocorrido em 13.06.2017.

⁹¹ O voto cita, ainda, trecho da decisão proferida por um tribunal estadunidense em que se inspira. No original: “*Unlike a loaded weapon which may stand ready but unused, material information cannot lay idle in the human brain.*” United States v. Teicher, 987, F. 2d 112 (2d Cir. 1993).



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

negociar ações JBSS3 de posse da Informação Privilegiada⁹².

130. Excepcionalmente, em alguns precedentes, com os quais inclusive acena a defesa, o Colegiado da CVM já admitiu que a responsabilização por prática de *insider trading* pudesse ser elidida caso existisse uma situação emergencial cuja única saída fosse a negociação das ações. Tais julgados reconheceram situações em que não deveria haver responsabilização daquele que fez uso da informação privilegiada, com base em fundamentos que, a meu ver, muito se assemelham à ideia de uma excludente de culpabilidade do infrator (como ocorre quando há o reconhecimento de inexigibilidade de conduta diversa), mais do que propriamente de atipicidade ou excludente de ilicitude da conduta⁹³. Nesse sentido, e sem descartar eventual relevância da questão para apreciação de outros elementos do ilícito administrativo, tem-se a lição doutrinária, em recente obra, de Marcelo Cavali:

“Se a transação foi realizada com o uso da informação privilegiada, antecipando-se ao mercado, buscou-se evidentemente obter uma vantagem, ainda que o produto dessa negociação seja utilizado na solução de problemas financeiros da companhia ou de que realizou a negociação. É irrelevante, para a caracterização de intenção de obter vantagem, o motivo último da negociação.”⁹⁴ (grifos aditados)

131. Por vezes, houve casos julgados pela CVM em que a motivação lastreada em operação legítima, apresentada como contraíndício, foi forte o suficiente, considerado o conjunto de indícios, para colocar em dúvida outros elementos necessários a configuração do tipo, notadamente no que tange ao próprio acesso e uso da Informação Privilegiada. Todavia, não é o que ocorre, a meu ver, neste caso, em que a posse era inclusive inequívoca, não havia pactuação preexistente quanto aos termos das negociações nem tampouco restou claramente demonstrado, nestes autos, que a venda de ações JBSS3, detidas pela

⁹² Em sua defesa, Wesley Batista descreveu a complexidade da situação, sob a ótica de Joesley Batista, ainda que não se sustente, a meu ver, a alegação de que nada pudesse ter feito diferentemente porque isso significaria descumprir o acordo de confidencialidade firmado com o MPF, *verbis*: “583. Se a saída para a crise emergencial da J&F era a venda do excesso de JBSS3 é possível exigir que Joesley se posicionasse junto aos demais administradores da J&F e da FB no sentido de que tais negócios (venda de ações JBSS3) não poderiam ser realizados? 584. Joesley poderia alterar a sua conhecida rotina de trabalho, impedindo que se implementasse a solução óbvia para o descompasso de caixa da J&F? (...) 587. Qualquer conduta diferente dessa não apenas infringiria deveres fiduciários, criando riscos para a companhia administrada (e suas controladas), como poderia ensejar desconfiças ou mesmo o vazamento inadvertido da colaboração premiada por suspeita. 588. Ainda que Joesley agisse de tal modo, comportando-se estranhamente, apenas junto ao Diretor Financeiro da J&F, responsável pelas ordens de venda das ações, haveria descumprimento potencial e provável da confidencialidade. (...) 590. Não é possível exigir que Joesley, e até mesmo Wesley, dessem razões para que terceiros desconfiassem das tratativas com a PGR. Isso implicaria no descumprimento culposo da lei e do termo de confidencialidade firmado” (Doc. 0487211).

⁹³ Neste sentido: PAS CVM nº RJ2013/13172, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 25.04.2017; PAS CVM nº 07/1991, Rel. Dir. José Estevam de Almeida Prado, j. em 06.06.1994; PAS CVM nº 17/2002, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 25.10.2005, em cujo voto se destaca que seria razoável admitir a negociação, ainda que na pendência de divulgação de fato relevante, caso fique comprovado que foi realizada por uma “necessidade premente”, frente à qual não se poderia exigir da pessoa conduta diversa; e PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09.12.2015.

⁹⁴ CAVALI, Marcelo Costenaro. *Insider Trading – Repressão Administrativa e Penal do Uso Indevido de Informação Privilegiada*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 162.



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

FB Participações, controladora da JBS e sua controlada, teria sido, de fato, a única alternativa para fazer frente ao alegado problema de liquidez.

132. É possível que tenha sido a alternativa preferível sob a ótica dos acionistas controladores da J&F, mas não necessariamente a única. Nesse sentido apontou o Estudo Tendências, apresentado pela defesa, inclusive contrastando o que fora afirmado, em depoimento, pelo Diretor Financeiro da J&F:

“Dessa forma, uma empresa holding, para sustentar os desembolsos previstos com os investimentos requeridos e as obrigações financeiras vencíveis em um determinado ano frente a uma redução na geração de caixa prevista, teria que: (i) buscar fontes de financiamento alternativas; ou (ii) desfazer-se dos seus ativos.

Obter capital de terceiros como fonte de financiamentos para a J&F **no período analisado era visto** pelo depoente como **algo desafiador**, devido ao aumento da percepção de risco por parte dos financiadores diante das investigações sobre a empresa. **Uma alternativa de financiamento seria o aporte de capital próprio pelos acionistas; todavia, tal opção reduziria o valor presente do investimento para os acionistas e o retorno do investimento realizado no passado, o que desestimularia a adoção dessa solução** frente a **outras alternativas**.

A venda de ativos, por sua vez, seria a opção preferível para a geração de caixa frente ao aporte dos acionistas, uma vez que era uma opção viável e que **potencialmente não reduziria a perspectiva de rentabilidade dos acionistas do grupo J&F**. A venda de ativos seria viável porque existiam investimentos maduros que poderiam ser desinvestidos pela holding (i.e., Vigor e Âmbar), além de investimentos com elevada liquidez que poderiam ser facilmente convertidos em caixa (i.e., ações de emissão da JBS). Ao mesmo tempo, **a venda de ativos potencialmente não reduziria o valor presente e o retorno dos acionistas**, uma vez que é assumida a possibilidade de que os desinvestimentos ocorressem aos respectivos valores presentes dos ativos, de forma que a venda trocava a perspectiva de rentabilidade futura por uma quantia monetária equivalente no presente.”⁹⁵ (grifos aditados)

133. Vale citar, ainda, a respeito, trecho do parecer técnico apresentado pela defesa, em que se analisou se a situação econômico-financeira da J&F, observada no 1º semestre de 2017, determinava a necessidade de alienação de algum ativo da empresa para suprir suas necessidades de financiamento:

“Apesar de não se revelarem no período analisado (1º/2017) indícios imediatos de insolvência, esta situação descrita, *ceteris paribus*, **pode se tornar** evidentemente insustentável para a continuidade da empresa. Não há como manter investimentos e promover o crescimento da empresa com geração insuficiente de caixa (Fluxo de Caixa Disponível negativo), baixa participação de capital próprio (o Patrimônio Líquido financia somente 24% do total do Ativo) e taxa de retorno que não remunera o custo de oportunidade (taxa de retorno sobre o capital próprio inferior a 3,0%), conforme indicadores apurados das demonstrações contábeis no período de 1º/2017. **A empresa emite sinais que deve procurar uma solução para a retomada do equilíbrio financeiro e viabilidade econômica** de seu negócio, através de uma reestruturação financeira, considerando, **entre outras medidas**, principalmente o

⁹⁵ Doc. 1080552.



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

aporte de capital próprio (capitalização da empresa) e alienação de ativos.

Na **sugestão** de alienação de ativos podem ser destacadas vendas de ações de companhias de capital aberto mantidas pela J&F, sempre que revelaram boa liquidez e preços de mercado equivalentes ao seu valor econômico (*fair value*). Esta alternativa pode propiciar a J&F maior liquidez para a venda e rapidez de **negociação frente a outras alienações de ativos, não onerando ainda o acionista com novos aportes de capital.**⁹⁶ (grifos adotados)

134. Não obstante, qualquer que fosse a solução adotada para solucionar o problema de liquidez da J&F (e não caberia à CVM se imiscuir no mérito de tal decisão negocial), ela deveria se compatibilizar com as vedações e os comandos legais e regulatórios. Caso a administração da FB Participações chegasse à conclusão de que a venda de ações JBSS3 detidas era a melhor alternativa (ou única), para atender às necessidades de sua controladora, o que se esperaria minimamente é que Joesley Batista, dada a situação em que se encontrava, se cercasse dos necessários cuidados e adotasse procedimentos que assegurassem que eventual decisão da *holding* sobre tais vendas fosse tomada sem a sua participação⁹⁷.

135. Mas nada parecido com isso ocorreu. Pelo contrário, como detalhado, a participação de Joesley Batista foi, desde o início, decisiva para a consecução das vendas de ações JBSS3 no Período Suspeito.

136. Note-se, em acréscimo, que não houve, à época, qualquer formalização, no âmbito da governança interna da FB Participações, quanto à justificativa para as vendas das ações, que chegaram a abranger, em certos momentos, cerca de 60% do volume negociado no mercado. As primeiras tentativas de explicar as negociações ocorridas no Período Suspeito só apareceram quando o assunto já se encontrava sob investigação da CVM, ou quando já em curso este PAS, mediante juntada de documentação suplementar, contratação de estudos etc. que aparentam querer justificar o passado, nada havendo antes de disso para demonstrar que a FB Participações se valera exclusivamente de informações públicas ou informações técnicas para respaldar as negociações com ações JBSS3, e não de informações sigilosas e ainda não divulgadas sobre o acordo de colaboração premiada que seus administradores e controladores

⁹⁶ Trata-se de parecer da lavra do Prof. Alexandre Assaf Neto, apresentado pela defesa em 15.01.2021 (Doc. 1177689).

⁹⁷ Nesse sentido, *mutatis mutandis*, vale citar Manifestação de voto da ex-Diretora Luciana Dias, no julgamento do PAS CVM nº 02/2010, em 09.07.2013: “(...) acredito que seja importante observar que a delegação da decisão de investimento e desinvestimento para terceiros de acordo com critérios objetivos previamente estabelecidos, ou mesmo de acordo com a discricionariedade deste terceiro, é uma prática legítima e até mesmo saudável para evitar o impedimento de negociar imposto pela regulamentação. De um lado, há certas pessoas, como os controladores e administradores, que estão frequentemente impedidos de negociar por possuírem informações não disponíveis ao mercado. No entanto, controladores e administradores, assim como quaisquer outros investidores, precisam, de tempos em tempos, reorganizar patrimônio, liquidar investimentos, enfim, negociar com suas ações. Harmonizar essas duas realidades é, muitas vezes, desafiador, em especial quando essas pessoas estão ligadas a uma companhia que, frequentemente, analisa novas aquisições e negócios, em que há perspectiva de reestruturação, ou mesmo que se comunica rotineiramente com o mercado. E este parecia ser o caso da COSAN S.A., que por muitos meses estudou a reorganização e, durante todo este período, com mais ou menos relevância e concretude, os seus controladores e administradores possuíam informações não divulgadas ao mercado. (...) desde que a delegação prove-se efetiva e que não haja comunicação de informações relevantes ou ingerência de quem a detenha, acredito que tal mecanismo seja suficiente para uma absolvição.” (grifos adotados).



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

indiretos negociavam com o MPF. Os indícios e provas colhidos neste PAS mostram, aliás, que seria mesmo de todo improvável a existência de documentos com esse teor.

137. Por fim, em que pese Joesley Batista não detivesse a propriedade das ações JBSS3 vendidas no Período Suspeito, as quais pertenciam à FB Participações, sua responsabilização pela violação ao art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002, decorre de previsão expressa do art. 20, inciso II, da mesma Instrução, segundo o qual estão compreendidas na vedação de uso indevido de informação privilegiada, dentre outras, as negociações realizadas pelo administrador da emissora por meio de sociedade controlada⁹⁸.

138. Desse modo, considerando as presunções aplicáveis à disciplina do *insider trading* e a prevalência, na forma da fundamentação supra, dos indícios trazidos pela Acusação, no cotejo com os contraindícios apresentados pelas defesas, concluo que restou demonstrado que, no Período Suspeito, Joesley Batista e FB Participações venderam ações JBSS3, de posse da Informação Privilegiada, com o intuito de obter vantagem para si (diretamente, no caso da FB Participações e indiretamente, no caso de Joesley Batista), em infração ao art. 13, *caput*, da então vigente ICVM nº 358/2002.

VI INFRAÇÃO AO DEVER DE LEALDADE – ART. 155, §1º, DA LSA (JOESLEY BATISTA)

139. Joesley Batista é acusado de ter infringido também o art. 155, §1º, da LSA, ao comandar a venda das ações JBSS3 pela FB Participações.

140. Com efeito, é cediço que a prática de *insider trading* por administrador de companhia aberta configura hipótese de violação ao dever de lealdade. Como explica Nelson Eizirik:

“A modalidade mais relevante de infração ao dever de lealdade no caso da companhia aberta é a do insider trading, que constitui o uso indevido de informações confidenciais para negociar com valores mobiliários por parte de pessoas que estão “por dentro” dos negócios da companhia, como é o caso dos administradores, a preços que ainda não estão refletindo o impacto de certas informações relevantes, que são de seu exclusivo conhecimento. Assim agindo, o insider obtém o melhor preço: mais alto se estiver vendendo, mais baixo se estiver comprando. Trata-se de evidente modalidade de comportamento desleal, uma vez que o administrador compra ou vende os valores mobiliários emitidos pela companhia a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações relevantes, que são de seu exclusivo conhecimento.”⁹⁹ (grifos aditados)

141. Ainda que as negociações tenham sido ordenadas pelo acusado, na qualidade de Diretor Presidente da *holding* FB Participações, ele era, ao mesmo tempo, membro do CA da JBS, emissora das ações JBSS3. É inconteste que Joesley Batista, à época dos fatos, detinha a Informação Privilegiada

⁹⁸ Art. 20. As vedações e (...) estabelecidas nesta Instrução:(...) II - estendem-se às negociações realizadas direta ou indiretamente pelas pessoas nela referidas, quer tais negociações se deem através de sociedade controlada, quer através de terceiros com quem for mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira ou ações. (grifos aditados)

⁹⁹ A Lei das SA Comentada, v. 2. Quartier Latin, 2011, p.370.



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

pertinente à JBS, de cuja administração integrava e, portanto, também em razão disso, deveria abster-se de participar, direta ou indiretamente, de negociações com ações JBSS3, de emissão da companhia.

142. Por conseguinte, entendo que Joesley Batista deve ser condenado também por infração ao art. 155, §1º, da LSA, uma vez que a referida negociação se deu, ao mesmo tempo, em violação ao dever de lealdade à JBS, a que estava subordinado o referido administrador.

143. Contudo, cabe reconhecer que se está diante de uma única conduta, pela qual violou, ao mesmo tempo, os comandos da LSA e da ICVM nº 358/2002, circunstância inclusive admitida pela própria Acusação ao postular, no RI, a responsabilização de Joesley Batista por violação ao art. 155, §1º, da LSA, em combinação com o art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002.

144. Assim, entendo que deve ser aplicada uma única penalidade ao acusado, relativamente a tais violações, ainda que sopesando essa circunstância, por ocasião da dosimetria.

VII INFRAÇÃO POR NEGOCIAÇÃO EM PERÍODO VEDADO (ART. 13, §3º, II, DA ICVM Nº 358/2002)

145. A Acusação propôs, também, a responsabilização da FB Participações por ter vendido ações JBSS3 em período vedado para negociação, por estar em curso o Plano de Recompra 2017, em violação ao art. 13, §3º, inciso II, da ICVM nº 358/2002 e, ainda, ao art. 116, § único, da LSA.

146. Consoante o referido dispositivo, a negociação com valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou a eles referenciados, fica vedada aos respectivos acionistas controladores diretos ou indiretos e administradores (diretores e membros do CA), sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.

147. Com a proibição, buscou-se prevenir o risco de interferências indevidas na formação de preços dos valores mobiliários de emissão da companhia, o que, na visão do regulador, seria mais propício de ocorrer quando presente tal circunstância, independentemente de qual tenha sido a intenção dos envolvidos. Por isso, entende-se que a vedação do art. 13, §3º, II, da ICVM nº 358/2002 é de natureza objetiva. O tipo não exige qualquer resultado material e prescinde de dolo. Pune-se a mera conduta¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Ilustrando a questão no âmbito do direito penal, destaque-se a seguinte lição assentada em precedente julgado pelo STF: “Nessa espécie de delito, o legislador penal não toma como pressuposto da criminalização a lesão ou o perigo de lesão concreta a determinado bem jurídico. Baseado em dados empíricos, o legislador seleciona grupos ou classes de ações que geralmente levam consigo o indesejado perigo ao bem jurídico. (...) A tipificação de condutas que geram perigo em abstrato, muitas vezes, acaba sendo a melhor alternativa ou a medida mais eficaz para a proteção de bens jurídico-penais supraindividuais ou de caráter coletivo, como, por exemplo, o meio ambiente, a saúde etc. Portanto, pode o legislador, dentro de suas amplas margens de avaliação e de decisão, definir quais as medidas mais adequadas e necessárias para a efetiva proteção de determinado bem jurídico, o que lhe permite escolher espécies de tipificação próprias de um direito penal preventivo. Apenas a atividade legislativa que, nessa hipótese, transborde os limites da proporcionalidade, poderá ser tachada de inconstitucional.” (STF, HC 102.087/MG, Rel. Min. Celso de Mello, j. em 28.02.2012, 2ª T., DJe 13.08.2012).



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

148. No caso vertente, é incontroverso que a FB Participações vendeu ações de emissão da JBS no mesmo período em que estava em curso a recompra de ações pela companhia (nos dias 24 a 27.04 e 17.05.2017). A tipicidade, portanto, é evidente.

149. A defesa, a seu turno, admitiu que a FB Participações teve ciência da aprovação do Plano de Recompra 2017, mas alegou que a controladora não teria sido informada pelo DRI da JBS acerca de quando se iniciaram efetivamente as aquisições de ações JBSS3 pela emissora, como determinava a sua política de negociação de valores mobiliários, de modo que não poderia ser responsabilizada. Também aduziu que a FB Participações precisava vender ações JBSS3 para gerar caixa e quitar dívidas.

150. Ora, considerando que o Plano de Recompra foi aprovado pelo CA da JBS em 08.02.2017, ao menos desde aquele momento caberia à controladora tomar as devidas precauções para se certificar, nos dias em que iria efetuar as vendas de ações JBSS3, de que a companhia não estaria atuando concomitantemente no mercado, na execução do referido programa de recompras¹⁰¹.

151. O descumprimento, pelo DRI, da política interna da JBS, se ocorreu, não exime a FB Participações de responsabilização. Quando muito, pode ter servido para dificultar a constatação da irregularidade das vendas por ela efetuadas, no período vedado (e mesmo a prática do *insider trading*).

152. Eventual premência de caixa também não exoneraria a controladora da observância da norma. Caberia a ela realizar as negociações com ações JBSS3 nos dias em que a JBS não estivesse operando.

153. Concluo, portanto, que a FB Participações incorreu, objetivamente, na vedação do art. 13, §3º, II, da ICVM nº 358/2002, ao vender ações JBSS3 nos dias em que a companhia emissora realizou as recompras de ações JBSS3.

154. Observo, por oportuno, que tanto a violação do *caput* do art. 13 da ICVM nº 358/2002, quanto a infração ao seu §3º, II, decorreram da realização de operações de venda de ações JBSS3. Mas, no caso do *insider trading*, reprimem-se as negociações realizadas pela FB Participações com intenção de auferir vantagem no mercado de capitais, mediante uso indevido de informação privilegiada, independentemente de terem ocorrido concomitantemente recompras, nas mesmas datas. O descumprimento ao art. 13, §3º, II, da ICVM nº 358/2002, pressupõe, a seu turno, a concomitância entre as vendas e as recompras realizadas pela JBS.

¹⁰¹ No passado, o Colegiado da CVM já admitiu ter configurado infração ao art. 13, §3º, II, da ICVM nº 358/2002, a negociação das ações, por membro do CA da companhia emissora, entre a data da aprovação do programa de recompra e sua divulgação ao mercado, antes mesmo, portanto, de terem se iniciado efetivamente as recompras. Em textual: “5. Ora, ao mencionar *“sempre que estiver em curso a aquisição de ações em tesouraria”, a Instrução estabeleceu, de forma objetiva, como data inicial da proibição a data em que é deliberada a aquisição de tais ações.*” (grifos adotados) (PAS CVM nº RJ 2003/5627, Rel. Dir. Norma Parente, j. em 28.01.2015).



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

VIII INFRAÇÃO AO DEVER DE LEALDADE DO ACIONISTA CONTROLADOR E ABUSO DE PODER DE CONTROLE – ART. 116, § ÚNICO, DA LSA E ART. 117 DA LSA C/C ART. 1º, XIII, DA ICVM Nº 323/2000

155. A Acusação também imputa à FB Participações responsabilidade por ter descumprido seu dever de lealdade enquanto acionista controladora, em infração ao art. 116, § único, da LSA, (i) em razão do uso indevido da Informação Privilegiada em negociações com ações JBSS3; e (ii) em virtude da venda de ações JBSS3 quando em curso aquisições de ações da mesma espécie pela JBS.

156. Ao mesmo tempo, entende a Acusação que a *holding* praticou abuso de poder de controle, ao ter vendido as ações de emissão de sua controlada, de forma a beneficiar a si própria enquanto acionista, em violação ao disposto no art. 117, *caput*, da LSA, c/c o artigo 1º, XIII, da ICVM nº 323/2000.

157. Segundo a Peça de Acusação, o fundamento para regulamentar o uso de informação privilegiada por parte de acionistas controladores (como, por exemplo, então previsto no *caput* do art. 13 da ICVM nº 358/2002 e, anteriormente, no *caput* do art. 10 da ICVM nº 31/1984¹⁰²) encontra-se nos arts. 116, § único, e 117 da LSA, que fixam o dever dos acionistas controladores de respeitar e atender lealmente os direitos e interesses dos demais acionistas, assim como de não abusar da sua posição de controle.

158. Nesse ponto, tenho entendimento divergente da Acusação quanto ao alcance do art. 116, § único, da LSA, pois não vislumbro uma implicação direta entre a violação à proibição de uso indevido de informação privilegiada e a inobservância dos deveres atribuídos ao controlador no referido dispositivo legal. Do contrário, seriam sempre violados em conjunto. Como já me manifestei em outro PAS:

“41. Com a devida vênia, entretanto, entendo que a conjugação do art. 155, § 4º, com o art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A., para fins de acusação quanto à prática de *insider trading*, é desnecessária, e, no presente caso, mais do que isso, revela-se inadequada.

42. A esse respeito, transcrevo excerto do voto da então diretora Luciana Dias, no PAS CVM nº RJ2012/13047, julgado em 04.11.2014, cujo entendimento compartilho integralmente:

O art. 116, parágrafo único, trata da obrigação do acionista controlador de usar o seu poder com o fim de fazer a companhia cumprir com seu objeto social, bem como estabelece deveres e responsabilidades do controlador ‘para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender’.

É comum encontrar na doutrina jurídica a identificação desse dispositivo com a criação de

¹⁰² O RI cita trecho da Nota Explicativa nº 28/84, que tratou do tema, à luz da ICVM nº 31/1984: “A Instrução estende ao acionista controlador o dever de guardar sigilo sobre atos ou fatos relevantes de que tenha conhecimento em razão da posição que ocupa dentro da companhia. Tendo em vista que a lei societária determina que tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa e para com a comunidade em que atua (art. 116, Parágrafo único da LEI Nº 6.404/76), nada mais lógico que atribuir-lhe, expressamente, o dever de manter sigilo quanto a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado. (...) O fundamento legal para regulamentar o uso de informação privilegiada por administradores e acionistas controladores encontra-se nos artigos 155, §1º, 116, Parágrafo único e 117, da LEI Nº 6.404/76 e 18, item II, a, da LEI Nº 6.385/76”.



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

um dever fiduciário para o controlador, notadamente um dever de lealdade. Paralelamente, os comandos que historicamente embasam a repressão ao uso indevido de informações privilegiadas estão associados ao art. 155 da mesma lei, que trata do dever de lealdade dos administradores.

Ainda que compreenda a associação feita pela SEP, entendo que ela é inadequada e, principalmente, desnecessária. Enquanto o art. 155, §§ 1º e 4º, da Lei nº 6.404, de 1976, tem como objeto especificamente o tratamento de informações privilegiadas, o art. 116, parágrafo único, parece mais abrangente e preocupado com a orientação dos negócios da companhia, o que dificulta uma relação direta com a prática de *insider trading*.

Ainda que referido comando tenha sido usado em outros tempos pela CVM para coibir o uso indevido de informações privilegiadas pelo controlador, ele sequer é mencionado no preâmbulo da Instrução CVM nº 358, de 2002, (...). Não vejo qualquer necessidade ou efeito prático para o embasamento defendido pela Acusação hoje em dia, uma vez que o art. 155, §4º, é abrangente o suficiente para compreender tanto controladores quanto agentes do mercado em geral.”¹⁰³ (grifos aditados)

159. Com efeito, a vasta maioria dos precedentes deste Colegiado, após a reforma promovida pela Lei nº 10.303/2001, corrobora o entendimento de que a vedação à negociação com uso indevido de informação privilegiada tem base nos comandos da ICVM nº 358/2002 (atualmente da RCVM nº 44/2021), e no art. 155, §§1º e 4º, da LSA. Destaque-se que os fatos objeto deste PAS remontam a 2017.

160. Tampouco identifiquei violação ao art. 116, § único, da LSA, pelo fato de as vendas de ações JBSS3 terem sido realizadas em período vedado.

161. A meu ver, não é possível depreender, da acusação formulada, uma correlação direta entre os negócios jurídicos realizados pela FB Participações no período vedado (i.e., as vendas enquanto eram realizadas recompras, em infração à ICVM nº 358/2002) e o descumprimento de dever fiduciário (dever de lealdade) da acusada, enquanto acionista controladora¹⁰⁴.

¹⁰³ PAS CVM nº RJ2015/9443, de minha relatoria, j. em 04.06.2019. Naquele caso, concluí que a acusação deveria ser analisada exclusivamente à luz do art. 155, §4º, da LSA, que considerarei suficientemente abrangente para compreender acionistas (controladores ou não) e outras pessoas não alcançadas pelo §1º do mesmo art. 155. Observo que lá, diferentemente deste PAS, a acusação não havia sido formulada com base no art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002. No entanto, essa circunstância não altera minha conclusão, uma vez que, neste PAS, o art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002 constitui fundamento suficiente para a responsabilização do acionista controlador pela prática de *insider trading*, refletindo, ademais, a proibição presente no art. 155, §4º, da LSA (antes mesmo da inserção deste dispositivo na LSA, era possível depreender a competência da CVM para coibir a prática do *insider trading* em geral, do disposto no art. 18, II, alínea “b” da Lei nº 6.385/1976, por se tratar, conceitualmente, de modalidade de prática não equitativa). Vale notar, ainda, que meu voto no PAS CVM nº RJ2015/9443 se deu em linha com a manifestação de divergência da ex-Diretora Luciana Dias no julgamento do PAS CVM nº 2012/13047, ocorrido em 04.11.2014, sendo que naquele outro precedente, o acionista controlador havia sido acusado por ter violado o art. 13, §4º, da ICVM nº 358/2002, c/c o art. 116, § único, da LSA, de modo que aquele PAS também não envolvia alegação de infração ao art. 155, §4º, da LSA.

¹⁰⁴ Cite-se, a propósito da natureza do dever previsto no § único do art. 116 da LSA: “O parágrafo único do presente artigo institui o dever fiduciário do controlador, cujo poder de governar autonomamente a companhia corresponde ao dever 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

162. Não enxergo, do mesmo modo, abuso do poder de controle sobre a JBS na venda de ações JBSS3 pela FB Participações, em violação ao art. 117 da LSA c/c o artigo 1º, XIII, da ICVM nº 323/2000. Acolho, a propósito, a argumentação da defesa no sentido de que a venda das ações JBSS3 no Período Suspeito, por si só, constituiu ato negocial inserido na esfera da acionista FB Participações, sem afetar a posição jurídica da emissora das ações (a JBS). Não consistiu, portanto, em ato de controle, de modo que não se poderia falar em abuso de poder de controle.

163. Em outras palavras, não há indicação, na Peça de Acusação, de como a FB Participações, ao vender ações JBSS3, teria exercido o poder de direção da companhia controlada (JBS), conduzindo-a em desvio de finalidade ou fazendo-a assumir conduta que não atendesse ao seu interesse social.

164. Além disso, ainda que que as vendas de ações JBSS3 no Período Suspeito tenham proporcionado aos controladores vantagem indevida, não há nessa vantagem, em si, correspondência com potencial dano impingido à controlada, que pudesse, então, corroborar ter ocorrido abuso de poder de controle.

165. Tal acusação não se sustenta tampouco sob a ótica do art. 1º, XIII, da então vigente ICVM nº 323/2000. Segundo o dispositivo em questão, constitui modalidade de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta *“a compra ou a venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas”* (grifos aditados).

166. Pela dicção da norma, entendo que o regulador quis se referir ao ato pelo qual o acionista controlador usa seu poder de controle para fazer com que a própria companhia controlada efetue a compra ou venda de valores mobiliários de sua emissão, visando, de algum modo, a beneficiar alguns acionistas, em detrimento dos demais integrantes da base acionária¹⁰⁵.

167. Nesse caso, se estaria, em tese, diante de um ato de controle, em que o acionista controlador

fazê-lo visando à realização do seu objeto social, atendida a sua função social. Esse dever se estende à preservação dos direitos políticos e patrimoniais dos demais acionistas (ordinaristas e preferencialistas), além de atender aos interesses do fator trabalho da empresa, aos dos seus stakeholders e aos da comunidade em que atua. O dever fiduciário do controlador decorre da sua situação jurídica de poder dispor de bens alheios —os da companhia— como um proprietário. Tal posição jurídica decorre do seu poder de governar a sociedade autonomamente, sem o concurso, portanto, dos minoritários para a formação, a declaração e a consecução (implementação) da vontade social. Daí o caráter permanente do exercício do poder de controle. A regra fundamental que decorre do parágrafo único é que não poderão os controladores buscar os seus interesses pessoais na condução da companhia em detrimento dos interesses desta e dos de seus acionistas minoritários. Trata-se do dever de lealdade, que constitui princípio normalizado de ampla aplicação aos casos concretos e de fácil ajustamento às situações factuais de antijuridicidade, detectáveis, a todo o tempo, no exercício do controle societário” (grifos aditados) (CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º Volume - Artigos 75 a 137 – 5ª ed., São Paulo: Saraiva, 2011 pp. 577-578).

¹⁰⁵ Em outros incisos do art. 1º da ICVM nº 323/2000, é possível observar a mesma técnica redacional, pela qual o ato abusivo é descrito predominantemente a partir da conduta que a companhia controlada praticará sob o comando abusivo do controlador (p.ex., nos incisos II, III, IV e V, além do próprio inciso XIII, ora analisado). Em alguns incisos, por sua vez, a norma enfatiza a ação ou omissão, em si, praticada abusivamente pelo controlador (p.ex., nos incisos VI, XIV e XV). Por fim, em outros, a redação é abrangente e compreende o abuso do poder de controle sob ambas as perspectivas.



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

direcionaria os negócios da controlada. Ainda assim, seria necessário demonstrar, em cada caso concreto, como o acionista teria exercido, na prática, o poder de controle de forma abusiva (se por meio de voto em assembleia de acionistas, ou em reunião de órgãos de administração, por meio de influência na atuação de administradores que tenha elegido ou que estejam vinculados, mediante acordo de acionistas, a orientação de voto emanada do acionista controlador ou outros atos voltados a tal fim).

168. Desse modo, o dispositivo invocado na Peça de Acusação não se coaduna, a meu juízo, com a conduta praticada pela FB Participações que a Acusação considerou como abusiva, no caso, a venda das ações JBSS3 com base em Informação Privilegiada.

169. Deixo, de outra parte, de tratar das alegações da defesa atinentes à inaplicabilidade de tais dispositivos à compra de ações JBSS3 pela JBS, e eventual atuação abusiva da FB Participações, como acionista controladora, nesse contexto, uma vez que a Acusação não formulou contra a FB Participações qualquer acusação nesse sentido, com base em tal fundamentação e capitulação¹⁰⁶.

170. Pelo exposto, considerando os contornos e limites da tese acusatória, concluo que não restou demonstrado pela Acusação que a FB Participações tenha infringido o art. 116, § único, da LSA, ou o 117 da LSA c/c o art. 1º, XIII, da ICVM nº 323/2000.

IX INFRAÇÃO PELA PRÁTICA DE MANIPULAÇÃO DE PREÇO DAS AÇÕES DE EMISSÃO DA JBS

171. Neste PAS, os Irmãos Batista e a FB Participações são também acusados de terem concorrido para manipulação de preços, que manteve de forma dolosa a cotação das ações JBSS3, em violação aos itens I c/c II, alínea “b”, da ICVM nº 8/1979, então vigente¹⁰⁷.

172. Segundo a Acusação, os Acusados agiram em conluio, fazendo com que, no Período Suspeito, a JBS adquirisse, em bolsa, ações JBSS3, de modo a evitar a queda da cotação do papel, uma vez que, no mesmo intervalo, a FB Participações vendia expressiva quantidade de ações JBSS3¹⁰⁸.

173. Como já tive oportunidade de destacar em outro caso¹⁰⁹, o tipo administrativo relativo à infração de manipulação de preços encontrava-se, à época, definido no Item II, “b”, da ICVM nº 8/1979, cuja redação reflete três de seus requisitos: (i) utilização de qualquer processo ou artifício; (ii) destinado,

¹⁰⁶ A preocupação da defesa se justifica, de fato, uma vez que a recompra de ações pela JBS foi comandada por Wesley Batista e, em tese, poderia ter sido compreendida como decorrente de uma atuação abusiva de sua controladora, FB Participações, em detrimento dos interesses da controlada. Também se poderia cogitar que a FB Participações, ao vender as ações, com grande expectativa de que o preço cairia em seguida e sabendo que a JBS estava comprando, poderia estar transferindo a provável perda para a controlada, mas esse tampouco foi o objeto da acusação.

¹⁰⁷ A ICVM nº 8/1979 foi revogada e substituída, sem alteração de substância, pela RCVM nº 62/2022.

¹⁰⁸ As operações de compra de ações JBSS3 pela JBS foram objeto do Processo 19957.005515/2017-81, conduzido pela SEP e analisados no Relatório nº 75/2017-CVM/SEP/GEA-4 (Doc. 0317108), tendo este processo sido anexado ao IA.

¹⁰⁹ PAS CVM nº RJ2019/4437, de minha relatoria, j. em 14.06.2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário; e (iii) induzindo terceiros a sua compra ou venda. A esses requisitos se soma o dolo, elemento subjetivo essencial para a caracterização das infrações então capituladas na ICVM nº 8/1979 (e atualmente previstas na RCVM nº 62/2022), como se depreende do texto da norma.

174. Trata-se, assim como as demais condutas tipificadas na referida Instrução, de infração de natureza grave¹¹⁰. Ademais, a prática de manipulação de preços também configura crime, previsto no art. 27-C¹¹¹ da Lei nº 6.385/1976. A fiscalização e punição de tal ilícito é, de tal modo, relevante para a higidez e integridade do mercado que o legislador houve por bem elencar a matéria expressamente, dentre as atribuições do Conselho Monetário Nacional e da CVM, no art. 4º da Lei nº 6.385/1976¹¹².

175. O rigor com que a CVM trata a manipulação de preços tem se mostrado proporcional para assegurar a proteção (i) da regular formação dos preços dos valores mobiliários, tendo em vista que um dos alicerces para o bom funcionamento e, conseqüentemente, para a confiabilidade, do mercado de valores mobiliários, é que, a qualquer tempo, a cotação de um valor mobiliário reflita a relação entre a oferta e demanda pelo ativo, livres de interferências indevidas; e (ii) dos investidores de boa-fé, para que não negociem ativos, celebrem contratos ou tomem decisões de investimento ou desinvestimento tendo em conta preços e volumes de negócios enganosos.

176. Ademais, mesmo que a manipulação de preços comumente tenha finalidade lucrativa, não se exige a demonstração ou mensuração de resultados ou vantagens indevidamente auferidas para a caracterização do ilícito¹¹³, sendo imprescindíveis, no entanto, a identificação do meio ardiloso ou artificial utilizado, a aptidão para causar impacto na cotação e a demonstração do nexo de causalidade.

177. Ressalte-se, também, a utilização de termos bastante abrangentes na ICVM nº 8/1979 (mantidos na RCVM nº 62/2022). Embora tal opção regulatória receba certas críticas, é cediço que dela decorre a longevidade da norma, cujos tipos abarcam uma vasta gama de condutas levadas a cabo em um mercado de capitais muito diferente daquele existente à época de sua edição, inclusive por inovações tecnológicas que sucessivamente vêm transformando a forma de operar e de tomar decisões.

¹¹⁰ ICVM nº 8/1979, Item III: “*Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da Lei Nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução*”. O mesmo tratamento remanesce no âmbito da RCVM nº 62/2022 (art. 4º).

¹¹¹ 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 (...).

¹¹² Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (...).”

¹¹³ Sem prejuízo da consideração de tal elemento, quando existente, na dosimetria de eventual penalidade.



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

178. À luz das considerações acima, cumpre analisar se estão presentes, no caso concreto, os elementos caracterizadores da prática de manipulação de preços.

a) Utilização de processo ou artifício

179. Segundo a Acusação, Wesley Batista, em conluio com Joesley Batista, utilizou-se do programa de recompra de ações aprovado pela JBS, em 08.02.2017 (“Plano de Recompra 2017”)¹¹⁴, para que a JBS comprasse ações de sua própria emissão no mesmo período em que a controladora realizava a venda.

180. A defesa, por sua vez, alegou que a adoção de programas de recompra era prática legítima de que se valia a JBS já há muitos anos em benefício exclusivo de sua comunidade de acionistas, de forma equânime. Nesse sentido, explicou que, desde 2007, a JBS costumava manter programa de recompra aberto com o propósito de que se pudesse, vislumbrada a oportunidade de adquirir suas próprias ações, em virtude do preço ou de qualquer outra razão que tornasse a operação atrativa ou necessária para a companhia, gerar valor para os titulares de ações de sua emissão.

181. Acresceu, ainda, que, desde 2007, tinham sido recompradas mais de 420 milhões de ações de sua própria emissão e que a quantidade de ações recompradas pela JBS nos pregões de abril e maio de 2017 em nada discrepou das quantidades compradas no exercício de 2016, quando executado o programa de recompra de ações vigente à época, consoante estudo feito pela FIPECAFI (“Estudo FIPECAFI”)¹¹⁵.

182. Porém, entendo que tais circunstâncias não afastam a possibilidade, em tese, de que a execução do Plano de Recompras 2017 pudesse ter sido desvirtuada, naquela ocasião, com vistas à manipulação.

183. Tanto é assim que a ICVM nº 567/2015, vigente à época dos fatos¹¹⁶, dispunha, em seu art. 11, incisos I e II, que as limitações, nela previstas, à negociação, por companhia aberta, com ações de sua própria emissão, aplicam-se sem prejuízo das normas da CVM que versam sobre (i) a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas, bem como (ii) as vedações e condições para negociação de ações de companhia aberta na pendência de informação relevante não divulgada ao mercado.

184. Tais restrições foram, inclusive, refletidas na Política de Recompra de Ações (“Política de

¹¹⁴ Consoante ata de RCA da JBS de 08.02.2017, o Plano de Recompra 2017 autorizava “a aquisição de até 151.844.207 (cento e cinquenta e um milhões, oitocentas e quarenta e quatro mil, duzentas e sete) ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal de emissão da Companhia para manutenção em tesouraria e posterior cancelamento ou alienação, sem redução do capital social, cabendo à Diretoria definir a oportunidade e a quantidade de ações a serem efetivamente adquiridas”, e informava que o “prazo máximo para a realização da operação ora autorizada é de 18 (dezoito) meses a contar desta data, ou seja, até o dia 08 de agosto de 2018.” (Doc. 0379719).

¹¹⁵ Trata-se de estudo apresentado na fase investigativa (Doc. 0371482).

¹¹⁶ A referida Instrução regulava, à época, a negociação por companhias abertas de ações de própria emissão e derivativos nelas referenciados. Foi revogada pela RCVM nº 77, que passou a regular a matéria, mantendo as vedações (art. 22, I e II).



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”), então vigente, assinada por Wesley Batista, que assim estipulava¹¹⁷:

“1. OBJETIVO

Definir critérios e responsabilidades no processo de negociação de recompra de ações da JBS S/A. (...)

3. DISPOSIÇÕES GERAIS

3.1. Estas Regras Operacionais de Negociação de Ações para Tesouraria (“REGRAS”) da JBS S.A. (“COMPANHIA”) referem-se às ações ordinárias JBSS3 em circulação emitidas pela COMPANHIA (“AÇÕES”), e a todas as classes de ações de subsidiárias, coligadas e controladas da COMPANHIA negociadas em mercados organizados de valores mobiliários, e estabelecem os parâmetros que serão observados pela COMPANHIA na negociação das AÇÕES, no mercado à vista e/ou no de opções, para manutenção em tesouraria, cancelamento ou alienação. Visam a assegurar a todos os interessados e agentes de mercado o compromisso da COMPANHIA com elevados padrões de governança corporativa, transparência e lisura na realização de tais operações;

3.2. Compete à Diretoria da COMPANHIA aprovar e/ou alterar estas REGRAS, além de fazer sua administração geral e acompanhamento. (...)

5. VEDAÇÕES À NEGOCIAÇÃO

5.1. ESTÃO VEDADAS AS OPERAÇÕES AO AMPARO DESTAS REGRAS QUANDO:

5.1.1. Houver ato ou fato relevante pendente de divulgação pela COMPANHIA; (...)

5.1.6. Tais operações puderem criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço das AÇÕES ou envolverem práticas não equitativas.” (grifos adotados)

185. Neste PAS, é justamente o que aduz a Acusação: a prática da manipulação durante a vigência de um programa de recompra, que já era praxe no histórico recente da JBS, e dele se valendo, teria sido o artifício empregado, dando ares de normalidade às negociações de ações JBSS3 pela companhia.

186. Isso não significa, porém, que tenha sido necessariamente esse o caso dos autos. É determinante, para a configuração da infração de manipulação de preços, averiguar qual fora a intenção por trás das operações de recompra, questão a ser tratada mais à frente neste voto.

187. Por ora, basta a conclusão de que a Acusação identificou adequadamente o “processo” ou “artifício” supostamente empregado na prática da infração administrativa. Ou seja, o Plano de Recompra 2017 teria sido utilizado para a prática de manipulação, para lhe conferir a aparência de operação regular.

b) Impacto na cotação das ações JBSS3

188. A Acusação alegou ter restado caracterizado, ainda, o nexo causal entre o artifício utilizado - as compras realizadas pela JBS nos dias 24 a 27.04.2017 no âmbito do Plano de Recompras 2017 – e o resultado, no caso a efetiva produção de cotação falsa ou enganosa.

189. Nesse sentido, apresentou cálculo para demonstrar a diferença entre o retorno esperado das ações

¹¹⁷ A Política de Recompras da JBS foi aprovada pela Instrução Normativa PRESI-0138, de 16.02.2017, de competência da Diretoria da companhia (Doc. 0379719).



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

JBSS3, caso não tivessem ocorrido as recompras, e o retorno observado efetivamente considerando tais transações, segundo a seguinte metodologia:

- (i) Foram apuradas as variações diárias do Ibovespa e da cotação das ações JBSS3;
- (ii) A partir das variações do Ibovespa e das cotações das ações da JBS, foi calculada a “**variação observada**” entre os retornos do Ibovespa e das ações de emissão da JBS em cada pregão;
- (iii) Em seguida, foi apurada a “**variação esperada**” entre os retornos do Ibovespa e das ações de emissão da JBS, no mesmo período, considerando a sensibilidade da ação JBSS3 em relação ao comportamento de uma carteira que representasse o mercado, no caso o Ibovespa, ou seja, a relação entre a variação do retorno da ação JBSS3 (ativo) e o Ibovespa (mercado) sendo utilizado, para este fim, indicador denominado Beta¹¹⁸;
- (iv) Por fim, foi calculado o resultado da “**diferença entre a variação esperada e variação observada**” entre os retornos do Ibovespa e das ações JBSS3.

190. Foram obtidos, então, os seguintes resultados, conforme tabela constante da Peça de Acusação:

IBOVESPA		JBSS3			Diferença entre os retornos (variação observada)	Beta		
Data	Variação (%)	Cotação	Variação (%)	Volume		Beta 60 dias	Variação Esperada (Beta 60 dias)	Diferença entre variação esperada e variação observada
19/04/2017	-1,17	10,15	-0,49	5.077.200	0,68	0,73	-0,85	0,36
20/04/2017	0,56	10,04	-1,08	17.373.900	-1,64	0,72	0,41	-1,49
24/04/2017	0,99	10,25	2,09	20.072.300	1,10	0,83	0,82	1,27
25/04/2017	1,18	10,47	2,15	16.695.400	0,97	0,85	1,01	1,14
26/04/2017	-0,44	10,44	-0,29	15.174.100	0,15	0,84	-0,37	0,08
27/04/2017	-0,29	10,47	0,29	10.291.100	0,58	0,85	-0,25	0,54
28/04/2017	1,12	10,23	-2,29	18.064.300	-3,41	0,81	0,91	-3,20
02/05/2017	2,02	11,05	8,02	7.590.400	6,00	0,94	1,90	6,12
03/05/2017	-0,94	11,00	-0,45	6.178.300	0,49	0,93	-0,88	0,43
04/05/2017	-1,86	10,64	-3,27	7.032.200	-1,41	0,97	-1,80	-1,47
05/05/2017	1,31	10,7	0,56	7.014.000	-0,75	0,97	1,27	-0,71
08/05/2017	-0,28	10,69	-0,09	5.007.000	0,19	0,97	-0,27	0,18
09/05/2017	1,15	11,05	3,37	4.659.400	2,22	1,00	1,15	2,22
10/05/2017	1,62	11,45	3,62	5.445.100	2,00	1,05	1,70	1,92
11/05/2017	0,28	11,30	-1,31	4.979.300	-1,59	1,04	0,29	-1,60
12/05/2017	1,01	10,97	-2,92	12.682.200	-3,93	0,99	1,00	-3,92
15/05/2017	0,37	10,79	-1,64	8.289.800	-2,01	1,01	0,38	-2,02
16/05/2017	0,31	9,86	-8,62	24.227.500	-8,93	0,99	0,31	-8,93
17/05/2017	-1,67	9,50	-3,65	19.265.200	-1,98	1,02	-1,71	-1,94

191. Explicou, então, a Acusação que os referidos resultados indicaram o seguinte:

- (i) Nos dias 20 e 28.04.2017, nos quais não houve compras realizadas pela JBS, a “**diferença entre**

¹¹⁸ Segundo a Acusação, o Beta reflete uma medida do risco que um investidor está exposto ao investir em um ativo em particular em comparação com o mercado como um todo. A título de exemplo, constou da tabela que, em 19.04.2017, o Ibovespa teve variação negativa de (-1,17%). Uma vez que, o Beta da ação da JBS estava em torno de 0,73, o retorno esperado para a ação da JBS no dia seria de (73%) do retorno do Ibovespa (ou seja, -0,85%).



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

variação esperada e variação observada” foi negativa. Ou seja, a variação da ação JBSS3 esperada para o dia 20.04.17, por exemplo, era de alta de 0,41%, dado que o Ibovespa fechou positivo em 0,56% e o Beta era de 0,72. Entretanto, a ação caiu (-1,08%). Tal fato decorreria, portanto, da pressão vendedora nas ações JBSS3, ocasionada pelo grande volume de vendas realizadas pela FB Participações;

- (ii) Nos dias 24 a 27.04.2017 a “**diferença entre variação esperada e variação observada**” foi positiva. Isto teria ocorrido porque, apesar da pressão vendedora decorrente da venda das ações JBSS3 pela FB Participações, as compras realizadas pela JBS impediram que a “**diferença entre variação esperada e variação observada**” fosse negativa;
- (iii) O resultado da “**diferença entre variação esperada e variação observada**” no dia 02.05.2017 foi positivo, influenciado pelo anúncio de aquisição da Plumrose nos EUA pela JBS. Nos dias seguintes ocorre alguma volatilidade natural de ajuste dos agentes ao novo dado;
- (iv) O resultado da “**diferença entre variação esperada e variação observada**” nos dias 12 e 15.05.2017 foi negativo, influenciada pela Operação *Bullish* da Polícia Federal;
- (v) O resultado da “**diferença entre variação esperada e variação observada**” nos dias 16 e 17.05.2017 foi negativo, porém tal resultado foi influenciado pela divulgação, no dia 15.05.2017, das informações trimestrais da JBS. Desta forma, quanto ao dia 17.05.2017, o resultado apresentado não foi apto para avaliar se houve ou não a manipulação.

192. Assim, a Acusação concluiu que, se não tivessem ocorrido as compras realizadas pela JBS nos dias 24 a 27.04.2017, a “**diferença entre variação esperada e variação observada**” seria no mesmo sentido da ocorrida nos dias 20 e 28.04.2017, ou seja, negativa.

193. A Acusação constatou, a propósito, que, no dia 20.04.2017, a FB Participações vendeu 1.517.000 ações, sem compras por parte da JBS, e a ação JBSS3 caiu 1,08% quando o esperado, seguindo o padrão do beta, era que tivesse subido 0,41%.

194. Nos quatro dias úteis seguintes, dias 24 a 27.04.2017, a FB Participações aumentou o volume de vendas para 6.141.650 ações em média, mas a ação teve desempenho muito melhor que o esperado pelo refletido no beta em todos esses dias. Tal situação decorreu, portanto, na visão da Acusação, do fato de a JBS ter comprado ações em todos os pregões relacionados.

195. Por sua vez, em 28.04.2017, a FB participações vendeu mais 5.693.900 ações JBSS3 e a cotação caiu 2,29%, quando o esperado pelo beta era que tivesse subido 0,91%. Em tal pregão, não houve compras realizadas pela JBS, de modo que a força vendedora teria prevalecido. Ou seja, além de ter ocorrido queda da cotação no dia 20.04.2017, quando, em 28.04.2017, a FB Participações vendeu também sem compras concomitantes por parte da JBS, essa queda foi ainda maior porque o volume vendido foi igualmente maior.

196. Para melhor visualização da diferença entre os comportamentos esperado e observado da ação JBSS3, em razão da pressão compradora alegadamente exercida pela companhia emissora, reproduzo,

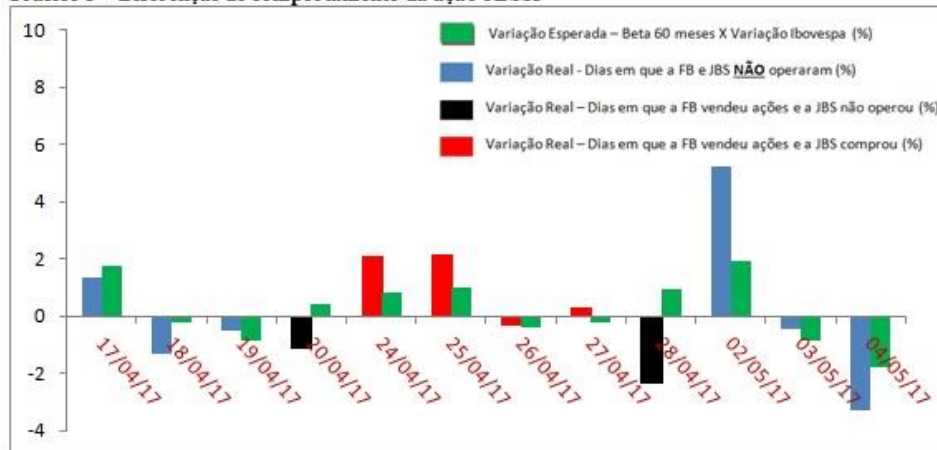


COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

abaixo, o gráfico elaborado pela Acusação que constou do RI:

Gráfico 3 – Diferenças de comportamento da ação JBSS3



197. Evidenciou-se, na visão da Acusação, o nexos causal entre o artifício utilizado - as compras realizadas pela JBS nos dias 24 a 27.04.2017 – e o resultado, no caso a efetiva produção de cotação falsa ou enganosa, tendo em vista a constatação de que a “**diferença entre variação esperada e variação observada**” nestas datas deveria ser no mesmo sentido da dos dias 20 e 28.04.2017, ou seja, negativa, o que acabou não ocorrendo. Nesses dias (24 a 27.04.2017), a “**diferença entre variação esperada e variação observada**” foi positiva porque, apesar da pressão vendedora decorrente da venda das ações de emissão da JBS pela FB Participações, as compras realizadas pela JBS impediram que a “**diferença entre variação esperada e variação observada**” fosse negativa.

198. Ainda segundo a Acusação, as compras realizadas pela JBS tiveram grande relevância no comparativo com o total negociado no mercado, variando entre 19,15% e 46,93% do volume negociado no mercado, no Período Suspeito.

199. Com efeito, tais cálculos corroboram que a cotação da ação JBSS3 foi mantida em patamar superior ao que seria esperado, notadamente entre os dias 24 e 27.04.2017, sob influência da atuação da JBS, concomitantemente às vendas realizadas pela FB Participações. Nos dias em que essa vendeu, sem que houvesse recompras, os retornos foram inferiores aos esperados com a aplicação do beta.

200. A defesa, contudo, elencou circunstâncias que, em seu entendimento, levariam à conclusão de que as recompras não foram aptas a manipular a cotação das ações JBSS3.

201. Aduziu que não houve oscilação atípica na cotação da ação JBSS3, conforme teria atestado a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“**SMI**”) ao elaborar, em 19.05.2017, o Memorando nº 2/2017-CVM/SMI/GMA-229, no âmbito do Processo CVM nº 19957.004543/2017-8130



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

– levado aos autos do IA que precedeu o presente PAS¹¹⁹. Todavia, a tese acusatória é de que as recompras tinham por objetivo evitar oscilação atípica do papel, de modo que, a meu ver, a constatação da SMI não afastava a possibilidade de ter ocorrido manipulação pela forma descrita no RI.

202. Para a defesa, não obstante, a Acusação resolveu inovar, sustentando o impacto das recompras na cotação das ações JBSS3 por meio da aplicação do Beta, porém sem justificar a aplicação desse índice ao caso, tampouco esclarecendo os critérios metodológicos empregados nas passagens matemáticas ou de onde extraídos os valores de cada variável que o compôs, os quais levaram aos resultados postos no RI, não sendo possível sequer replicar a metodologia utilizada no Relatório com vistas a verificar se os resultados apresentados estão corretos.

203. Embora tenha alegado a obscuridade da metodologia empregada, a defesa questionou minuciosamente a aplicação do Beta, inclusive sob o aspecto metodológico, em resumo, porque:

- (i) O Beta seria um estudo empírico, numérico, representativo de duas situações estáticas e que não comprovaria a materialidade do ilícito imputado aos Acusados, ao mesmo tempo em que se constituiria em prova atípica, produzida unilateralmente pela Acusação, acerca do alegado resultado da manipulação (aumento da liquidez e do impacto no preço de JBSS3), o que, à luz do princípio do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa, a tornaria nula, sendo indispensável que a prova seja produzida por perito isento, nomeado pelo relator do PAS;
- (ii) O Beta, adotado no modelo de precificação de ativos de capital, conhecido como CAPM (sigla em inglês para *Capital Asset Pricing Model*), seria um coeficiente de cálculo altamente criticado pela literatura econômica e de finanças especializada, em razão de suas documentadas falhas e imprecisões, em razão de considerar muitas premissas (irreais) que se deve considerar no seu cálculo, assim sua correlação com o mundo dos fatos restaria invariavelmente prejudicada;
- (iii) A análise aplicada na peça acusatória padeceria de equívoco metodológico grave ao escolher a utilização do índice BOVESPA (“IBOVESPA”) como carteira de mercado para verificação da variação esperada. O IBOVESPA configuraria uma carteira teórica baseada na negociabilidade das ações e não no valor de mercado das companhias, sendo, além disso, extremamente concentrado em uma pequena quantidade de ações, dentre as quais se destacariam as ações de emissão de companhias de setores específicos e extremamente regulados, como Petrobras, Ambev, Vale e diversos bancos, em especial os maiores do País, de modo que não retrataria a diversificação de riscos dos diversos ramos de negócios e das diversas estruturas acionárias e de controle existentes, não faltando estudos que demonstram que a utilização do IBOVESPA como carteira de mercado não gera um resultado adequado para cálculos como o com o Beta;
- (iv) A pequena janela apresentada no RI (60 dias) se mostra impertinente para a análise pretendida, uma vez que a utilização de curto período enviesaria e invalidaria os resultados encontrados, além

¹¹⁹ A defesa transcreve o seguinte trecho da manifestação da SMI: “Conforme demonstra a Tabela III, essas operações de venda da FB Participações S.A. (que tiveram como contraparte a companhia aberta) alcançaram o montante de R\$ 75,2 milhões, a um preço médio de R\$ 10,38 por ação. Esses valores representam 36,65% das compras feitas pela JBS S.A. nos quatro pregões, sendo que nessas datas a companhia foi muito representativa na negociação de seus próprios papéis no mercado: foi a parte compradora de 31,8% do volume total negociado no mercado (no acumulado desses quatro dias), mas sem aparente impacto nos preços.” (Doc. 0371168).



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

de não se dever levar em consideração os períodos atípicos de um ativo no cálculo. O uso do Beta com o propósito de calcular o retorno esperado de determinado ativo deveria tomar em consideração janelas com o maior espaço de tempo possível, na medida em que os resultados tenderiam a ser muito instáveis quando o cálculo fosse estimado com intervalos muito curtos de tempo. As agências que fornecem tal indicador normalmente usam as regressões sobre um intervalo de tempo de 5 (cinco) anos. Particularmente no que respeita às ações JBSS3, o curto período recortado se referiria a um momento de grande turbulência política no País, sob espetacularização midiática diária, em grande medida envolvendo o Grupo J&F, de maneira que não refletiria adequadamente um comportamento “padrão” das referidas ações;

- (v) Na situação do RI, a afirmação de que determinado comportamento é anormal ou atípico teria decorrido exclusivamente de uma análise visual, indicando-se aquilo que parece estranho a olho nu, e não o resultado que destoaria dos demais ou afrontaria alguma expectativa científica decorrente de um dado estatístico, calculado com base em um determinado período. O fato de haver diferenças entre os retornos esperados e os retornos realizados não implicaria dizer que essas diferenças fossem estatisticamente significativas. Essas diferenças poderiam decorrer, por exemplo, do fato da ação de emissão da JBS ser extremamente volátil. Nesse caso, tais diferenças resultariam meramente do acaso, da aleatoriedade;
- (vi) As características das ações JBSS3 são incompatíveis com a aplicação do Beta. As ações JBSS3 apresentavam elevada volatilidade e comportamento instável, o que foi constatado, inclusive, no Estudo FIPECAFI, quando se pretendeu analisar os retornos da ação JBSS3 entre janeiro e abril de 2017. Era impossível que da aplicação do Beta quanto às ações JBSS3 decorressem resultados apropriados, uma vez que os retornos de tal valor mobiliário não tinham distribuição normal; e
- (vii) O Beta não isolaria do preço das ações, em seu cálculo, as influências externas, ou seja, os efeitos de fatores que impactam na formação do preço que não apenas os negócios realizados com determinada ação. Assim, acabaram sendo considerados para a formação da “variação esperada” com base no Beta diversas oscilações decorrentes de fatores exógenos ao mercado, muitos dos quais afetando exclusivamente o papel analisado (o que não faltou no período de 60 dias) e criando assim distorções na medida em que não atingiu na mesma proporção os papéis que compunham o índice tomado como base (no caso, o IBOVESPA). Exemplo dessa hipótese é a distorção provocada pela Operação Carne Fraca, deflagrada em 17.03.2017, que atingiu as ações de emissão da JBS e de outras companhias do setor de maneira bem mais severa do que as ações de empresas de outros setores que compõem o IBOVESPA. Essa característica do Beta já teria sido, inclusive, objeto de severas críticas da literatura especializada.

204. Em que pesem as alegações da defesa, entendo que a Acusação se desincumbiu adequadamente do ônus probatório a seu encargo.

205. Primeiramente, quanto à alegada nulidade da prova atinente ao Beta, cabe salientar que, tratando-se de PAS perante Administração Pública, é esperado que as provas da infração imputada aos acusados sejam por ela própria reunidas, sendo, por conseguinte, impertinente e inadequada a aplicação irrestrita de princípios e regras de instrução probatória relativas a processos judiciais (cíveis ou criminais).

206. Especificamente no que respeita aos processos sancionadores conduzidos pela CVM, que



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

observam um contraditório concentrado¹²⁰, a norma processual preceitua, inclusive, que a peça acusatória já venha acompanhada de referência às provas de materialidade e autoria da infração em que se funda, como verdadeira condição de procedibilidade¹²¹.

207. Isso ocorre porque é a própria Administração Pública quem acusa e julga, ainda que em órgãos ou instâncias distintas, como é ínsito aos processos sancionadores de natureza administrativa. Assim, ainda que a CVM tenha optado, em determinado momento, por estabelecer uma maior segregação, em sua governança, quanto ao exercício das referidas funções, não se deve confundir sua atuação com a de um magistrado no exercício da função jurisdicional¹²². Nesse sentido:

“As características do processo administrativo no Brasil impedem a aplicação de institutos existentes no processo jurisdicional. Há diferenças insuprimíveis entre a função jurisdicional e a função administrativa. Certas peculiaridades essenciais do processo jurisdicional não podem ser aplicadas ao procedimento administrativo (e vice-versa).”¹²³

208. Obviamente, tais provas não serão imunes a oposições e críticas, pois poderão ser impugnadas pelos acusados, no momento processual oportuno, os quais poderão, ademais, produzir as contraprovas que lhes convenham, na defesa de seus interesses. Neste PAS, foi deferida a juntada de diversos pareceres técnicos pelos acusados, que puderam, portanto, se defender amplamente e tecer as considerações que entenderam pertinentes quanto às da Acusação acerca do comportamento da JBSS3.

209. Nesse sentido, não há que se falar em nulidade da análise apresentada pela Acusação, no RI, em

¹²⁰ Vale dizer, a área técnica da CVM deve reunir suas provas ao formular a acusação, ao passo que o acusado, via de regra, deve apresentar as provas de suas alegações juntamente com as razões de defesa. Neste sentido: “[n]o caso de processo administrativo – que possui um contraditório concentrado – não se admite que o pedido genérico de produção de “toda prova admitida em direito” seja apto a retardar a solução do feito. Se tivesse havido expressa referência àquilo que se pretendia comprovar e ao meio de prova necessário, seria possível à autoridade avaliar o cabimento do pedido e, em caso de negativa, poderia restar configurado o cerceamento de defesa” (grifei) (Recurso nº 13.440, do CRSFN, j. em 25.08.2005).

¹²¹ Segundo dispunha a Deliberação CVM nº 538/2008, vigente à época da formulação do RI, as peças acusatórias deveriam conter, na forma dos arts. 6º e art. 8º, §2º, dentre outros requisitos, a “análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas.” (grifei). A mesma exigência é encontrada nos arts. 6º e 11 da RCVM nº 45/2021.

¹²² Conforme reconhecido em precedente firmado pela ex-Diretora Luciana Dias, no Processo Administrativo CVM nº SP 2011-302 e 2011-303: “Até 2002, portanto, o Colegiado exercia papel relevante tanto na função acusatória da CVM, quanto em sua função julgadora. Em 2002, com a edição da Deliberação CVM nº 457, houve uma evolução importante em relação à delimitação das competências do Colegiado na função acusatória desempenhada pela CVM. Referida norma atribuiu autonomia às Superintendências e às Comissões de Inquérito para o exercício das funções acusatórias. 9. Ao mesmo tempo em que deram maior eficiência para a condução das atividades da Autarquia, as alterações realizadas em 2002 aperfeiçoaram o próprio sistema punitivo da CVM, evitando que o Colegiado fosse instado a se manifestar e formular acusações sobre casos que posteriormente seriam levados ao seu próprio julgamento. Desta forma, buscava-se inibir quaisquer potenciais conflitos que poderiam decorrer dessa cumulação de funções. 10. A reforma de 2002, portanto, teve como um dos principais objetivos a segregação de funções acusatória e julgadora porque se entendeu à época (entendimento com o qual eu concordo) que este era um desenho institucional mais adequado a cumprir com os princípios inerentes aos processos administrativos sancionadores, em especial, o da independência dos julgadores. Assim, nos termos da reforma, às áreas técnicas coube o desempenho da função acusatória e, ao Colegiado, o exercício da função julgadora”.

¹²³ JUSTEN FILHO, Marçal. Curso de Direito Administrativo. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 342.



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

que se valeu da aplicação do Beta, uma vez que tal proceder está em conformidade com os princípios que regem os PAS em geral e, notadamente, com as regras da CVM sobre a matéria¹²⁴.

210. Além disso, eventual realização de perícia, quando requerida pela defesa, para contrapor às alegações da acusação, deverá ter lugar apenas quando, conforme o livre convencimento do julgador, se concluir que não se trata de prova ilícita, desnecessária ou protelatória¹²⁵.

211. De todo modo, no caso concreto, a questão encontra-se, a meu ver, superada pela preclusão, uma vez que o relator do PAS indeferiu monocraticamente a realização da perícia pleiteada pelos acusados, que, por sua vez, não interpuseram recurso ao Colegiado quanto ao referido indeferimento¹²⁶.

212. Quanto às críticas ao uso, em si, do Beta, há que se ter em conta que o coeficiente não foi aplicado pela Acusação para fins de precificação de ativos de capital, segundo o modelo CAPM, tendo sido utilizado para uma finalidade específica, atinente ao objeto do PAS, ou seja, para fins comparativos entre a variação esperada da ação JBSS3 no Período Suspeito e a variação efetivamente observada, reforçando a comparação do comportamento da ação com o Ibovespa, como restou esclarecido em depoimento de servidor da CVM prestado em juízo. Segundo explanado no depoimento, o Beta não era nem mesmo um elemento essencial na verificação do impacto das recompras na cotação da ação JBSS3, tendo servido tão somente para robustecer a análise empírica de seu comportamento no Período Suspeito, de modo a demonstrar que as diferenças entre os retornos esperados e os retornos realizados, considerando os períodos em que FB Participação operou sozinha e aqueles em que a JBS efetuou recompras, além de

¹²⁴ Como aduz Fábio Medina Osório, ao tratar da presunção de legitimidade das provas acusatórias em sede de processo administrativo sancionador: *“Enfim, não se pode ignorar, mormente no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, a importância da presunção de veracidade e legitimidade inerente a determinados documentos ou provas produzidas pela acusação ou pelas autoridades administrativas. Não há um rol fechado ou exaustivo dessas provas, mas parece possível dizer que determinados atos administrativos, próprios à fase das investigações, possuem inegável e intenso valor probante, não sendo lícito ao intérprete invocar, genericamente, a presunção de inocência para derrubar a eficácia desses documentos. O que pode o acusado fazer, isso sim, é produzir uma contraprova, uma prova defensiva que desmoralize a validade e a eficácia da prova acusatória, ou que a coloque sub censura. Nesse sentido, é importante enfatizar que as provas acusatórias não podem traduzir presunções de natureza absoluta ou intocável, devendo restar uma margem para o exercício da ampla defesa do acusado, sendo esta uma das consequências da presunção de inocência.”* (in: Direito Administrativo Sancionador. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 2020. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/doutrina/direito-administrativo-sancionador/1201070599>. Acesso em: 27.07.2023).

¹²⁵ Na forma do art. 43, §3º, da ICVM nº 607/2019, vigente quando foram apreciados os pedidos de produção de provas apresentados pela defesa, incluindo a pretendida perícia, e de dispositivo idêntico da RCVM nº 45/2001, em vigor quando foi analisado o pedido de reconsideração da decisão do relator que havia indeferido a realização de perícia.

¹²⁶ Em textual: *“8. Em relação ao pedido de reconsideração da decisão que indeferiu a realização da prova pericial, corroboro os fundamentos expostos pelo então Diretor Relator, no sentido de que os elementos de prova trazidos pela Acusação foram amplamente contraditados pelas defesas, cuidando-se, pois, de “juízo a respeito do valor de determinado indício trazido pela SPS e da possível conclusão extraída a partir dele em face dos contraíndícios trazidos pelas defesas, que buscam infirmar o raciocínio empreendido pela Acusação. 9. Ademais, os Acusados não apresentaram novos argumentos aptos a alterar o entendimento firmado pelo então Diretor Relator, razão pela qual rejeito o pedido de reconsideração formulado.”* (Doc. 1759411).



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

constituírem forte indicativo do impacto desses negócios sobre a cotação do papel, eram também estatisticamente significativas, e não aleatórias. Também restou fundamentado, segundo o depoimento acima, o uso do IBOVESPA e a janela de 60 dias¹²⁷.

213. Apesar de o IBOVESPA não ter sido aplicado como *proxy* da carteira de mercado na aplicação do CAPM, vale registrar que os estudos que, segundo a defesa, teriam feitos ressalvas ao índice, também reconheceram sua ampla utilização para a determinação de betas:

“Embora o IBOVESPA e o IBrX tenham um histórico de dados de mais de dez anos, nenhum dos dois índices se enquadra exatamente no perfil da carteira de mercado preconizada pelo modelo CAPM. Ou seja, nesses dois índices, o peso das empresas componentes não é ponderado pelo valor de mercado. Apesar disso, o IBOVESPA tem sido largamente utilizado como carteira de mercado para a determinação de betas por todos os agentes de mercado e, o IBrX, também foi utilizado por alguns autores para a mesma finalidade em avaliações do modelo CAPM no mercado brasileiro.

(...)

Pode-se ponderar que embora tal uso encontre restrições, observa-se que o IBOVESPA é o índice que possui a maior série histórica significativa. Assim, na prática constata-se que ele é utilizado frequentemente com esse fim, ou seja, como carteira referencial de mercado pelas instituições que analisam e elaboram projeções sobre o mercado de capitais brasileiro.”¹²⁸

(grifos adotados)

214. O IBOVESPA foi, inclusive, o índice empregado no Estudo FIPECAFI, para fins de análise do impacto que as operações de recompra realizadas em abril e maio de 2017 tiveram no desempenho das ações JBSS3, tendo a escolha sido objeto da seguinte explicação:

“Para compará-la [i.e., a JBS] com o mercado em geral, selecionou-se o índice Ibovespa (IBOV), que é o indicador de desempenho médio – *benchmark* do mercado – que representa as ações com maior liquidez e representatividade do mercado de ações Brasileiro. Atualmente, o índice Ibovespa conta com 58 ações na sua carteira.” (grifos adotados)

215. A par das críticas à aplicação do Beta, a defesa também argumentou, com base no Estudo FIPECAFI, que, a despeito de terem gerado um acréscimo à liquidez das ações JBSS3, a participação da JBS no mercado recomprando ações JBSS3 não gerou um resultado de liquidez superior ao que seria esperado das ações que, como reconhecido pela Acusação, figuravam como um dos valores mobiliários mais líquidos do mercado de capitais brasileiro¹²⁹.

¹²⁷ Trata-se de depoimento prestado por um dos servidores da SPS responsável pela elaboração do RI, no âmbito da Ação Penal 6243 (Doc. 1080543).

¹²⁸ PINTO, Rinaldo Caldeira. *Uma análise da utilização do coeficiente beta no setor elétrico brasileiro*. Universidade de São Paulo – dissertação de mestrado, São Paulo, 2008, p. 36.

¹²⁹ A propósito, a defesa aduz que: “401. Prova disso é que, quando se observa a tabela apresentada pela BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado - BSM aos autos do Processo CVM nº 19957.0004548/2017-1245, conduzido pela SMI, contendo o comportamento das ações JBSS3 entre 2.1.2017 e 17.5.2017, é possível constatar, em ordem decrescente de grandeza, que:



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

216. Segundo a defesa, ainda de acordo com o Estudo FIPECAFI, constatou-se que a diferença entre o maior preço de compra e o menor preço de venda (*bid-ask spread*) no período em que houve recompra variou de forma insignificante em relação ao período imediatamente anterior, indicando a inexistência de efeitos significativos sobre os negócios com JBSS3 ou de assimetrias informacionais relevantes.

217. Também foi destacado pela defesa que o comportamento das ações JBSS3 acompanhou, em grande medida, o comportamento das ações de emissão de outras empresas do setor, conforme constatou o Estudo FIPECAFI, ao analisar o desempenho das referidas ações no Período Suspeito¹³⁰.

218. Ocorre que, de acordo com a tese acusatória, as recompras objetivaram justamente a que o preço da ação da JBS não recuasse nos dias em que foram efetuadas as vendas pela FB Participações. Do mesmo modo, como reconhecido pela Acusação, a ação JBSS3 era líquida e, por isso, não se esperavam grandes alterações no *bid-ask spread*.

219. Desse modo, as conclusões do Estudo FIPECAFI não afastaram a possibilidade de ocorrência de manipulação de preços, uma vez que a Peça de Acusação pressupõe justamente que as recompras de ações JBSS3 pela JBS se deram com o objetivo de “*neutralizar artificialmente as vendas realizadas pela FB Participações*”. O referido estudo corrobora, na realidade, que tal intento foi atingido.

220. Desse modo, entendo que restou devidamente demonstrado pela Acusação o nexo entre as recompras de ações JBSS3 e o impacto sobre as cotações das ações JBSS3.

221. De toda sorte, cuida-se de mais um elemento necessário, mas não suficiente, à caracterização de manipulação de preços. Negociações envolvendo volumes expressivos de ações geralmente impactam as cotações dos papéis, o que, por si só, não constitui ilícito. O que diferenciará negociações legítimas da manipulação de preços será propriamente a intenção que pauta a conduta.

(i) Há 3 (três) pregões no período (20.3.2017, 16.5.2017 e 17.3.2017) em que o volume de ações negociadas superou o maior volume dentre os pregões em que a JBS efetuou recompras (24.4.2017); (ii) Entre o dia de maior volume de negociação em que houve recompra (24.4.2017) e o segundo dia de maior volume (17.5.2017), há outros 2 (dois) pregões, em que não houve recompra, em termos de quantidade negociada (20.1.2017 e 11.4.2017); (iii) Entre o segundo (17.5.2017) e o terceiro e quarto dias (25.4.2017 e 26.4.2017) de maior volume de negociação em datas em que ocorreram recompra, há 3 (três) pregões em que não houve recompra, em termos de volume (17.1.2017, 20.4.2017 e 12.4.2017); e (iv) No intervalo entre o dia de recompra em que houve o quarto maior volume de ações negociadas (26.4.2017) e o último dia (27.4.2017) se observa nada menos do que 12 (doze) pregões em que houve volume de negociação maior do que em 27.4.2017 (12.1.2017, 9.1.2017, 3.4.2017, 12.5.2017, 15.2.2017, 28.3.2017, 7.4.2017, 10.1.2017, 11.4.2017, 22.3.2017, 1.2.2017, 7.2.2017). 402. Os dados acima demonstram que as recompras da JBS não alteraram “*artificialmente*” o volume de negociação das ações JBSS3, que oscilaram dentro de patamares normais (típicos) daquela ação, dotada de elevadíssima liquidez”.

¹³⁰ Literalmente: “*Não podemos afirmar que houve impacto das recompras no desempenho das ações. Isso porque não temos evidências empíricas de que o preço da ação da JBS se comportou de forma distinta nos dias em que foram efetuadas recompras pela empresa*”. Desempenho, para fins do Estudo FIPACAFI, foi definido como “*o retorno da ação, mais especificamente a variação do preço da ação ao longo do tempo. Analisou-se também a volatilidade da ação (seu risco) mensurada pelo desvio padrão dos retornos*”.



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

c) *Indução de negócios*

222. Segundo a defesa, para que restasse caracterizada a indução de terceiros a negociar um valor mobiliário, em virtude de uma conduta infracional de manipulação de preços, deveria ter sido devidamente demonstrado que as operações realizadas por tais terceiros se deveram à situação criada em função da conduta do agente infrator.

223. Assim, não bastaria dizer que em razão da conduta do acusado se formou uma situação anormal no mercado e que a mera negociação de terceiros em meio a isso seria suficiente para garantir a presença do terceiro elemento do tipo manipulação de preços, como, no entender da defesa, fez a Acusação¹³¹.

224. Nesse sentido, aduziu, ainda, (i) que a Acusação teria adotado posicionamentos contraditórios ao afirmar que a conduta da JBS teria induzido a negociação por terceiros em condições anormais, enquanto, em diversos outros momentos, teria alegado que tais negócios foram realizados para segurar o preço de negociação das ações JBSS3 contra uma pressão de oferta decorrente das vendas realizadas pela FB Participações; e (ii) que se a intenção fosse realmente manter ou elevar a cotação das ações, a JBS estaria, a bem da verdade, induzindo investidores a não as negociar, uma vez que quem fosse titular desse valor mobiliário não teria incentivos para vendê-lo (em razão de um pretense bom desempenho do preço) e quem não fosse titular não teria incentivos para comprá-lo (visto que em decorrência da ação da JBS a atratividade do preço seria reduzida).

225. Não vislumbro, entretanto, a alegada contradição. No caso vertente, o pressuposto assumido pela Acusação era o de que se pretendia, com as recompras, “suportar o preço das ações contra uma pressão vendedora que estava em curso pelas vendas realizadas pela FB Participações”.

226. Daí porque o pretendido efeito indutor de negócios, nesse contexto, já decorreria logicamente da demonstração de que as recompras foram destinadas a preservar as cotações das ações JBSS3, fazendo com que terceiros passassem a negociar em bases artificialmente criadas (mantidas), quando o esperado, em razão das vendas concomitantemente efetuadas pela FB Participações, era que tais cotações tivessem se reduzido naquele momento. Nesse sentido, tem-se precedente do CRSFN:

“Com relação ao elemento “indução de terceiros”, o fato de se alterar a cotação de uma ação, levando a divulgação de um preço fruto de intervenção dolosa de alguém, já é o suficiente para induzir qualquer terceiro. Vale ressaltar que a informação precisa, correta, tempestiva e disponível a todos é um dos pilares do eficiente funcionamento do mercado. Desta forma, ao se alterar um preço de uma ação, manipulando-o, o preço divulgado a todo e qualquer interessado fica distorcido por não refletir a realidade para aquele ativo.

¹³¹ Afirma a defesa de Wesley Batista: “421. A SPS até tentou indicar a presença desse elemento, afirmando: “assim, as compras de ações de emissão da JBS realizadas pela própria Companhia induziram terceiros (mercado) a pagar um preço artificial pelas ações pela JBS;” (pág. 32)”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Além disso, ocorre distorção nos dados de negociais, market data, de forma geral (não só o preço momentâneo a cada negócio assim como o preço de fechamento, series históricas etc.). A indução a terceiros ocorre quando qualquer investidor acessa a cotação e encontra um valor manipulado, cotação que não reflete a realidade, e esta pessoa pode ou não realizar negócio, mas, seja qual for sua decisão, tomou com base em algo falso ou forjado por um determinado agente.¹³² (grifos aditados)

227. A Acusação demonstrou, ademais, que, nos sessenta pregões anteriores a 24.04.2017, data em que se iniciaram as recompras, a média do volume diário de negócios com ações de emissão da JBS foi de 7,925 milhões de ações¹³³. No entanto, entre 24 e 27.04.2017 e 17.05.2017, datas em que a JBS comprou ações, a quantidade e o volume de negociação foi bastante superior à média mencionada, chegando no dia 24.04.2017 a 20.072.300 ações, ou seja, nessa data houve um aumento de 153,26% em relação à média do volume negociado nos sessenta pregões anteriores a 24.04.2017.

d) Dolo

228. Este PAS versa sobre acusação de prática de manipulação baseada em transações ou negócios (*trade-based*). Nesse tipo de manipulação, consegue-se alterar o preço do ativo diretamente, por meio da compra e venda, independentemente, portanto, da reação de terceiros. Em outras palavras, primeiro ocorre a alteração do preço, com potencial para induzir o comportamento de outros investidores¹³⁴.

229. Para tal configuração, não é necessário, contudo, que tais transações sejam, *per se*, vedadas. Basta que sejam realizadas com a intenção deliberada (dolo) de influir sobre a cotação dos valores mobiliários, induzindo terceiros a negociarem com base em preços artificialmente criados.

230. No caso de programas de recompra de ações, é esperado, por definição, que sua execução acarrete aumento da pressão compradora de ações, com potenciais impactos na liquidez e no preço do ativo. Trata-se de atuação direcional, sempre na ponta compradora, envolvendo volume financeiro relevante para execução do programa, sendo representativa a quantidade de ações a ser comprada em comparação à liquidez de mercado do ativo. É, ainda, natural que haja interesse da emissora no preço das ações.

231. Tais programas são, em princípio, práticas lícitas, se forem implementados em observância às regras da CVM que regulam o procedimento¹³⁵. Por outro lado, a observância de tais regras não afasta

¹³² Recurso nº 10372.100013/2023-16, do CRSFN, 471ª sessão de julgamento, 09.05.2023.

¹³³ Fonte: Economática.

¹³⁴ Diferentemente, por exemplo, de manipulações baseadas em disseminação de notícias falsas ou boatos sobre algum emissor ou valor mobiliário específico, classificadas como *information-based manipulation*, em que os artifícios são insuficientes para, isoladamente, alterar a cotação do ativo. Para tanto, é preciso que o mercado reaja realizando operações, com base em premissas enganosas, e são essas operações que, por fim, alteram as cotações.

¹³⁵ Como ressaltam Nelson Eizirik, Marcus de Freitas Henriques e Juliana Bottini Hargreaves Vieira: “Os programas de recompra lançados pelas sociedades anônimas visando à aquisição de ações de sua própria emissão são reconhecidos como



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

por completo o risco de o programa de recompra ser executado com finalidade abusiva, visando à consecução de práticas não equitativas, notadamente à manipulação de preços, como ocorre neste caso. Em geral, quando há dolo do agente, ao realizar as negociações, a potencial licitude das condutas resta descaracterizada pela abusividade na eleição dos fins do programa e, de forma correlacionada, na sua implementação.

232. Além disso, o dolo do agente não precisa estar relacionado à obtenção de um benefício ou ganho para si próprio ou que resulte diretamente das negociações realizadas com base nas cotações manipuladas. O proveito (econômico ou não) almejado com a manipulação não integra o tipo infracional.

233. Como apurado neste PAS, os Acusados agiram em conluio, para possibilitar, por meio da implementação do Plano de Recompra 2017, que FB Participações vendesse quantidade expressiva de JBSS3 sem impacto relevante na cotação. Após exame dos indícios reunidos pela Acusação, entendo que restou suficientemente demonstrado o dolo dos Acusados de manipular o preço das ações JBSS3¹³⁶.

234. Com efeito, fica evidente que a manipulação de preços se tornou possível porque houve compartilhamento de informações entre os Irmãos Batista quanto às condições das vendas realizadas pela FB Participações e das compras efetuadas pela JBS, viabilizando, assim, uma atuação coordenada.

235. Ainda que, no dia a dia, Wesley Batista pudesse atuar preponderantemente à frente dos negócios da JBS, enquanto Joesley Batista tratava dos assuntos da J&F e demais controladas do grupo¹³⁷, não convencem os argumentos da defesa no sentido de que os Irmãos Batista desempenhavam seus papéis de modo totalmente estanque e que, por isso, desconheciam que FB Participações e JBS realizavam, num mesmo período, negociações relevantes com ações JBSS3.

instrumentos legítimos utilizados, especialmente, em momentos de depreciação do preço de ações. Com efeito, quando, na percepção da administração das companhias, a cotação das ações encontra-se abaixo do valor considerado justo, a recompra costuma ser adotada como mecanismo de recuperação da imagem de companhia perante o mercado e, paralelamente, aproveitamento de uma oportunidade de investimento mediante a aplicação eficiente dos recursos em caixa. Um dos riscos associados aos programas de recompra refere-se à possibilidade dessas operações eventualmente serem entendidas como caracterizadoras da prática de ilícitos de mercado, como a manipulação de preços. (...) programas de recompra utilizados de maneira legítima na prática empresarial brasileira não devem ser indevidamente enquadrados como hipótese de manipulação, independentemente de eventualmente impactarem a cotação das ações de emissão da companhia.” (grifos aditados) (“A Execução de Programas de Recompra de Ações pelas Companhias e o Ilícito de Manipulação de Preços” in Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais, Gustavo Machado Gonzalez (coordenação). São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2023, p. 414).

¹³⁶ Como explica o ex-Diretor Marcelo Trindade, em voto proferido no âmbito do PAS CVM SP nº 2001/0236, na reunião de Colegiado de 02.04.2002, quando do recebimento do TA formulado, sob a égide de sistemática processual anterior: *“Quanto à definição de dolo para efeito da prática de manipulação, afirma o prof. Richard Friedman, em artigo publicado na Michigan Law Review, que a pergunta a ser feita é a seguinte: (...) (A atividade do agente foi decisivamente motivada pela expectativa de que essa atividade afetaria a cotação, no sentido de que, se não fosse por essa expectativa, ele não teria adotado a conduta?) (Michigan Law Review, vol. 89, Outubro de 1990, p. 35).”* (grifos aditados)

¹³⁷ Consoante a defesa e depoimentos prestados pelos Irmãos Batista. Vide, por exemplo, Docs. 0371409, 0371411 e 1080555.



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

236. Joesley Batista, além de Diretor Presidente da FB Participações, era Presidente do CA da JBS, inclusive tendo participado da Reunião do referido órgão, ocorrida em 08.02.2017, quando foi aprovado o Plano de Recompra 2017, ao passo que Wesley Batista, além de ser o Diretor Presidente da JBS, era também membro do CA da FB Participações, quando a *holding* encaminhou a OTA ao Banco I, para que fossem liberadas para venda quantidade de ações JBSS3 correspondentes a cerca de R\$ 2 bilhões. Ambos integravam, portanto, a alta administração das duas companhias em questão. Como se não bastasse, eram irmãos e sócios, controlando conjuntamente o Grupo J&F.

237. Em seu voto, ao analisar a acusação de violação ao art. 13, §3º, II, da ICVM nº 358/2002, o eminente Relator, embora sem reconhecer o dolo dos Acusados em manipular o preço das ações JBSS3, admitiu que não seria verossímil o desconhecimento dos controladores sobre o que ocorria na controlada:

“Ademais, não parece crível o argumento de defesa de que “a FB [Participações] não tinha conhecimento de que a JBS negociava, concomitantemente, ações de sua própria emissão”, tendo em vista que as companhias eram controladas pela mesma família, sendo certo que havia administradores e conselheiros comuns em ambas as sociedades.” (grifei)

238. Ressalte-se que os Irmãos Batista conheciam a Informação Privilegiada e o seu potencial de impactar negativamente a cotação da JBSS3. Assim, não fazia sentido que a JBS recomprasse ações naquele momento, a menos que, justamente, o interesse por trás dessas negociações fosse outro, no caso, como afirmado pela Acusação, o de facilitar as vendas em curso pela FB Participações, o que, para que pudesse ser levado a efeito, pressupunha o conhecimento de ambos acerca do que estava ocorrendo.

239. O que torna, portanto, FB Participações e Joesley Batista corresponsáveis pela manipulação de preços é a evidente coordenação entre eles e Wesley Batista para que as recompras de ações JBSS3 ocorressem tempestivamente e em montante suficiente para mitigar os efeitos das vendas realizadas pela FB Participações sobre o preço da ação¹³⁸. O dolo, nas circunstâncias do caso concreto, é atribuível à pessoa jurídica em nome e também em proveito da qual agiram os seus administradores Wesley Batista e Joesley Batista¹³⁹.

¹³⁸ Como abordado anteriormente neste voto, a manipulação de preços estava intrinsecamente relacionada à prática de *insider trading*. Mas isso não implica dizer que as vendas realizadas pela FB Participações configurassem igualmente manipulação de preços. Segundo a própria Acusação, as vendas foram realizadas com o objetivo de conferir vantagem à FB Participações e seus controladores, a partir do uso da Informação Privilegiada. Não ocorreram, portanto, com a finalidade de manter a cotação das ações JBSS3, função que coube às recompras. Tanto é assim que o processo ou artifício empregado na manipulação de preços foi o Plano de Recompra 2017, ainda que sua implementação devesse ocorrer concomitantemente com as vendas de ações JBSS3, para que fosse atingido o efeito pretendido.

¹³⁹ A doutrina tem se debruçado sobre a questão do elemento subjetivo nas infrações administrativas cometidas por pessoas jurídicas, bem assim acerca de sua culpabilidade, porém não de forma uníssona. A propósito do tema, destaco Rafael Munhoz de Mello: “*Se não têm vontade e consciência próprias, não se aplicam as pessoas jurídicas os conceitos de dolo e culpa*”, mas “*para que seja observado o princípio da culpabilidade, há que se investigar se a atuação das pessoas físicas que integram a pessoa jurídica é dolosa ou culposa*” (Princípios Constitucionais de Direito Administrativo Sancionador. São Paulo: Malheiros, 2007, pp. 208-209). Em sentido semelhante, Heraldo Garcia Vitta explana: “*Diante de tantos argumentos*



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

240. O *timing* perfeito das recompras é o primeiro forte indício trazido pela Acusação de que houve intenção de manipular o preço das ações JBSS3.

241. A propósito, destacou a Acusação que, diferentemente do que ocorrera no programa de recompra anterior realizado pela JBS, em que as recompras foram iniciadas dois dias após a aprovação do programa, no Plano de Recompra 2017, aprovado em 08.02.2017, as operações somente foram iniciadas em 24.04.2017, mais de dois meses após a sua aprovação, justamente no período de vendas de ações JBSS3 pela FB Participações.

242. A defesa, por outro lado, teve êxito em demonstrar, a partir da análise do histórico dos programas de recompra da JBS, que não havia, propriamente, um padrão de tempo entre a aprovação desses programas e o início da respectiva implementação, senão lapsos temporais aleatórios que, considerados em conjunto, anteriormente a 2017, produziram a média de 59 dias de demora, de modo que não havia como se afirmar atipicidade, nesse particular. Ainda sobre o aspecto cronológico, a defesa comprovou que a JBS já realizava recompra de ações desde 2007, de modo recorrente.

243. Argumentou-se, ademais, que o Plano de Recompra 2017 foi regularmente aprovado pelo CA da JBS quando ainda não existia Informação Privilegiada e que outras 2.300.000 ações JBSS3 foram recompradas pela JBS, em 19.5.2017, depois do vazamento das Delações Premiadas, ocorrido em 17.05.2017, o que, segunda alega a defesa, reforçaria que a motivação da recompra não estava atrelada a negócios da FB Participações, o que, por sua vez, afastaria a intenção de manipular preços.

244. Mesmo admitindo que a Informação Privilegiada não existisse em 08.02.2017¹⁴⁰ e que o Plano de Recompra 2017 tivesse sido então aprovado pelo CA, da JBS por motivações legítimas, isso não impediria que os Acusados posteriormente desvirtuassem o seu uso para fins escusos. Como dito, o Plano de Recompra 2017 foi tido como o processo ou artifício empregado na manipulação de preços, o que não significa que já devesse ter sido aprovado com a intenção de ter seu uso deturpado.

em prol da responsabilidade das pessoas jurídicas, concluímos podem ser-lhes imputadas penas administrativas. uma vez presentes o dolo, ou a culpa, como pressupostos subjetivos do ilícito, praticado por pessoa física, como preposta, representante, ou outra denominação qualquer que se deseje rotulá-la desde que tenha agido (em benefício do ente coletivo, exprimindo a 'vontade' da pessoa jurídica" (A Sanção no Direito Administrativo. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 52).

¹⁴⁰ Wesley Batista disse, em depoimento perante o STF, no âmbito da PET 7003, que em meados de fevereiro foi tomada a decisão efetiva de buscarem a negociação de um acordo de colaboração premiada: “Wesley Batista: (...) Primeiro, a decisão é efetiva, se deu meados de fevereiro. Eu e o Joesley estávamos na minha casa quando nós chamamos o [F.A.S.] e ali ficamos juntos por um tempo, discutindo e aí falamos pro [F.A.S.], autorizamos o Francisco pra fazer uma ligação pro Procurador [A.] que era os casos que nos envolviam na época de Greenfield, de Cui Bono e Sépsis e dali se deu o ponta pé de um início de procura das autoridades pra uma possível discussão de acordo. (...) Juiz: A decisão foi... Wesley Batista: Deve ser coisa de 15, 18, de 15 a 20. Juiz: Essa decisão foi tomada com quem? O senhor? Wesley Batista: Estava eu, Joesley e doutor [F.A.S.]. Juiz: Foi nesse momento que vocês... Wesley Batista: Que nós o autorizamos. Juiz: Sim. Wesley Batista: A... Juiz: A iniciar, dar um start. Wesley Batista: A ligar para o doutor [A.] e falar: “olha, Wesley, Joesley, as pessoas físicas, estão dispostas a iniciar uma conversa.” (Doc. 1080555).



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

245. O que importa, no caso, não é tanto o tempo decorrido entre a aprovação do programa e o início de sua implementação, e sim o fato de as recompras terem se iniciado apenas quatro dias após o início das vendas de ações JBSS3 pela FB Participações, no momento em que a *holding* passou a operar cerca de 50% do volume negociado em bolsa. Isso, a meu ver, constitui forte indício de que tais negociações estavam correlacionadas e, de resto, convergente com os demais indícios.

246. Ao ter sido questionada a respeito dos fatos, na fase investigativa, a JBS informou que (i) tomou a decisão de realizar esses negócios, na forma do Plano de Recompras 2017, no mês de abril daquele ano, em razão da queda no preço das ações JBSS3, que teve média de R\$ 11,98 em fevereiro, R\$ 11,11 em março e R\$ 10,15 em abril; (ii) a realização desses negócios inseriu-se no contexto da gestão regular da estrutura de capital da Companhia; e (iii) que o CA deliberou em 13.06.2017, pela suspensão da realização de recompras no âmbito do plano aprovado¹⁴¹.

247. Wesley Batista também tentou justificar a “coincidência” de datas, alegando que o balizador de preços que acionaria um “gatilho” para que as compras fossem iniciadas seria o atingimento da cotação de R\$ 10,00 por ação JBSS3. Vide, por exemplo, depoimento prestado à Polícia Federal, ainda em 2017:

“4 – Como você escolheu as datas específicas para decidir executar o programa de recompra de ações e autorizou a mesa de operações efetivamente a comprar?”

(...) QUE no mês de março, salvo engano, teve a Operação Carne Fraca e a repercussão foi negativa para o preço das ações da JBS S/A, de modo que a ação chegou nesse patamar de preço que o declarante entendia bom para executar compras.”¹⁴² (grifos aditados)

248. Porém, foram confrontados na Peça de Acusação com o fato de que, entre 04 e 07.04.2017, as cotações das ações JBSS3 ficaram abaixo desse valor, sem que a JBS tivesse efetuado qualquer compra, somente vindo a fazê-lo quando a FB Participações iniciou suas vendas.

249. Nas razões de defesa, os Acusados passaram, então, a argumentar, que incertezas quanto aos desdobramentos da Operação Carne Fraca, deflagrada em 17.03.2017, e suas repercussões sobre a JBS recomendaram prudência nos últimos dias de março e primeiros dias de abril, uma vez que tais eventos poderiam afetar as obrigações da companhia, eventualmente acelerando dívidas e determinando novas contingências, de modo que, uma vez recuperada a estabilidade no ambiente de negócios da JBS, na segunda quinzena de abril, a companhia pôde finalmente investir na recompra de suas próprias ações, que estariam baratas, observados os ativos que efetivamente compunham o seu patrimônio¹⁴³. Segundo

¹⁴¹ Resposta ao Ofício nº 184/2017/CVM/SEP/GEA-4 (Doc. 0312610).

¹⁴² Trecho do depoimento prestado na Polícia Federal (Doc. 0371411).

¹⁴³ Nesse sentido, a defesa explicou que apenas uma das controladas da JBS, a Pilgrim’s Pride Corporation (“PPC”), que era empresa de capital aberto listada na bolsa norte-americana Nasdaq, tinha valor de mercado que oscilava no entorno de R\$ 20 bilhões, dos quais 78% - equivalente à participação da JBS em seu capital - compunham o patrimônio da JBS, cujo valor de mercado, diante do preço das ações JBSS3, era menos de R\$ 10 bilhões a mais do que o valor da participação na PPC.



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

a defesa, a recuperação do valor dos títulos de dívida com vencimento futuro da JBS reforçou a estabilidade que a JBS entendia necessária para então dar início à execução do Plano de Recompra 2017.

250. Entretanto, ao final de 2018, ao depor novamente, dessa vez em juízo e já após a apresentação da defesa neste PAS, Wesley Batista voltou a citar a Operação Carne Fraca como fato que teria ensejado o início da execução do Plano de Recompra 2017, e não como um obstáculo. Não menciona, também, no depoimento, qualquer problema de caixa da companhia em razão dessa ocorrência:

“Advogado: Respondendo uma outra suspeita argumentativa, eu lhe pergunto o seguinte: entre a data da aprovação do plano de recompras, recompra das ações da JBS, e a efetiva realização, decorreu um período. O senhor podia explicar...

Wesley Batista: Isso é normal.

Advogado: O que que é a aprovação do plano.

Wesley Batista: Isso é normal. O Conselho todo ano aprova um novo plano. (...) o Conselho aprova e não necessariamente você começa a comprar. Você fica ali olhando, acompanhando. A recompra, eu acho que tem um dado importante, que quando teve, foi logo com carne fraca, foi ali naquele período, teve Carne Fraca, as ações começaram a sofrer, e ação da JBS a realidade é que nós sempre achamos 10 reais ação barata. Então toda vez que dava nesse número: “pô, o melhor investimento é em nós mesmos, né”. A companhia, se tá gerando caixa, o que que ela tem pra fazer, ou fazer aquisição ou, ou recomprar ela própria, né. Então se ela acha que ela tá barata, o melhor lugar que ela tem pra recomprar é ela mesma.”¹⁴⁴ (grifos aditados)

251. Como se vê, nos depoimentos de Wesley Batista, a Operação Carne Fraca é tida como o fato que teria motivado as recompras, mas nas razões de defesa a mesma operação policial teria retardado o início das negociações da JBS com ações de sua própria emissão. A impressão que fica, portanto, é a de que os Acusados buscaram construir uma explicação *a posteriori* para os negócios efetuados pela JBS com as ações JBSS3, na tentativa de eximir-se de responsabilização.

252. Observo, adicionalmente, que, no Período Suspeito, a JBS comprou ações JBSS3 a preços médios que superaram consideravelmente o patamar de R\$ 10,00, como se vê no “Formulário Individual com a Negociação de Administradores e Pessoas Ligadas – Art. 11 – Instrução CVM nº 358/2002”:

¹⁴⁴ Trecho do depoimento prestado em juízo, no âmbito da PET 7003 (Doc. 1080555).



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

Movimentações no Mês – discriminar cada operação de compra ou venda ocorrida no mês (dia, quantidade, preço e volume)							
Valor Mobiliário/ Derivativo	Características dos Títulos (2)	Intermediário	Operação	Dia	Quantidade	Preço (R\$)	Volume (R\$) (3)
Ação	Ordinárias	GOLDMAN	Compra	24/04/17	1.421.000	10,26	14.588.830,15
Ação	Ordinárias	XP	Compra	24/04/17	1.300.200	10,24	13.320.839,14
Ação	Ordinárias	ATIVA	Compra	24/04/17	2.170.400	10,27	22.304.390,31
Ação	Ordinárias	GOLDMAN	Compra	25/04/17	1.945.000	10,42	20.285.192,24
Ação	Ordinárias	XP	Compra	25/04/17	1.099.300	10,40	11.443.675,91
Ação	Ordinárias	ATIVA	Compra	25/04/17	1.758.400	10,40	18.299.207,74
Ação	Ordinárias	GOLDMAN	Compra	26/04/17	1.304.100	10,40	13.571.297,73
Ação	Ordinárias	XP	Compra	26/04/17	1.215.700	10,39	12.640.546,15
Ação	Ordinárias	ATIVA	Compra	26/04/17	2.304.100	10,35	23.852.587,35
Ação	Ordinárias	GOLDMAN	Compra	27/04/17	1.786.600	10,46	18.704.358,26
Ação	Ordinárias	XP	Compra	27/04/17	2.285.500	10,42	23.830.684,61
Ação	Ordinárias	ATIVA	Compra	27/04/17	726.800	10,43	7.586.431,59

253. Além disso, a JBS chegou também a estabelecer limites de preços para as compras bem superiores a R\$ 10,00 (valor que supostamente teria sido utilizado como “gatilho”), como se constata, a título exemplificativo, no envio de ordens à corretora G. S.:¹⁴⁵

- (i) Em 24.04.2017, ao dar ordem para a compra de ações JBSS3, estipulou limite de R\$ 11,00;
- (ii) Em 26.04.2017, foi solicitada a compra de ações JBSS3, com limite de R\$ 10,60;
- (iii) Em 27.04.2017, foi enviada ordem para compra de ações JBSS3, com limite de R\$ 10,40, sobrevindo nova ordem para compra de ações no limite de R\$ 10,50.

254. Logo, nem mesmo a conduta efetivamente adotada pela JBS se mostrou condizente com as explicações posteriormente dadas¹⁴⁶.

255. A seu turno, a recompra de ações pela JBS, em 19.05.2017, após o vazamento das informações sobre as Delações Premiadas, quando a cotação do papel tinha sofrido queda acentuada, não afasta, obviamente, que pudesse ter havido intenção de manipular o preço, antes do referido vazamento. As situações são totalmente distintas. As operações questionadas pela Acusação são aquelas realizadas no Período Suspeito, em situação de grave assimetria informacional.

256. Também foi aduzido pela defesa que a quantidade de ações recompradas pela JBS nos pregões de abril e maio de 2017 em nada discrepou das quantidades compradas no exercício de 2016, quando foi executado o programa de recompra de ações vigente à época, sendo coincidentes as médias diárias e o

¹⁴⁵ Doc. 0300687.

¹⁴⁶ Os indícios de manipulação baseada em negócios podem ser depreendidos, muitas vezes, a partir da análise da dinâmica da execução da compra ou venda do valor mobiliário. No caso vertente, a peculiaridade de a manipulação ter sido realizada com intenção de aliviar ou anular os efeitos das vendas realizadas pela FB Participações, e não para a obtenção de vantagens para a JBS, com a execução, em si, das recompras, faz com que essa dinâmica não seja um fator preponderante para a verificação da materialidade, mas, ainda assim, como se pôde notar, o exame das condições dos negócios ajuda a evidenciar a fragilidade das justificativas apresentadas pelos Acusados quanto ao *timing* das 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

volume financeiro médio diário, em cada ano, a indicar não haver anormalidade ou atipicidade no comportamento da JBS, o que teria sido corroborado pelo Estudo FIPECAFI.

257. Todavia, a semelhança entre médias diárias e o volume financeiro médio diário das recompras realizadas em 2016 e 2017 não é suficiente para atestar a tipicidade das operações, o que demandaria apurar tais indicadores com base nos volumes adquiridos durante os demais programas de recompra de ações da companhia desde 2007 (como fez a defesa, ao apurar o prazo médio decorrido entre a aprovação e início de execução de cada programa de recompra).

258. A defesa apontou, ademais, que, do montante de 36.397.400 de ações JBSS3 vendidos pela FB Participações, apenas 20,8% foram adquiridas pela JBS, tratando-se, portanto, de quantidade relativamente baixa de ações, o que fragilizaria o argumento de que a JBS, movida por Wesley Batista, “teria negociado para criar mercado às vendas de JBSS3 que os Irmãos Batista fariam, via FB”¹⁴⁷.

259. Porém, a mencionada quantidade de ações refere-se apenas às que foram objeto de negociações ocorridas no Período Suspeito em que a FB Participações e a JBS figuraram como contrapartes entre si. A manipulação da cotação das ações JBSS3 resultou do efeito das recompras como um todo, até porque as negociações foram realizadas em bolsa, portanto, sem que fossem conhecidas as contrapartes.

260. Desse modo, considerando-se a totalidade das vendas realizadas no mercado pela FB Participações e a totalidade das recompras efetuadas no mercado pela JBS, no Período Suspeito, verifica-se que a quantidade de ações JBSS3 adquiridas pela companhia foi equivalente a 63,29% da quantidade de ações vendidas pela *holding*¹⁴⁸.

261. Outro aspecto relevante para o deslinde deste caso diz respeito à alegação da defesa de que havia fundamentos econômicos para a recompra de ações pela JBS em abril de 2017, os quais, segundo a defesa, nortearam a execução do Plano de Recompra 2017 e teriam sido respaldados pelo Estudo FIPECAFI, cujas conclusões são reproduzidas abaixo:

“5.2 Conclusões da Análise de Fundamento Econômico para as Recompras de Ações no Ano de 2017

Conclusão: Não podemos afirmar que não existia fundamento econômico para as recompras efetuadas pela JBS S.A no ano de 2017. Nossas análises indicaram que existem indícios de que ação estava “barata” à época dos fatos.

Principais Fundamentos Empíricos para as Conclusões

- O preço alvo (“valor justo”) médio para a ação da JBS, a partir de uma amostra não probabilística de 11 Relatórios de Analistas de Ações (Sell Side) entre dezembro de 2016 e março de 2017, foi de R\$17,22 e a mediana de R\$16. No pregão anterior à data da 1ª

¹⁴⁷ Doc. 0487211.

¹⁴⁸ Foram vendidas pela FB Participações no Período Suspeito 36.397.400 ações. Por sua vez, a JBS adquiriu no mercado, no mesmo período, 23.037.500ações (Quadro III do RI).



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, 20/04/2017, a ação encerrou cotada em \$10,01.

- Informações disponibilizadas pelo Terminal Bloomberg em 31/03/2017 indicava que 2/3 dos analistas recomendavam a compra da ação (66% Buys), enquanto 1/3 recomendava a manutenção (33% Holds), sendo que nenhum recomendava a venda (Sells). Nesta data, o preço médio de consenso dos analistas era de R\$16,09, com um retorno potencial de 58,1% uma vez que a ação estava negociada neste momento a R\$10,18.

- O indicador Price to book (Preço/Valor Patrimonial), que chegou a atingir 1,75 no 1º semestre de 2016, caiu sensivelmente ao longo do ano de 2016 e 2017, tendo atingido 1,13 ao final do 1º trimestre de 2017.

- Em 31/03/2017, a participação de 78% na controlada PPC representava cerca de 50% do valor de mercado da JBS S.A, mas pouco menos de 17% da Receita Total do Grupo – o que denota certa assimetria entre o valor da Controladora (JBS) e o da Controlada (PPC).”
(grifos aditados)

262. O argumento, entretanto, não convence. Quando as recompras começaram, os Irmãos Batista já negociavam com o MPF a celebração dos acordos de colaboração premiada.

263. Sendo assim, ao analisar os fundamentos econômicos para as recompras, o Estudo FIPECAFI desconsiderou o fato de que Wesley Batista, ao dar a ordem para início das recompras, detinha informação que acenava com a iminente desvalorização das ações JBSS3, tão logo fosse revelada, com efeitos adversos para todo o Grupo J&F. Logicamente, tal circunstância, se fosse levada em conta, alteraria drasticamente as premissas adotadas no citado estudo, o qual, por isso mesmo, se torna de pouca valia para o deslinde deste PAS¹⁴⁹.

264. Ressalte-se, por oportuno, que, ao tentar demonstrar a regularidade das recompras, a defesa apontou que tais operações foram submetidas pelo CA da companhia à consultoria norte-americana NERA Economic Consulting (“NERA”), a qual, após analisar os dados do caso, registrou que¹⁵⁰:

“Informações Confidenciais e as Negociações de Ações

- Se a JBS pudesse tirar proveito das informações confidenciais, a empresa venderia ações da JBS antes da divulgação ou as compraria após a divulgação
- Os registros apresentados à CVM mostram que 91% (por ações) das Negociações de Ações foram adquiridos antes da divulgação das informações confidenciais
- A prova não é consistente com o uso das informações confidenciais para readquirir ações a um preço vantajoso
- Além disso, as negociações estão em conformidade com o plano de reaquisição e aparecem semelhantes às aquisições em planos anteriores.” (grifos aditados)

¹⁴⁹ O Estudo FIPECAFI, a bem da verdade, admite apenas a existência de indícios (e não certeza) de que havia racional econômico para as recompras, como se depreende dos termos empregados em suas conclusões.

¹⁵⁰ Apresentação constante dos autos do PAS CVM nº 19957.005388/2017-11 (conexão ao presente PAS), juntamente com sua tradução juramentada (Docs. 0385178 e 0385180).



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

265. Todavia, como se vê, a consultoria estrangeira pressupôs que as recompras de ações JBSS3 não haviam sido realizadas com base em informação privilegiada acerca das colaborações premiadas.

266. Por isso, a análise realizada pela NERA indicou a falta de racionalidade econômica das recompras, sob a ótica de quem detivesse a informação privilegiada, sendo justamente o caso deste PAS. Em tal contexto, as recompras de ações JBSS3 não atenderiam a quaisquer das finalidades com que uma companhia legitimamente adquiriria ações de sua própria emissão.

267. Não faz sentido, portanto, o argumento de que era dever de Wesley Batista realizar as recompras, em razão do preço altamente atrativo das ações JBSS3, à luz do disposto no art. 155, II, da LSA¹⁵¹ e para fins de proteção à JBS e geração de valor aos seus acionistas, como demonstração de confiança na JBS.

268. Pelo contrário, Wesley Batista sabia que as recompras deveriam acarretar perdas para a JBS, uma vez que a tendência era de que a cotação das ações JBSS3 caísse após a divulgação da Informação Privilegiada. As conclusões da NERA reforçam, nesse particular, em linha com outras evidências constantes dos autos, o entendimento de que a Informação Privilegiada era potencialmente prejudicial aos negócios da JBS (e não que fosse impossível prever seus efeitos sobre a cotação das ações JBSS3, como aduzido, em vários momentos, pela defesa). O racional, como visto (e atestado inclusive pela análise da NERA) seria que a JBS naquele momento vendesse as ações, mas isso não poderia ocorrer, uma vez que caracterizaria a ilícita prática de *insider trading*.

269. A atipicidade do comportamento de FB Participações e da JBS no Período Suspeito, quando consideradas conjuntamente as condutas da *holding* e de sua controlada, foi mencionada no depoimento de perito criminal, no âmbito da Ação Penal 6243:

“Testemunha: Posso afirmar que como regra geral não são operações comuns. Uma companhia recomprar suas ações dentro de alguma estratégia dela e isso ser aprovado no conselho de administração e a companhia eventualmente recomprar as suas ações é um fato que ocorre. **O que nesse caso aqui causa uma certa estranheza é a concomitância da atuação.** Então, eu entendo que deve ser olhado o cenário como um todo, quer dizer, todo o cenário em que isso ocorreu. Então, enquanto que **não é habitual, é a companhia, uma companhia que tem um controlador que é administrador da companhia e a companhia decide recomprar ao mesmo tempo que o controlador inicia a venda das ações que ele tem, de uma parte, de uma parcela, de um percentual que ele detém da companhia.** Não é, naturalmente uma operação usual. Até porque se a gente pensar que, se a gente imaginar que o agente pra... a companhia, **uma companhia para ela recomprar as suas ações está dentro de uma estratégia da companhia.** Ela está desembolsando recursos para aquilo. Ela está fazendo investimento nas suas próprias ações, **então um dos critérios que ele vai olhar é a conveniência e a oportunidade dela fazer aquilo. Se as**

¹⁵¹ É vedado ao administrador, “omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia”.



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

ações estão em um preço interessante para serem compradas. Se a companhia acha que a ação está muito barata então vale a pena. A empresa é muito boa e a **ação está muito barata, então vou recomprar** essas ações. Agora, **o que não é usual é que ao mesmo tempo esse controlador decide que as ações estão baratas, eventualmente estão baratas e vale a pena a companhia recomprá-las, resolve ao mesmo tempo vender essas ações que ela possui na sua holding, na sua empresa, que controla a outra.** Então realmente essa é uma situação que não é comum. Por isso ela foi determinada como uma, **um caráter atípico, essas duas operações ocorrer simultaneamente.** Nesse período que eu analisei, foi um período de um ano. Nesse período não houve essa atuação. A FB em nenhum momento havia vendido ações nesse período de um ano e não era uma, um comportamento usual da FB da controladora, vender ações da JBS. Como também a JBS nesse um ano não havia comprado, recomprado, suas ações.

Ministério Público: Além dessa venda e da recompra, da proximidade das datas, o senhor também menciona no seu lado em relação ao volume das ações. Não só o ato de vender ou recomprar, mas o volume das vendas e da recompra. O senhor fala isso às folhas 21 do seu laudo (Ininteligível). Então o senhor também constatou **que o volume das ações também era um volume não usual além da própria conduta** (...) fora do padrão?

Testemunha: Sim, a questão do volume, a questão o volume ela está relacionada a duas coisas. Uma eu mencionei agora. Nesse período de um ano nem a FB nem a JBS realizaram compras ou vendas dessas ações. E a questão do volume, a relevância da questão do volume, é que o volume foi representativo em função da quantidade de ações negociadas naquele momento. Então, esses ... essas 8 datas que nós estamos falando, de 20 de abril e 17 de maio, esses 8 pregões, **o volume que a JBS comprou e o volume que a FB vendeu, representou 37% do que foi negociado de ações da JBS. Quer dizer, é um volume representativo.** Eu quero dizer o seguinte. Nós aqui nessa sala cada um resolver comprar um pouquinho de ações da Petrobras hoje não vai alterar nada porque nós vamos comprar mil reais aqui, 5 mil reais ali, 10 mil reais ali. Em função do volume de ações, por exemplo, no exemplo que eu estou dando, ações da Petrobras que são negociadas diariamente, não vai alterar, nem modificar o volume e muito menos poder exercer qualquer influência no preço. **Quando a gente fala em um volume de 37% em média agregado num período de 15 dias, naturalmente isso acaba exercendo um peso no mercado, peso de movimentar o mercado. Aumentar a quantidade, naturalmente influenciando o preço. É uma coisa até intuitiva.**¹⁵² (grifos aditados)

270. Ante a expectativa de que tais negociações causariam prejuízo à companhia, tampouco poderia o administrador agir como se simplesmente não tivesse ciência da Informação Privilegiada, recomprando, naquele momento, ações JBSS3, como acabou sendo feito. Lembre-se que o Plano de Recompra 2017 instituiu uma faculdade para a JBS que poderia ser exercida durante 18 meses, de modo que a companhia não estava obrigada a comprar ações de sua própria emissão em abril de 2017¹⁵³.

271. Portanto, as recompras só faziam sentido naquele momento porque a intenção era manipular o preço das ações, em virtude das vendas que eram efetuadas pela FB Participações.

¹⁵² Doc. 1080546.

¹⁵³ O Plano de Recompra 2017 foi aprovado com prazo de validade de 18 meses.



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

272. Restou comprovado, ademais, que as recompras foram iniciadas por ordem de Wesley Batista, conforme *e-mail* enviado por F.Z.B., que trabalhava na mesa de operações da JBS, a D.P.A.A., da Diretoria Jurídica da JBS, em que o remetente da mensagem afirma: “*Até o dia 19/04 estávamos sem posição de JBSS3 em tesouraria. Hoje, 24/04, recebemos a ordem do Wesley para comprar o equivalente a 50 milhões de reais em ações da JBS no mercado*”¹⁵⁴ (grifei).

273. Em depoimento à Polícia Federal, R. H., Diretor de Controle de Risco da JBS, informou que quem executou as recompras foi C.C., gerente de investimento, no terminal Bloomberg e que “*dentro da JBS a autorização para que estas ordens de compras de ações de JBS ocorressem nestas datas, e não em outras quaisquer, partiram do CEO Wesley*”¹⁵⁵ (grifei). Por sua vez, C.C. acrescentou que Wesley Batista estipulava o valor final de deveria ser comprado de ações no dia¹⁵⁶.

274. Assim, concluo que há um conjunto de indícios fortes, convergentes e suficientes para evidenciar que, por ocasião da implementação do Plano de Recompra 2017, Wesley Batista, na qualidade de Diretor Presidente da JBS, comandou compras de ações de própria emissão da companhia, com intuito de manipular o preço das ações JBSS3 no Período Suspeito, em conluio com Joesley Batista, que atuava em nome da FB Participações, ao vender ações no mesmo período, devendo ser, portanto, todos os Acusados responsabilizados por infração aos itens I c/c II, alínea “b”, da ICVM nº 8/1979.

X INFRAÇÃO AO DEVER DE LEALDADE – ART. 155, § 1º, DA LSA (WESLEY BATISTA)

275. Wesley Batista também é acusado, relativamente às recompras de ações JBSS3, por ter infringido o seu dever de lealdade, em violação ao disposto no §1º do art. 155 da LSA, ao participar da manipulação da cotação das ações JBSS3.

276. Tem razão, a meu ver, a Acusação. Embora inserida no contexto da manipulação de preço, a conduta de Wesley Batista também merece reprimenda por sua condição de administrador da emissora.

277. No caso concreto, o acusado, ao realizar tais recompras, atuou na qualidade de Diretor Presidente da companhia emissora e, valendo-se da Informação Privilegiada, buscou favorecer interesse de terceiro (i.e., o interesse da FB Participações e, em última instância, o seu próprio e de seu irmão, Joesley Batista, por integrarem o quadro societário da *holding*), em detrimento do interesse social, colocando o patrimônio da JBS (e dos demais acionistas) em evidente risco.

278. Por isso, Wesley Batista violou igualmente o seu dever de lealdade para com a JBS a cuja observância estava sujeito. Como bem descreveu a Peça de Acusação:

¹⁵⁴ Doc. 0372325.

¹⁵⁵ Doc. 0371402.

¹⁵⁶ Doc. 0371403. Em depoimento à Polícia Federal, Wesley Batista disse que R.H. estava livre para comprar menos que o valor diário estipulado, a depender do movimento e volume no mercado, que tal se tratava de um limite (Doc. 0371411).



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

“166. Como visto, o art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76, impõe ao administrador de companhia aberta a guarda do sigilo sobre qualquer informação não divulgada, obtida em razão do cargo e capaz de influir na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se dessa informação para obter, tanto para si como para outrem, vantagem (...).

167. Nessa ordem de ideias, enquanto administrador da JBS, Wesley Batista, valeu-se de informação diretamente relacionada ao seu cargo e de seu absoluto conhecimento, uma vez que, assim como no caso do seu irmão, foi por ele mesmo produzida, para obter vantagem econômica. Isto porque, com a determinação de compra de valor mobiliário (ações) por meio da própria JBS, no mesmo momento em que a controladora deu início ao processo de venda desse mesmo papel, resta clara a intenção de obter vantagem em favor de outrem, no caso a FB Participações e, em última análise, de si próprio, eis que controlador indireto da Companhia.” (grifos aditados)

279. Veja-se que Wesley Batista foi beneficiado não pelas compras em si, realizadas em nome da JBS, mas pelos efeitos dessas compras sobre os preços de vendas de ações JBSS3, que concomitantemente vinham sendo efetuadas pela FB Participações (da qual era controlador indireto).

280. Em outras palavras, ao lograr manter estáveis as cotações das ações JBSS3, por meio das recompras efetuadas a seu mando, a FB Participações acabou sendo beneficiada nas vendas que realizava no mesmo período (e, indiretamente, os seus controladores, sendo ele próprio um deles), já que, sem a pressão compradora exercida pela emissora, o esperado era que o preço obtido com as vendas fosse mais baixo do que o efetivamente adotado nas negociações, como demonstrado anteriormente neste voto.

281. Assim, deve responder pela violação ao dever de lealdade (art. 155, §1º). Não se trata de punir duplamente. Ao se coibir a manipulação de preços, protege-se a integridade do mercado¹⁵⁷.

XI INFRAÇÃO PELO USO INDEVIDO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA (*INSIDER TRADING*) – ART. 13, CAPUT, DA ICVM Nº 358/2002 (WESLEY BATISTA)

282. Por fim, em razão das mesmas operações bursáteis, Wesley Batista foi também acusado por infração ao art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002, por ter negociado, em nome da JBS, ações de emissão da própria companhia, igualmente com o uso da Informação Privilegiada.

283. Segundo a Acusação, “*a conduta de Wesley Batista violou a proibição prevista no art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002, que veda a negociação, antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, com valores mobiliários de sua emissão ou a ele referenciados pela própria companhia, por diretores e membros do conselho de administração,*

¹⁵⁷ Conforme explica Nelson Eizirik: “*Nos dois ilícitos administrativos – criação de condições artificiais e manipulação – o bem jurídico protegido é o mesmo: a regularidade e transparência do mercado de valores mobiliários, assegurando que o processo de formação de preços seja regido pela oferta e demanda*” (grifos aditados) (EIZIRIK, Nelson ET atl. Mercado de Capitais Regime Jurídico. 3ª Ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 547-548).



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

controladores diretos ou indiretos, dentre outros”.

284. Ocorre que, segundo a própria tese acusatória, a intenção por trás das compras de ações JBSS3 era a de conferir maior liquidez e, assim, manter artificialmente estáveis (em patamares mais elevados do que o esperado) os preços, enquanto a FB Participações vendia, também em bolsa, expressiva quantidade de ações da mesma espécie (conduta tipificada como prática de manipulação de preços).

285. De fato, como apontado anteriormente, no que tange a eventual prática de *insider trading*, exclusivamente sob a ótica da JBS, as compras de ações de sua própria emissão não teriam razão de ser, uma vez que, como visto, a expectativa de quem detivesse a Informação Privilegiada seria de futura queda do valor dos papéis e, portanto, o que tenderia a gerar perdas para quem os adquirisse naquele momento anterior à divulgação da Informação Privilegiada ou seu vazamento.

286. A caracterização da violação ao art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002, nessas circunstâncias, deveria pressupor que Wesley Batista, como controlador da JBS, adquiriu ações JBSS3, indiretamente (por força do já citado do art. 20, II, da ICVM nº 358/2002), de posse da Informação Privilegiada, mas com a expectativa, *a priori*, de que necessariamente incorreria em prejuízo, nessas negociações.

287. Essa circunstância, porém, fundamentou justamente a formulação de acusação de violação ao art. 155, §1º, da LSA, contra Wesley Batista, no âmbito da prática da manipulação da cotação das ações JBSS3, analisada anteriormente¹⁵⁸.

288. Desse modo, a finalidade com que tais compras foram efetuadas (inclusive segundo a própria tese acusatória) impede, a meu ver, o enquadramento legal pretendido pela Acusação. Admitir que o acusado, por uma mesma conduta, pudesse ter praticado, concomitantemente, as infrações administrativas de *insider trading* e manipulação de preços, acarretaria *bis in idem*. Nesse caso, penso que a questão se resolve pelo princípio da consunção, dado que a negociação de posse de uso de informação privilegiada estava compreendida na dinâmica da manipulação de preços, prevalecendo, no caso, unicamente a acusação quanto a essa infração, em relação à qual a conduta já foi analisada.

¹⁵⁸ Como constou do RI: “168. Ora, não há como dissociar a análise das operações de compra e venda no contexto da presente investigação. Tanto a venda das ações por parte da FB Participações como a recompra pela JBS, vistas sob um panorama unificado, demonstram, sem sombras de dúvidas, o intuito coordenado dos controladores, diretos e indiretos, de obter, inclusive em detrimento da própria Companhia, vantagem indevida no mercado de valores mobiliários na posse de informação privilegiada. 169. Para a consecução de tal vantagem indevida, a atuação da JBS, por determinação de Wesley Batista, desenvolveu-se de forma a mitigar, ou mesmo anular, o impacto no preço das ações que seria gerado pela quantidade de vendas que a controladora estava realizando no mercado. Assim, as vendas da FB foram em preço melhor que o seria possível sem a atuação conjunta de Wesley comprando em nome da JBS. A FB se beneficiou vendendo mais caro e a JBS foi prejudicada por comprar com um preço que Wesley Batista sabia que cairia após a divulgação do conteúdo da informação relevante. 170. Portanto, Wesley Batista deve ser responsabilizado por ter faltado com o dever de lealdade, em violação ao disposto no §1º do art. 155 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976”.



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

289. Por essa razão, entendo que Wesley Batista deve ser absolvido da acusação de violação ao art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002.

XII CÁLCULO DAS VANTAGENS PATRIMONIAIS INDEVIDAS

290. As normas que vedam a prática do *insider trading* têm por finalidade coibir e punir o objetivo ou a “intenção” do agente de auferir vantagem indevida¹⁵⁹.

291. Desse modo, mesmo que o acusado não obtenha vantagem decorrente do uso da informação privilegiada ou, na pior das hipóteses, obtenha resultado negativo com as negociações, tais circunstâncias não alteram a reprovabilidade da conduta do infrator, pois a existência de vantagem econômica não é requisito para a caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada, conforme entendimento consolidado desta CVM.

292. Não obstante, a Acusação apontou vantagem econômica obtida pelos acusados com a infração.

293. Segundo a Peça de Acusação, entre 20.04.2017 e 17.05.2017, a FB Participações vendeu as ações por um preço médio de R\$ 10,27. O preço médio de negociação das ações no dia 18.05.2017, um dia após a divulgação ao público da notícia sobre a colaboração premiada, foi de R\$ 8,26. Com isso, a FB Participações evitou um potencial prejuízo de R\$ 72.982.053,00 (373.624.577 – 36.397.400 x 8,26)¹⁶⁰.

294. A defesa contesta o referido cálculo, alegando que a tese acusatória considerou que o suposto benefício indevido, hipoteticamente percebido pela FB Participações com esses negócios, teria decorrido justamente da participação da JBS em determinados pregões recomprando ações de sua emissão concomitantemente às vendas por ela realizadas, de modo que se, por hipótese, tivesse havido qualquer vantagem indevida, essa deveria ser calculada não com base em todas as vendas realizadas pela FB Participações, mas exclusivamente aquelas em que a JBS esteve na ponta oposta, como compradora.

295. Aduziu a defesa que o preço médio das ações JBSS3 no pregão de 18.5.2017, data do pregão seguinte ao vazamento das Delações Premiadas, foi de R\$ 8,29, e não de R\$ 8,26, conforme o RI¹⁶¹.

296. Assim, eventual perda evitada deveria ser calculada com base na diferença entre o valor das transações realizadas diretamente entre JBS e FB Participações e o preço médio da ação JBSS3 no dia

¹⁵⁹ Como bem delineado no voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade, no julgamento do PAS CVM nº 04/2004, em 28.06.2006: “a finalidade de obter vantagem constitui elemento subjetivo do tipo, que o faz doloso, e que se traduz na intenção do agente de produzir um resultado. A produção do resultado, em si mesma - isto é, no caso concreto, a efetiva obtenção da vantagem visada - é elemento objetivo, não se confunde com a finalidade (que é a intenção do agente), e não integra a conduta descrita nos arts. 155, §§ 1º e 4º, da Lei das S.A., e no art. 13 da Instrução 358/02”.

¹⁶⁰ Valor obtido a partir do total obtido pela FB Participações (volume de ações) com a venda de ações JBSS3 no Período Suspeito (R\$ 373.624.577,00), considerando-se o preço médio de R\$ 10,27, do qual foi subtraído o produto da multiplicação da quantidade de ações vendidas no referido período (36.397.400) pelo preço médio da ação em 18.05.2017 (R\$ 8,26).

¹⁶¹ Conforme tela Bloomberg reproduzida nas razões de defesa.



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

seguinte ao vazamento das Delações Premiadas (R\$78.425.029,00 – R\$ 7.578.300 x 8,29). Nesse caso, o suposto benefício indevido seria de R\$ 15.600.922,00.

297. A defesa argumenta, alternativamente, caso se entenda pela inaplicabilidade desse racional, que, no mínimo, deveriam ser desconsiderados os pregões em que a JBS não atuou no mercado de JBSS3, nos quais, portanto, não houve recompra de ações. Fundamenta a exclusão, do cálculo final, dos pregões dos dias 20 e 28.04 e 16.05.2017, uma vez que nesses dias *“a variação observada foi menor do que a esperada, dado ao volume de ações sendo vendidas pela FB Participações, sem que houvesse as compras da JBS para amortecer a pressão de venda”*, o que teria sido reconhecido pelo próprio RI, de modo que a seu ver, não houve qualquer benefício aos Acusados.

298. Adotando-se essa metodologia, o dano evitado seria de R\$ 54.933.120,00, uma vez que nos pregões de 24, 25, 26 e 27.04 e 17.05.2017 a FB Participações negociou 28.201.600 ações JBSS3 a valor médio de aproximadamente R\$ 10,24. Considerando que o preço médio de JBSS3 em 18.05.2017 teria sido de R\$ 8,29, o valor da perda evitada seria de R\$ 54.933.120,00 [(10,24 - 8,29) x 28.201.600]¹⁶².

299. Entendo que o valor da vantagem econômica que interessa ao deslinde deste PAS é aquele de que cuida o art. 11, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/1976, ao estipular que a multa aplicável na punição das infrações administrativas ali reguladas não poderá ultrapassar, dentre outros valores, *“três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito”* (grifos aditados) (redação vigente à época dos fatos).

300. Desse modo, a meu ver, a perda evitada é a indicada no RI, que leva em consideração, em seu cálculo, o preço médio de todas as vendas de ações JBSS3 realizadas pela FB Participações no Período Suspeito, nas quais se consubstanciou o ilícito de uso indevido da Informação Privilegiada.

301. E só as vendas, uma vez que eventuais perdas que os Acusados possam ter sofrido, indiretamente, na condição de controladores, em virtude de recompras feitas pela JBS no mesmo período, ou seja, antes do vazamento das notícias acerca das Delações Premiadas, são relativas a condutas alheias à prática, em si, do *insider trading* e, assim, não devem ser computadas no cálculo da pena aplicável a esse ilícito.

XIII CONCLUSÕES E DOSIMETRIA

302. Pelo exposto, acompanho o ilustre Relator especificamente em suas conclusões finais quanto (i) à condenação da J&F Investimentos, como sucessora da FB Participações, a penalidade de multa de R\$ 500 mil, por infração ao art. 13, §3º, II, da ICVM nº 358/2002; (ii) à absolvição da J&F Investimentos, sucessora da FB Participações, pelas acusações de quebra do dever de lealdade, no contexto do uso

¹⁶² A defesa alega que baseou o cálculo nas informações contidas na tabela de negociações Planilha_operacoes_JBS_01_03_a_18_05_2017, constante dos autos do Processo CVM nº 19957.005515/2017-81, anexado a este PAS.



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

indevido de informação privilegiada (infração ao art. 116, § único, da LSA) e de abuso do poder de controle (infração ao art. 117 da LSA c/c o art. 1º, XIII, da ICVM nº 323/2000); e (iii) à absolvição de Wesley Batista pela acusação de uso de informação privilegiada (infração ao art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002), fazendo-o, porém, com base nos fundamentos apresentados neste voto.

303. Por outro lado, divirjo em relação aos fundamentos e conclusões do Relator no que tange (i) à absolvição de Joesley Batista pelas acusações de uso de informação privilegiada (infração ao art. 155, §1º, da LSA, e ao art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002) e de manipulação de preço (infração aos itens I e II, ‘b’, da ICVM nº 8/1979); (ii) à absolvição de Wesley Batista pelas acusações de manipulação de preço (infração aos itens I e II, ‘b’, da Instrução CVM 8/1979) e de quebra do dever de lealdade (infração ao art. 155, §1, da Lei 6.404/1976); (iii) à absolvição Investimentos, sucessora da FB Participações pelas acusações de uso de informação privilegiada (infração ao art. 116, § único da LSA c/c o art. 13, *caput*, da ICVM nº 358/2002), manipulação de preço (infração aos itens I e II, ‘b’, da ICVM nº 8/1979); e (iv) à condenação da J&F Investimentos, sucessora da FB Participações, por infração ao art. 116, § único, da LSA, no contexto da acusação de negociação de ações JBSS3 em período vedado.

304. As infrações se consumaram antes das alterações promovidas pela Lei nº 13.506/2017, de modo é aplicável a disciplina vigente sob a redação anterior da referida lei.

305. FB Participações foi sucedida processualmente pela J&F¹⁶³, como informado pela defesa¹⁶⁴.

306. Em cada caso, cabe avaliar a gravidade em abstrato do ilícito¹⁶⁵ e as condutas em concreto, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência. Os Acusados praticaram ilícitos de elevada reprovabilidade, que abalam a confiança dos investidores na simetria de informações e no funcionamento eficiente do mercado, envolvendo inclusive, como apontado, quebra de dever fiduciário erigido pela lei societária.

307. Considerando, assim, a gravidade das infrações em relação às quais reconheci a responsabilidade dos Acusados, os seus antecedentes¹⁶⁶, a proeminência de cada um na prática dos ilícitos e, ainda, à luz dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, divergindo do voto do ilustre Diretor Relator, como apontado acima, voto pela **condenação** dos Acusados, em relação às acusações elencadas abaixo pelas quais, a meu ver, deveriam ser aplicadas as seguintes penalidades:

¹⁶³ Por força de incorporação ocorrida em 30.10.2017.

¹⁶⁴ A sucessão processual da incorporada pela incorporadora está em linha com precedentes desta Autarquia. Vide, por exemplo, PAS CVM nº 19957.010217/2017-11, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 09.02.2021.

¹⁶⁵ À época dos fatos, tais infrações eram consideradas graves, conforme item III da ICVM nº 8/1979, art. 18, *caput*, da ICVM nº 358/2002 e art. 1º, I, alínea “d”, da ICVM nº 491/2011. As RCVm nº 44/2021 (art. 19), nº 45/2021 (Anexo B, art. 1º, I) e nº 62/2022 (art. 4º) mantiveram tratamento similar.

¹⁶⁶ Os Irmãos Batista foram condenados pelo descumprimento do art. 154, §2º, alínea “b”, da LSA e, especificamente no caso de Wesley Batista, também por violação ao art. 153 da LSA, no âmbito do PAS CVM nº RJ2018/8378, j. em 21.07.2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

A. **Joesley Mendonça Batista**, na qualidade de diretor presidente da FB Participações e de presidente do conselho de administração da JBS, às penas de:

- (i) **inabilitação temporária** pelo prazo de **7 (sete) anos**, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, por ter comandado, de posse de Informação Privilegiada, a venda de ações JBSS3 pela controladora FB Participações, em violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976 c/c o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002; e
- (ii) **multa pecuniária** no valor de **R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais)**, por ter concorrido para manipulação de preços, que manteve de forma dolosa a cotação das ações JBSS3, em violação aos itens I c/c II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 8/1979;

B. **Wesley Mendonça Batista**, na qualidade de diretor presidente da JBS e membro do conselho de administração da FB Participações, às penas de:

- (i) **inabilitação temporária** pelo prazo de **7 (sete) anos**, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, por ter concorrido para manipulação de preços, que manteve de forma dolosa a cotação das ações JBSS3, em violação aos itens I c/c II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 8/1979; e
- (ii) **multa pecuniária** no valor de **R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais)**, por de posse de Informação Privilegiada e ao participar da manipulação da cotação das ações JBSS3 de forma a beneficiar a controladora FB Participações, da qual integrava o quadro societário, ter infringido o seu dever de lealdade, em violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976; e

C. **J&F Investimentos S.A.**, sucessora da **FB Participações** neste PAS, às penas de:

- (i) **multa pecuniária** no valor de **R\$ 253.200.230,84 (duzentos e cinquenta e três milhões e duzentos mil e duzentos e trinta reais e oitenta e quatro centavos)**, correspondente a 2,5 vezes a perda evitada, atualizada pelo IPCA¹⁶⁷, por ter negociado ações JBSS3 de posse de Informação Privilegiada, em violação ao art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002;
- (ii) **multa pecuniária** no valor de **R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais)**, por ter negociado ações JBSS3 em período vedado para negociação por força do Programa de Recompra de Ações da JBS, em violação ao art. 13, §3º, II, da Instrução CVM nº 358/2002; e
- (iii) **multa pecuniária** no valor de **R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais)**, por ter concorrido para manipulação de preços que manteve de forma dolosa a cotação das ações JBSS3, em violação aos itens I c/c II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 8/1979.

¹⁶⁷ Montante de R\$ 72.982.053,00 (perda evitada) x 2,5 = R\$ 182.455.132,50, atualizado pelo índice de 38,773970%, entre maio de 2017 a setembro de 2023, obtido com a Calculadora do Cidadão, no site do BACEN, totalizando R\$ 253.200.230,84.



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

308. Por fim, voto pela **absolvição** dos Acusados quanto às demais infrações imputadas neste PAS.
É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de outubro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro
Diretora