



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 19957.007759/2020-02

Reg. Col. 2515/22

Acusado: Joesley Batista

Assunto: Possível prática de manipulação de preços em operações com ações de emissão da JBS S.A.

Relator: Presidente Interino Otto Eduardo

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. ILEGITIMIDADE PASSIVA

1. Por tratar desta questão no mérito, exponho de maneira bem sucinta meu entendimento. Em abstrato, ou pela teoria da asserção, a Acusação estabeleceu uma tese internamente coerente: a de que o Acusado teria poderes de administração suficientes que lhe dariam condições de fazer a Blessed Holdings LLC realizar operações de aquisição das ações JBS.

2. As alegações da Defesa de que esse poder não existiria ou não estaria provado pressupõem verificação do material probatório, não bastando a mera alegação acusatória, e portanto acompanho o Relator na rejeição desta preliminar.

II. PRESCRIÇÃO

3. Acompanho também a conclusão do Relator quanto à ocorrência da prescrição neste caso, pelos fundamentos que a seguir exponho.

4. Em paralelo à temática exposta no il. voto de relatoria, bem como às doulas considerações apresentadas pelo Dr. Celso Luiz Rocha Serra Filho, deixo de nelas me aprofundar por enxergar a ocorrência da prescrição a partir de constatações a meus olhos mais simples, especialmente diante de reflexões que empreendi sobre o tema para formar uma posição acerca de situação prescricional em caso recentemente julgado¹.

5. Ademais, as razões a seguir também se prestam a comportar a posição sustentada pelo Il. Diretor Substituto, Dr. Luís Felipe Marques Lobianco, conforme exposto principalmente nos §§8-11 de seu voto, em que conclui que “à época da consolidação do novo entendimento, o presente PAS ainda se encontrava em fase de apuração”.

¹ PAS CVM n° 19957.005572/2019-22, Dir. Rel. Marina Copola, j. em 09.12.2025.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. Tenho em foco aqui a regra da prescrição pela pena em concreto, prevista no art. 110 do Código Penal, que em última análise leva à prescrição do caso mesmo que atraído o prazo penal.

7. Reproduzo o que afirmei no precedente mencionado:

30. Ausente uma condenação no caso concreto, vale o prazo prescricional de 16 anos, como já exposto no voto da Relatora, já que a pena máxima possível para o crime de corrupção ativa é de 12 anos. Porém, dado que existe processo criminal, deve-se recordar que a prescrição penal em concreto deriva não da pena máxima em abstrato estipulada para o tipo, mas da condenação efetivamente definida pelo Poder Judiciário e transitada em julgado. É o que dispõe o art. 110 do Código Penal:

Art. 110 - A prescrição depois de transitar em julgado a sentença condenatória **regula-se pela pena aplicada** e verifica-se nos prazos fixados no artigo anterior, os quais se aumentam de um terço, se o condenado é reincidente.

§1º A prescrição, depois da sentença condenatória com trânsito em julgado para a acusação ou depois de improvido seu recurso, **regula-se pela pena aplicada**, não podendo, em nenhuma hipótese, ter por termo inicial data anterior à da denúncia ou queixa.

31. Assim, conforme o art. 109 do CP, se for (ou tiver sido, já que não me foi possível identificar a informação nos autos) aplicada pena privativa de liberdade de até um ano, a prescrição penal será de três anos; se entre um e até dois anos a pena, a prescrição será de quatro. Em tais hipóteses este processo estará prescrito, conforme explico a seguir. Se maior que dois e de até quatro anos, a prescrição será de oito anos – prazo já suficiente para que não esteja prescrita a pretensão punitiva administrativa, pois a intimação do Acusado se deu em 26.2.2020, por meio do Ofício 19 (doc. [...]). Para penas superiores a quatro anos, os prazos penais são ainda maiores e também não haverá prescrição administrativa.

32. Nas hipóteses de a prescrição penal ser de três ou quatro anos, a prescrição administrativa terá ocorrido independentemente de aplicar-se o prazo mais curto [...], ou mesmo pela teoria de que só se poderia aplicar o prazo penal quando maior que o quinquênio. Afinal, os fatos ocorreram entre de 2012 a 2013 e a intimação do Acusado foi em 2020.

8. Diferentemente do precedente a que me refiro acima, neste processo é possível conhecer por inteiro o que se passou na esfera criminal, pelo que prossigo no desenvolvimento do tema. Uma das discussões que compõem a complexidade da interação entre o prazo prescricional penal e o administrativo é que o texto da Lei 9.873 faz referência literal apenas ao prazo da lei penal para reger a prescrição administrativa. Assim, é legítimo questionar qual o alcance da regra, no aspecto de identificar as fronteiras entre o que deve ser transplantado da lei penal para a contagem do prazo e o que fica de fora.

9. Por exemplo, se o prazo é o da lei penal, deve ser contado como no processo penal? Nessa hipótese, não haveria a possibilidade de interrupções ilimitadas, como ocorre no processo administrativo. Ao menos de um ponto de vista deontológico, tal leitura seria no mínimo plausível: junto de um prazo em geral mais longo que o quinquênio, viria a obrigação mais exigente de *concluir* o processo dentro desse prazo, não apenas de praticar um ato



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

interruptivo da prescrição, após o qual podem ser praticados inúmeros outros, que se enquadrem no art. 2º da Lei 9.873 (sem falar nas teses ampliativas que tentam enxertar na lei a noção de “ato destinado a impulsionar o processo” como causa interruptiva).

10. Tal leitura, contudo (e talvez lamentavelmente), não decorre tão imediatamente da simples combinação de palavras do dispositivo em questão. O §2º do art. 1º da Lei 9.873 não fala, por exemplo, “*a prescrição reger-se-á pelas regras da lei penal*”. Ele fala “*pelo prazo da lei penal*”. O prazo da lei penal seria, assim, apenas um substituto do quinquênio previsto no *caput* do art. 1º? É uma interpretação possível e compatível com a técnica legislativa, segundo a qual os parágrafos devem conter regras acessórias à regra geral do *caput*. Ou seja: não é trivial estabelecer o que da lei penal é trazido para a prescrição administrativa além do prazo, se é que algo deve sê-lo.

11. Tais complexidades, por outro lado, não se fazem presentes em relação à temática a que ora me refiro. Trata-se tão-somente de verificar qual **o prazo penal aplicável**. A Lei 9.873 fala apenas do *prazo da lei penal*, mas não faz qualquer restrição a que prazo será esse. Não diz, por exemplo, “*a prescrição reger-se-á pelo prazo da lei penal previsto para o crime em abstrato*”; tampouco diz “*reger-se-á pelo prazo da lei penal, desconsiderando-se a pena eventualmente aplicada no âmbito judicial*”, nem coisa que o valha.

12. E prazo penal se conta pelos artigos 109 e 110 do Código Penal. A aplicação é direta, literal, expressa. *In claris cessat interpretatio*.

13. No caso destes autos há inequívoca manifestação da Justiça Criminal que reconheceu a prescrição. Reconheço que se pode cogitar de teses como as sofisticadas reflexões do parecer do Il. Prof. Dr. Renato de Mello Jorge Silveira que tratam da acessoriedade administrativa; dizer que, se o prazo é o da lei penal e na esfera penal já houve a prescrição, prescrita está também a pretensão punitiva administrativa. O aprofundamento em tais teses, entretanto, não me parece necessário neste caso. Não é preciso estender o alcance do reconhecimento da prescrição penal para a esfera administrativa. Basta tão somente fazer a aplicação literal e crua do texto do art. 1º, §2º, da Lei 9.873 e verificar **qual o prazo da lei penal**.

14. O prazo da lei penal é o previsto no Código Penal, art. 110 em combinação com o art. 109. O prazo de doze anos é apenas o prazo que precisava ser considerado enquanto não houvesse definição de qual pena seria estipulada no âmbito da Justiça Criminal. Uma vez que o processo lá foi extinto, com reconhecimento da prescrição, vê-se que a pena em concreto se enquadra no inciso VI do art. 109 do CP, ou seja, é inferior a um ano. **O prazo da lei penal é, portanto, de três anos** e esse é o prazo prescricional aplicável por expressa dicção do art. 1º, §2º, da Lei 9.873.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. Pela figura da prescrição retroativa, portanto, o prazo prescricional teria ocorrido em abril de 2013. Mesmo que se aplicasse a construção extratextual segundo a qual só se pode aplicar o prazo da lei penal quando superior ao quinquênio (sobre o que já me pronunciei contrariamente²), a conclusão não se alteraria, apenas a data da prescrição, para abril de 2015.

16. Quanto à data de abril de 2015, em tese seria possível abrir uma discussão sobre uma interrupção do prazo em maio 2014, pelo ofício que questionou os controladores da Blessed Holding LLC, tema a que o voto do Il. Relator já dá o devido tratamento. Além de concordar com tais comentários, registro o seguinte julgado do STF, que os corroboram:

A interrupção da prescrição por ato inequívoco que importe apuração do fato exige identidade entre as irregularidades investigadas e aquelas que futuramente venham a justificar o exercício da pretensão punitiva. Considerando que tal identidade inexiste na hipótese, não se detectou a presença de causas interruptivas da prescrição, motivo por que há plausibilidade na alegação de prescrição formulada pela impetrante. Brasília, 21 a 28 de outubro de 2022. STF - AG.REG. EM MANDADO DE SEGURANÇA 37.772 DF Min. LUÍS ROBERTO BARROSO - Relator

III. MÉRITO

17. Inobstante minha posição pela ocorrência da prescrição, em respeito e atenção às considerações sobre o mérito apresentadas pelo Il. Diretor Substituto em seu voto, trato a seguir das questões de mérito.

18. A Defesa, na peça de memorial, faz a devida exposição de como a Acusação não demonstrou a presença dos elementos essenciais para materialização do ilícito.

19. De início, vou desconsiderar as discussões acerca da comprovação ou falta de comprovação de que o Defendente tivesse autoridade sobre a Blessed Holdings LLC, por considerar relevante analisar a conduta atribuída à própria Blessed a fim de destacar as razões pelas quais entendo inadequado tratá-la como hipótese de manipulação de preços. Desconsiderarei também, provisoriamente e para fins de exposição teórica, a questão sobre estarem ou não demonstrados nos autos a intenção de elevar preços, e sobre o nexo de causalidade entre os comportamentos dos preços e as aquisições.

20. O Il. Diretor Substituto entendeu que as operações teriam tido o “*objetivo de elevar e sustentar o preço das ações*”, e com isso teria criado “*condições artificiais de mercado*” capazes de induzir terceiros a aderirem à oferta a valores que, nesses termos, seriam “*inflados*” (§25 de seu voto).

² “6. Reconheço a existência de doutrina e de julgados que afirmam que só se aplica a prescrição penal quando maior que os cinco anos da prescrição ordinária administrativa. Tenho, porém, entendimento que pode ser resumido nos termos de decisões recentes do Conselho Nacional de Justiça, cujo Plenário pacificou a questão, ali até então também debatida. [...] 8. Em suma, a lei tem um comando claro, direto e completo: se a infração também é crime, o prazo prescricional é o do Código Penal. Ponto final. Nem discordo que pudesse “fazer mais sentido” que o prazo só pudesse ser aumentado, mas simplesmente a lei não diz isso. Aqui se está falando de aplicação de penalidades: a interpretação é restritiva contra o réu e extensiva a seu favor. Eventual insatisfação com o texto, por opinião de que faria mais sentido o prazo nunca poder ser reduzido [...] deve ser levada ao Poder Legislativo.” (PAS CVM nº 19957.007344/2019-97, Dir. Rel. João Accioly, j. em 28.02.2023).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

21. Quanto ao primeiro elemento, processo ou artifício, é claro que a Blessed (independentemente de ter ou não o Acusado como detentor do domínio do fato) usou um “processo” para fazer compras de ações da JBS. Mas tal vocábulo, no contexto da infração em questão, não pode ter a acepção ampla que tem no uso cotidiano. Como o corpo de precedentes do Colegiado consolidou, esse processo deve ser artificial. Do contrário, qualquer negociação em bolsa de volume com alguma expressividade se enquadraria no tipo, por seus inevitáveis efeitos econômicos. Quem compra compõe a demanda, quem vende compõe a oferta. Ainda que em medidas infinitesimais, toda compra exerce uma pressão positiva sobre o preço (até porque a ordem tem que prevalecer sobre as demais existentes no momento), da mesma forma que toda venda, uma pressão negativa.

22. Já tratei da questão em pormenores, pelo que a seguir reproduzo trechos de voto que proferi em precedente³ que imputava ao defendant a conduta de ter adquirido ações de uma companhia em que já detinha grande exposição com o objetivo de manter os preços acima da linha de corte de R\$1 (e com isso evitar que fosse deslistada):

III.II. Petição de princípio com a polissemia do verbo manipular

20. O que fica nítido da análise da acusação [...] é que a percepção e a descrição dos fatos já incluem o que deveria ser a conclusão. É um erro comum. O argumento funciona assim. Diz-se que alguém quis elevar uma cotação e deu ordens de compra a um preço superior ao das últimas negociações. Com isso, conseguiu vendedores nos preços e quantidades suficientes para que o preço registrado fosse o preço de suas ordens. Como a cotação era uma e ela foi alterada para onde o agente queria, diz-se então que o agente a *manipulou*. Daí, o suposto silogismo jurídico, que tem a regra como premissa maior e o fato como a premissa menor, fica parecido com: “É vedado manipular preços; o acusado manipulou o preço; logo, o acusado praticou a infração”.

21. Ocorre que a afirmação “o acusado manipulou a cotação” pode até ser correta no plano dos fatos e da língua portuguesa: seria tão verdadeira quanto dizer que a pessoa *moveu* o preço, *influenciou* o preço, *determinou* o preço, *causou* o preço e daí por diante. É correta apenas no sentido de apontar um significado possível ao verbo manipular. Mas isso **não é a mesma coisa** que dizer que praticou o ilícito descrito no direito administrativo sancionador como “manipulação de preços no mercado de valores mobiliários”.

22. Esta me parece ser outra confusão implícita causada pela classificação do ilícito como de mera conduta: basta “mexer” ou “manipular” o preço nessa acepção informal. Ora, se o Acusado manipulou o preço, consumou-se a infração.

23. Lembro que não se está discutindo o conteúdo semântico do verbo “manipular”, que fora do contexto jurídico, especialmente fora do âmbito do direito punitivo, realmente admite acepções que prescindem de elemento de falsidade ou mesmo conotação negativa: manipular um equipamento, manipular uma fórmula etc. Estamos falando da **definição jurídica** que a Lei 6.385 deu competência para a CVM regulamentar e esta o fez não só ao editar a Instrução 8/79 mas também ao depurar o conceito em julgamentos de diversas ocasiões em que pessoas praticaram abusos de mercado.

³ PAS CVM nº 19957.002306/2023-24, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 26.11.2024.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

24. Se o Acusado, como qualquer outro participante do mercado, adquirisse as ações em quantidade suficiente a preços de R\$ 1 ou mais, esta se tornaria a cotação, já que a bolsa registra o preço praticado nos negócios nela cursados. Mas a acusação parece impressionar-se com o próprio funcionamento do mercado, em que o preço das ordens se torna a cotação na medida em que outros participantes as aceitam, e afirma que negociar com a intenção de elevar o preço seria algo “artificial”.

25. No caso dos autos, [o Acusado] *provocou* a subida de preço? Sim. Como qualquer investidor interfere ao comprar ou vender. Mas ele *praticou a conduta descrita no ordenamento jurídico como manipulação preços*? Vejamos por que entendo que não.

III.III. Alterações lícitas da cotação

III.III.I. *No limite, qualquer operação altera a cotação*

26. Determinar a cotação é consequência inevitável de qualquer negócio fechado em bolsa. Em mercados líquidos, a alteração pode ser imperceptível. Ocorre “na margem” e tem poder modificativo das cotações apenas gradualmente e pelo efeito conjunto de milhares de ordens. Mas quando se examina exatamente o que acontece a cada negócio fechado em bolsa, percebe-se que mesmo em mercados líquidos qualquer negócio determina a cotação. Afinal, em dado instante, a cotação vigente é a do último negócio fechado.

27. Ainda mais aparentes são esses efeitos ao tratar de ativos ilíquidos, cujo preço sofre influência perceptível e mensurável a partir da aquisição ou venda de lotes de tamanho módico ou mesmo relativamente reduzido, como no caso destes autos.

28. A ordem que se dá, de venda ou de compra, inclui um preço. Assim, se fosse ser lido o tipo de manipulação de preços da Instrução 8/79 de forma completamente literal e acrítica, a colocação de uma ordem, embora não pudesse ser chamada de artifício, poderia ser chamada de “processo”, numa acepção amplíssima. Esse “processo” poderia ser considerado como destinado a elevar a cotação (se o preço for maior que o da última negociação registrada), manter (se for igual) ou reduzir (se for inferior).

29. Não sendo, obviamente, esse o sentido pretendido pela proibição, a aplicação do tipo aos casos concretos ao longo dos anos pelo Colegiado aprimorou a descrição da regra para esclarecer que o elemento da artificialidade é essencial à infração. Do contrário, no limite, o tipo formalmente incidiria sobre qualquer ordem, mesmo no mercado mais líquido.

III.III.II. *Precedentes: infração descrita de maneira mais precisa*

30. Diante dessa possibilidade de leitura equivocada, o Colegiado já se manifestou diversas vezes que para configurar manipulação de preços é essencial que a interferência na cotação do ativo se tenha dado **de modo enganoso**, induzindo terceiros a negociarem com base na falsa representação da realidade

PAS CVM nº RJ-2013-5194, Diretora Relatora Ana Novaes, j. em 19.12.2014:

38. Para a caracterização da manipulação de preços devem ser observados os seguintes elementos:
i) Utilização de processo ou artifício; ii) Destinados a promover **cotações enganosas, artificiais**;
iii) Induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram **artificialmente produzidas**; iv) Presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar **com base nessas cotações falsas**.

PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Relator Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

41. [...] A estratégia [layering] preenche, assim, os requisitos teóricos para configuração da prática de manipulação de preços, pois (i) utiliza um artifício (a inserção de **ofertas artificiais** no livro); (ii) para promover cotações artificiais (por meio da **criação de camadas artificiais** que exerce uma pressão compradora ou vendedora); (iii) induzindo terceiros a negociar os ativos cujas cotações foram afetadas (que tomam suas decisões de comprar ou vender um ativo **com base em informações falsas** colocadas no livro de ofertas); e (iv) com a presença de dolo (isto é, o investidor tem a intenção de causar a pressão compradora ou vendedora no ativo para viabilizar o negócio pretendido com **preço distinto daquele existente no mercado**).

PAS CVM nº 19957.009452/2018-13, Diretor Relator Otto Lobo, j. em 21.06.2022:

No presente PAS, a comprovação da materialidade do ilícito passa pela demonstração de que as estratégias descritas pela Acusação (*layering* e *spoofing*) configuram manipulação de preços, conforme descrito na letra “b” do item II da ICVM nº 08/1979, e que a manipulação de preços de fato ocorreu, isto é, se restou comprovado que as estratégias, nos contornos descritos pela SMI, preencheram os requisitos para a configuração do tipo no caso concreto, consistentes em (i) utilização um artifício, mediante inserção de **ofertas artificiais** nos livros; (ii) promoção de cotações artificiais através de **criação de camadas artificiais** que exercem pressão compradora ou vendedora; (iii) indução de terceiros a negociar os ativos cujas cotações foram afetadas, **com base em ordens artificiais** colocadas nos livros de ofertas; e (iv) conduta dolosa de causar a **simulação de pressão compradora** ou vendedora em ativos para viabilizar o negócio pretendido com preço distinto daquele originalmente existente no mercado

31. No mesmo sentido, destaco o precedente em que o próprio voto do ora Relator se apoia para concluir que o caso ora julgado também seria uma hipótese de manipulação de mercado, de relatoria do Diretor Henrique Machado PAS nº 19957.005977/2016-18.

32. Muito ao contrário do caso destes autos, naquele processo as ordens eram dadas apenas para sinalizar ao mercado que haveria uma demanda que na verdade não existia, **já que o próprio comitente as cancelava antes de serem fechadas** com ordens de venda. Era um caso de *spoofing*, nada menos. Foi o exato oposto destes autos, em que [o defensor] comprou as ações e as manteve por anos antes de se desfazer delas. É difícil imaginar um conjunto fático mais diferente do que uma ordem VAC lançada dois anos antes de fechar negócios do que ordens lançadas e canceladas em milissegundos justamente para não se tornarem negócios. A escolha de precedentes, pelo visto, [foi] feita [no voto do Relator] apenas a partir da norma supostamente infringida, não por alguma tentativa de semelhança fática.

33. Antes de aprofundar as razões pelas quais entendo que as operações [...] nestes autos não podem ser consideradas artificiais, e portanto não correspondem ao tipo infracional conforme elucidado pela jurisprudência do Colegiado, exponho algumas situações em que, diferentemente das graduais alterações a que me referi nos §§25 e 26 acima, as cotações são intencionalmente alteradas de maneira bem acentuada.

III.III.III. Alterações acentuadas, intencionais e lícitas

- *Programas de recompra de ações*

34. A recompra de ações é amplamente descrita na literatura como um meio de possível de proteção em face de uma oferta hostil para tomada de controle. Em síntese, a recompra serve como um dos instrumentos de defesa pois sinaliza aos investidores que a própria companhia acredita que seu papel está subvalorizado. Obviamente, isto é outra forma de dizer que **a recompra eleva os preços pelos quais as ações estão sendo negociadas**.

35. Conforme julgado recentemente por este Colegiado, o PAS CVM nº 19957.007285.2022-52 (“Caso Hering”), o atual Colegiado da CVM, por maioria, entendeu ser legítima a atuação, diante da acusação de uso de informação privilegiada [a Acusação imputou à Hering a conduta de ter



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

comprado ações de sua própria emissão e a defesa alegou que o objetivo foi de defender-se da tentativa de aquisição hostil pela Arezzo, por meio da elevação dos preços]. [...]

37. Ou seja, temos aí um caso em que a elevação deliberada do preço foi (a meu ver corretamente) julgada como legítima. Ninguém cogitou de que a elevação deliberada do preço fosse problemática por esse aspecto de explícito e deliberado movimento da cotação.

38. Por outro lado, suponha-se que uma companhia, diante de cenário de aquisição hostil, empreendesse outros métodos para elevar o preço de suas ações, por exemplo um conluio com terceiros para simularem entre si compras e vendas por preços crescentes, para além das reservas de caixa com que a companhia poderia recomprar suas ações. O fim legítimo de se defender de uma aquisição hostil, mesmo que acrescido de uma crença legítima num valor teórico da companhia superior ao de mercado naquele momento, não justificaria o meio ilegítimo de negociações simuladas, artificiais. O que permite que uma companhia realize recompras para elevar o preço de suas ações é que tais recompras são verdadeiras – sendo que ninguém questiona que tem a motivação de elevar o preço.

• *Operações de aquisição de controle*

39. Em sequência à hipótese de defesa contra uma aquisição hostil, podemos notar como a própria oferta hostil também tem como nítida característica a intenção de elevar a cotação em que os papéis estão sendo negociados quando faz a oferta. Afinal, a oferta para ter qualquer chance de êxito precisa ser feita num preço superior ao da cotação atual. E o preço superior tem o propósito inquestionável de induzir acionistas suficientes a venderem suas ações.

40. Levada ao limite, a leitura que a acusação faz da norma de manipulação de preços, que trata como anátema a intenção de fazer terceiros negociarem por qualquer preço que não seja o “de mercado”, enxergaria a infração até uma aquisição do bloco de controle, ao determinar a realização da oferta pública de exercício do *tag along*. É um “processo”, é “destinado a elevar a cotação” e a “induzir terceiros à venda” do valor mobiliário a uma cotação diferente.

41. Assim, a lógica acusatória neste processo poderia considerar manipulativa qualquer oferta pública de aquisição de controle. É inegável que quem faz a oferta tem a intenção de elevar a cotação das ações ao preço pelo qual propõe comprá-las. E por que isso não é manipulação? Porque, evidentemente, as aquisições são feitas para realizar os negócios concretamente, com “fundamento econômico”, isto é, que tragam benefícios a quem os realiza.

• *Estabilização de preços em ofertas e atividade de formadores de mercados*

42. A atividade de estabilização de preços, feita para evitar que a cotação oscile com muita volatilidade logo após a emissão de valores mobiliários, tem o claro efeito – e o objetivo declarado – de afetar a cotação.

43. A estabilização pode parecer uma forma de “manipulação” de preços porque consiste no esforço consciente de atuar no mercado com o intuito de específico de interferir na formação de preços. Novamente, trata-se da percepção equivocada a que me refiro nos §§20-21 acima. Veja-se que esse equívoco chega a ser registrado em estudo da Assessoria de Análise Econômica – ASA desta CVM: “[a] atividade estabilizadora é defendida pela literatura, embora possa ser entendida enquanto prática de manipulação de preços, enquanto um mecanismo de proteção aos investidores, na medida em que operada por um agente interessado no bom funcionamento do mercado”. [Texto “Operações de estabilização e lote suplementar no âmbito de ofertas com esforços restritos”, disponível online no site da CVM]



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

44. Efeito semelhante tem a atuação dos *market makers*, que ao proverem liquidez, definindo os preços de compra e de venda (*bid and ask*), reduzem a volatilidade dos preços.

45. Tais atividades têm propósito e função de provocar efeitos sobre a cotação, mas são suportadas, evidentemente, por ofertas firmes. Não há artifício. [...]. **III.III.IV. Distinção fundamental: influência por meio de negócios reais**

47. Como se nota em todos esses tipos de negócios, o que os afasta da incidência da definição da infração de manipulação de mercados é que sejam verdadeiros, ou seja, que quem compre esteja realmente comprando e quem venda esteja realmente vendendo.

48. Esse traço costuma ser resumido por descrições do preço como “resultado da interação natural das forças de oferta e de demanda” ou formulações parecidas.

49. Uma ordem de compra é verdadeira quando o comprador quer realmente comprar o ativo (por comparação, *podemos* pensar nas hipóteses inequívocas de manipulação em que são postadas ordens sem a intenção de fechar as compras, para sinalizar ao mercado a existência de uma demanda que na verdade não existe).

50. Não estou reduzindo a manipulação às hipóteses de ordens dadas sem intenção de efetivá-las: mesmo uma compra efetivada pode não ser verdadeira, se a intenção for apenas a de inflar o preço para sinalizar ao mercado uma demanda irreal. Ou seja, que não haja a intenção de ficar com o ativo, mas apenas simular que existe uma demanda adicional para empurrar o preço para cima e eventualmente convencer mais investidores a seguir numa tendência de alta, para então o manipulador vender com ganhos. Isto costuma depender de atuação concertada, para ajustar preços que podem ser ditos artificiais na medida em que tanto a ponta compradora quanto a ponta vendedora praticam um preço acima do que acreditam valer o ativo [...].

53. Não faz absolutamente nenhuma diferença para o mercado (leia-se: para os demais participantes do mercado, ou para o “processo de formação de preço) a razão individual pela qual o comprador no exemplo acima queira comprar por determinado preço, desde que essa “razão” não seja a de ludibriar outros participantes e obter ganhos que dependam de uma percepção **falsa** de que o preço de mercado é igual ou maior que R\$ 1 (...) Em outros termos, que tenha fundamento econômico, ou racional econômico, para fazer suas operações. Em qualquer caso, haverá a prática consciente e deliberada de atos que provocarão esses efeitos de subida de preços. [...]

54. Note-se como a conduta é rigorosamente a mesma e os efeitos são rigorosamente os mesmos nas duas seguintes hipóteses:

(i) o indivíduo compra 10 mil ações por até R\$ 1,01 para alcançar o efeito “principal” de ter mais 10 mil ações na companhia, aceitando que gerará também o efeito “secundário” de o preço ficar acima de R\$ 1; ou

(ii) o indivíduo compra 10 mil ações para alcançar o efeito “principal” de o preço ficar acima de R\$ 1, aceitando que gerará também o efeito “secundário” de ter mais 10 mil ações na companhia.

56. Não há qualquer sentido em considerar a primeira lícita e a segunda ilícita, quando em ambas o sujeito hipotético pratica exatamente os mesmos atos e quer exatamente os mesmos resultados, apenas com uma “gradação” de relevância invertida. O que é determinante é que haja uma intenção real de realizar os negócios, com sua concretização e o fundamento econômico demonstrando que não são artificiais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

23. As considerações transcritas acima aplicam-se integralmente à versão dos fatos conforme narrados pela Acusação.

24. Como bem destacado pelo Dr. Luís Henrique Vieira da tribuna, não há alegação de operações fraudulentas, concertadas, nada semelhante. Mesmo segundo a tese acusatória, foram operações feitas no mercado, e, até onde os autos informam, a participação na JBS adquirida pela Blessed foi mantida.

25. Constatou-se uma intenção bem evidente da Blessed, portanto, a de montar (ou aumentar) a participação que a empresa tinha na JBS. Não há evidência, até porque nem mesmo há alegação na tese acusatória, de que as aquisições teriam tido caráter artificial, ou seja, de que não decorreram de interesse da Blessed em efetivamente deter uma maior participação. A empresa não vendeu as ações logo em seguida; não articulou com outras partes uma concertação “nas duas pontas”.

26. Note-se que a circunstância de essa ser uma intenção evidente não afasta, por si só, uma possível intenção *adicional* de “elevar as cotações” (ainda que sob a forma de aceitação pelo agente da possibilidade de ocorrência do resultado naturalístico). Por óbvio, cada ação humana pode buscar mais que uma finalidade. Nesse sentido, há de se reconhecer a plausibilidade de um dos aspectos da tese acusatória, ou seja, de que poderia interessar ao defensor a elevação das cotações durante o período de *bookbuilding*. Considero ter sido correto, portanto, promover investigações sobre eventuais atos *irregulares* praticados para elevar o preço, diante de uma denúncia como a feita pelo JP Morgan. Não se poderia, por exemplo, usar de interpostas pessoas para “aquecer” o mercado e elevar a cotação com atuação **nas duas pontas**, de maneira concertada, o que configuraria a falsa representação de realidade quanto às condições de mercado. Não haveria negócios nessa hipótese, mas apenas *simulação de negócios*, e, na medida em que essas falsas representações da realidade tivessem a intenção de elevar as cotações, seriam ilícitas.

27. Como expus com a transcrição dos trechos de meu voto nas páginas anteriores, mesmo que houvesse essa intenção, sem a artificialidade não há ilicitude (nem deveria haver) em afetar conscientemente um preço por meio de negociações verdadeiras – e a veracidade de tais negociações se verifica pela formação e manutenção da posição da Blessed na JBS ao longo do tempo. A BSM reconhece e corrobora, como inclusive ressaltado pela Defesa da tribuna, que a natureza das operações foi tipicamente de investimento⁴.

⁴ Destaco os seguintes trechos do Ofício 0372/2020-SAM-DAR-BSM (doc. 1148912): “No período de 01.04.2010 a 30.04.2010, identificamos que Blessed e Antigua negociaram a ação JBSS3 na B3 entre 08.04.2010 e 27.04.2010. [...] Neste período, Blessed e Antigua tiveram participação média na quantidade negociada por pregão de 19%. Somente 8% dos negócios de compra foram realizados **com oscilações positivas de preço e não foram significativas** (oscilação máxima foi de 0,48%). No Gráfico 1, que traz o comportamento de preço das ações JBSS3 no período 01.04.2010 a 30.04.2010, observa-se que os negócios de compra de Blessed e Antigua foram relevantes e ocorreram exclusivamente entre a data de divulgação do prospecto preliminar, que informou os parâmetros de atribuição de preço, e o prospecto definitivo, que informou o preço



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

28. Assim, não há como se falar em ardil. Mesmo supondo presente o liame entre o Defendente e a Blessed, conforme alegado pela Acusação, no prospecto preliminar da oferta tem uma seção claramente destacada dizendo que **partes relacionadas poderiam participar da oferta**. O prospecto definitivo corrobora que houve essa participação. Não seria preciso usar subterfúgios, como diz a Defesa. Assim, ainda que o Defendente tenha feito a Blessed adquirir as ações, por alguma influência como imputado pela Acusação, isso consistiria em mero aumento da posição total por parte do controlador – algo já previsto nos prospectos. Há que se reconhecer, abstraindo a prova dos autos e assumindo como verdadeira a versão dos fatos narrada pela Acusação, possíveis outras irregularidades na conduta de ocultar a identidade de quem fazia tais aquisições, especialmente de natureza informacional (tal como preenchimento do formulário de referência). Mas não haveria qualquer caráter de artificialidade *em relação aos parâmetros de mercado* – preço e quantidade (ou, dito de outro modo, oferta e demanda), pois em princípio não faz diferença para o preço quem está comprando, só quanto está sendo comprado (a não ser em casos em que haja obrigações ou direitos ligados a alterações de percentuais de titularidade). O Il. Diretor Substituto Lobianco reforça que o mercado teria sido privado da informação de quem teria feito as aquisições, mas *esta não é uma informação relevante, no contexto, para formação do preço*. Afinal, quem era o controlador já era controlador, e a única diferença seria que o aumento em sua participação seria maior que o publicado – algo sem relevância, no contexto, para a formação de preço.

29. A Acusação faz uma esforçada tentativa de demonstrar o nexo causal entre as aquisições e o preço das ações da JBS. Contudo, compara com outra companhia do mesmo setor e com o Ibovespa. Assim, entendo ter razão a Defesa ao dizer que a comparação mais adequada seria com comportamentos das cotações das ações da própria companhia. Apresenta, assim, forte contraindício quando traz o comportamento das ações com oscilações de até maior amplitude em períodos distintos daquele considerado. Com isso, a prova dos autos é no mínimo inconclusiva quanto ao nexo de causalidade. Em sentido oposto ao alegado pela Acusação, o Ofício 0372/2020-SAM-DAR-BSM apresenta uma análise que contraria esse argumento. Segundo a BSM, verificou-se que as operações realizadas pela Blessed Holdings e pela Antigua “*foram executadas em diversos níveis de preço, com oscilações positivas e negativas, sem evidenciar intenção de alta do preço*”. Em relação ao dia 8.4.2010, data em que ocorreu a maior variação de alta das ações, a BSM ainda afirmou que os negócios da Blessed Holdings ocorreram “*com vários níveis de preço*”, e que a sua atuação “*acompanhou o movimento de alta do mercado*”.

final da oferta. Os negócios **foram executados em diversos níveis de preço, acompanhando o movimento de volatilidade da ação, dada a alta liquidez**. [...] Considerando: [...] (II) que na análise dos negócios realizados, principalmente da dinâmica de execução das operações, **não foi possível evidenciar a intenção de manipulação de preço**; [...] o processo referência BSM nº 2236/2018 será arquivado na Superintendência de Acompanhamento de Mercado da BSM” (grifei).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

30. Mas como afirmei, nem mesmo se esse efeito tivesse sido pretendido, como um possível “efeito colateral positivo” do aumento da posição a JBS, isso não tornaria as operações manipulativas. A discussão me remete às ponderações de Daniel Fischel e David Ross:

To avoid the need to distinguish between short-run and long-run conditions of supply and demand, the correct level of prices could be defined as the level prices would be if all relevant information were publicly disclosed. But this definition is also unhelpful. “All relevant information” includes not only the information possessed by the trader, but also the trades themselves. **If prices move in response to trades, the price cannot be said to be “artificial” unless the trades are defined as illegitimate in some way.** Once again we are faced with the problem of circularity — improper trades are trades that produce an artificial price and artificial price is defined as a price produced by improper trades. [...]⁵

31. Como visto, portanto, não estão presentes os elementos necessários para configurar-se a infração de manipulação de preços, não só por insuficiência probatória, como também pela falta de correspondência entre os fatos alegados pela Acusação e o tipo infracional.

IV. CONCLUSÃO

32. Pelas razões expostas ao longo deste voto, reiterando minha visão no mérito a Acusação seria improcedente mesmo que tivesse provado todos os fatos que alega, voto pelo reconhecimento da prescrição e consequente arquivamento do processo.

Rio de Janeiro, 18 de dezembro de 2025.

João Accioly

Diretor

⁵ FISCHEL, Daniel R.; e ROSS, David. *Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?* 105 Harvard Law Review 503 (1991).