



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005390/2017-90

Reg. Col. 1168/18

- Acusados:** Joesley Mendonça Batista
J&F Investimentos S.A. (sucessora da FB Participações S.A.)
Wesley Mendonça Batista
- Assunto:** Apuração de eventual manipulação de preços, uso indevido de informação privilegiada, negociação de ativos em período vedado, violação ao dever de lealdade e abuso de poder de controle, em negócios da JBS S.A. e FB Participações S.A. com ações de emissão da JBS S.A.
- Relator:** Diretor Otto Lobo
- Voto:** Presidente João Pedro Nascimento

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SPS, em conjunto com a PFE-CVM, em face de Wesley Batista, Joesley Batista e FB Participações em razão de supostas irregularidades cometidas na realização de operações pela FB Participações e pela JBS, com ações de emissão da JBS.
2. Segundo a Acusação, no período de 20/04/2017 a 17/05/2017, a FB Participações, controladora da JBS, teria alienado ações de emissão da Companhia. Em paralelo, entre 24/04/2017 e 17/05/2017, a JBS teria adquirido ações de sua própria emissão no mercado, no âmbito de programa de recompra aprovado pelo seu Conselho de Administração em 08/02/2017.

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



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.gov.br/cvm

3. Em 17/05/2017, às 19:30, ocorreu o vazamento na mídia de notícia de que Joesley e Wesley Batista teriam firmado acordo de colaboração premiada, com a divulgação de trechos do referido acordo.
4. As tratativas para a celebração do acordo se iniciaram no dia 02/03/2017, quando foi realizada reunião entre advogado dos colaboradores e a Procuradoria Geral da República. Em 28/03/2017, Wesley e Joesley Batista assinaram termo de confidencialidade comprometendo-se a manter o sigilo das informações fornecidas durante a negociação e, em 03/05/2017, o acordo de colaboração premiada foi celebrado.
5. A SPS sustenta que, à época das operações realizadas pela FB Participações (20/04/2017 a 17/05/2017) e pela JBS (24/04/2017 e 17/05/2017), Wesley e Joesley Bastista detinham conhecimento sobre as tratativas que resultaram na celebração da colaboração premiada e teriam utilizado tal informação nos negócios realizados.
6. Nesse sentido, a SPS entendeu ter restado configuradas as seguintes irregularidades:
 - (i) uso indevido de informação privilegiada por parte de: **(a)** Joesley Mendonça Batista, por ter comandado, de posse de informação privilegiada, a venda de ações da JBS pela FB Participações (art. 155, §1º da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, *caput* da Instrução CVM nº 358/2002); **(b)** FB Participações, por ter alienado ações de emissão da JBS de posse de informação privilegiada (art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002); e **(c)** Wesley Mendonça Batista, por ter adquirido, em nome da JBS, ações de emissão da Companhia de posse de informação privilegiada (art. 155, §1º da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002);
 - (ii) manipulação de preços (itens I e II, alínea “b” da Instrução CVM nº 08/1979) por parte de: **(a)** Joesley Mendonça Batista; **(b)** FB Participações; e **(c)**



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.gov.br/cvm

Wesley Mendonça Batista, por terem, em conluio, contribuído para a manutenção da cotação das ações da JBS em valores artificiais, neutralizando a pressão vendedora da FB Participações, por meio da recompra de tais ações pela própria Companhia;

- (iii) negociação de ativos em período vedado por parte da FB Participações (art. 13, §3º, II da Instrução CVM nº 358/2002), por ter alienado ações da JBS em período vedado, por força do programa de recompra de ações da Companhia que estava sendo implementado à época;
- (iv) quebra do dever de lealdade por parte de **(a)** FB Participações, por ter realizado negócios de posse de informação privilegiada e em período vedado (art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976); e **(b)** Wesley Mendonça Batista por, de posse de informação privilegiada, ter concorrido para a manipulação de preços, de modo a beneficiar a FB Participações (art. 155, §1º da Lei nº 6.404/1976); e
- (v) abuso de poder de controle por parte da FB Participações (art. 117, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 1º, XIII da Instrução CVM nº 323/00) ao ter alienado ações de emissão da JBS, de forma a beneficiar a si própria, enquanto acionista controlador.

7. Em seu voto, o Diretor Relator propôs:

- (i) a **absolvição** dos Acusados da imputação de realização de negócios de posse de informação privilegiada e de quebra do dever de lealdade;
- (ii) a **absolvição** dos Acusados da imputação de manipulação de preços;
- (iii) a **condenação** da FB Participações da imputação de realização de negócios em período vedado e de quebra do dever de lealdade; e



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.gov.br/cvm

(iv) a **absolvição** da FB Participações da acusação de abuso de poder de controle.

8. **Acompanho as conclusões** do Diretor Relator, mas **divirjo** em relação aos **fundamentos** que levaram à absolvição dos Acusados da imputação de negociação com informação privilegiada (arts. 155, §1º, e 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002).

9. A fim de esclarecer meus pontos de divergência e convergência em relação ao voto do Diretor Relator, esta manifestação de voto está dividida em **seis seções**. Na **primeira seção** esclareço os fundamentos pelos quais entendo que se impõe a absolvição dos Acusados da imputação de *insider trading*. Na **segunda seção** apresento os motivos pelos quais os Acusados devem igualmente ser absolvidos da acusação de manipulação de preços. Na **terceira seção** abordo os fundamentos que levam à condenação da FB Participações na imputação de realização de negócios em período vedado. Na **quarta seção** disserto sobre os fundamentos para a condenação da FB Participações por quebra do dever de lealdade e absolvição dos demais acusados. Na **quinta seção** escrevo sobre os motivos que remetem à absolvição da FB Participações por abuso do poder de controle. Por fim, a **sexta seção** conclui.

I. *Insider Trading*

10. Passando à análise da primeira acusação que compõe este PAS, apresento, na **subseção I.A.** abaixo, breves considerações teóricas sobre o ilícito de *insider trading*. Na **subseção I.B.** adentro no mérito da imputação e analiso a presença (ou ausência) de cada um dos elementos que compõem o tipo. Por fim, na **subseção I.C.**, apresento minha conclusão parcial sobre este tópico.

I.A. Considerações Teóricas sobre o Ilícito

11. Em seu voto, o Diretor Relator já apresentou os aspectos teóricos do *insider trading*. Retomo-os brevemente para melhor compreensão da análise que farei a seguir sobre a presença



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.gov.br/cvm

dos elementos do tipo no caso concreto.

12. A proibição ao *insider trading* consiste na vedação à negociação de valores mobiliários de posse de informação ainda não divulgada ao mercado, que possa influir na cotação de tais valores mobiliários e na decisão dos investidores de negociá-los.

13. Na esfera administrativa, o ilícito está previsto no art. 155, §1º e §4º, da Lei nº 6.385/1976, que, à época dos fatos, era regulado pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 (atual art. 13 da Resolução CVM nº 44/2021²). Na esfera penal, o *insider trading* é tipificado como crime no art. 27-D da Lei nº 6.385/1976³.

14. Como se percebe da leitura dos dispositivos, a proibição ao *insider trading* alcança: (i) tanto pessoas ligadas à companhia (*i.e.*, *insiders* primários), que possam, em razão de seu cargo, ter acesso a informações privilegiadas, (ii) quanto terceiros que, por qualquer meio, tenham comprovadamente tido acesso a tais informações (*i.e.*, *insiders* secundários).

15. A repressão do ilícito está intimamente ligada ao princípio da ampla e adequada divulgação (*full and fair disclosure*) da informação⁴. Ao vedar a negociação com base em informações relevantes e não públicas, o legislador e o regulador buscaram garantir que os participantes de mercado tenham à sua disposição um mesmo conjunto de informações

² O art. 13 da Resolução CVM nº 44/2021 sofreu alterações em relação à redação anterior prevista na Instrução CVM nº 358/2002, no sentido de incorporar os entendimentos consolidados ao longo dos anos nos precedentes da CVM quanto às presunções aplicáveis ao ilícito de *insider trading*.

³ Nesse ponto, faço eco aos comentários do Diretor Relator em relação ao necessário cuidado que se deve ter ao analisar ilícitos administrativos na esfera da CVM que também configuram crime, à luz da maior gravidade da conduta e dos consequentes efeitos mais gravosos da punição sobre os eventuais condenados.

⁴ A regulação do mercado de capitais adota o princípio da ampla e adequada divulgação (*full and fair disclosure*) como pedra fundamental do regime informacional, em linha com o modelo regulatório consagrado nos Estados Unidos, desde o *Securities Act of 1933*, que acabou sendo apelidado nos Estados Unidos de “*The Truth in Securities Act*”. Neste sentido veja-se, por exemplo, (i) COHEN, Milton H., “*The Truth in Securities Revisited*” in *Harvard Law Review*, v. 79, n. 7, 1966, pp. 1340-1408; e (ii) HAZEN, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, Minnesota: West Academic Press, 2020, p. 19.



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.gov.br/cvm

relevantes ao negociarem valores mobiliários, preservando a simetria informacional entre os agentes de mercado⁵⁻⁶.

16. Em diversos precedentes, o Colegiado da CVM sistematizou os elementos que caracterizam o *insider trading*, sendo eles: **(i)** a existência de informação privilegiada; **(ii)** o acesso a tal informação privilegiada; **(iii)** a efetiva utilização da informação na negociação; e **(iv)** a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros⁷.

17. Quanto ao **primeiro elemento**, entende-se como privilegiada aquela informação que seja: **(i) relevante**, isto é, que tenha o potencial de afetar a cotação dos valores mobiliários e a decisão dos investidores de negociá-los⁸; e **(ii) sigilosa**, isto é, que não esteja disponível ao público⁹.

⁵ Como destacado pelo Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, no âmbito do PAS CVM nº 17/02, j. em 25/10/2005: “23. *Esse dever de abstenção decorre do princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores de valores mobiliários, que informa o regime de divulgação de informações e que tem como objetivo equalizar o acesso à informação como instrumento de proteção do público investidor, sob a premissa de que a utilização da informação privilegiada é indesejável. Cuida-se, portanto, de uma garantia fundamental da confiabilidade geral do mercado*”.

⁶ O sistema de divulgação de informações não é um fim em si mesmo, mas é um instrumento destinado a garantir a correta formação de preços e permitir que os participantes do mercado possam decidir de modo informado, por seu próprio juízo de mérito, sobre a aquisição, a manutenção ou a alienação dos valores mobiliários.

⁷ Cf., por exemplo, **(i)** PAS CVM nº 24/05, Dir. Rel. Sergio Weguelin, j. 07/10/2008; **(ii)** PAS CVM nº 13/09, Dir. Rel. Eli Loria, j. 13/12/2011; **(iii)** PAS CVM nº 26/2010, Dir. Rel. Gustavo Borba j. em 27/11/2018; **(iv)** PAS CVM nº RJ2016/7189, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 16/02/2020; **(v)** PAS CVM nº 19957.007486/2018-73, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 11/05/2021; **(vi)** PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 15/06/2021; e **(vii)** PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 21/03/2023 (votos divergentes dos Diretores Alexandre Rangel, João Accioly e Otto Lobo e do Presidente João Pedro Nascimento).

⁸ Cf. 157, §4º da Lei nº 6.404/1976 e art. 2º da Resolução CVM nº 44/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002).

⁹ Como ressaltado pela diretora relatora Luciana Dias, no PAS CVM nº RJ2012/8010, j. em 21/07/2015: “*Quanto a isso, cabe lembrar que, conforme entendimento já consolidado pelo Colegiado, para que seja considerada privilegiada, uma informação deve atender simultaneamente a dois critérios: o da relevância e o da confidencialidade. Em outras palavras, privilegiada é aquela informação capaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores e que ainda não seja de conhecimento público*”. Cf., no mesmo sentido, o PAS CVM nº RJ 2012/9808, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 18/12/2015.



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.gov.br/cvm

18. Em relação ao **segundo elemento** do tipo, é essencial que se comprove que aquele que negociou os valores mobiliários tinha acesso à informação privilegiada. Tal comprovação pode ser feita por diversos meios, como relatos, atas e documentos, que atestem que o acusado tinha conhecimento sobre a informação privilegiada¹⁰.

19. O **terceiro elemento** do ilícito refere-se à efetiva utilização da informação privilegiada, devendo-se comprovar que os negócios realizados foram motivados por tal informação¹¹.

20. A obtenção de provas diretas da utilização da informação privilegiada é muitas vezes complexa, uma vez que a tendência natural dos agentes de mercado que negociam com base em informação privilegiada é buscar ocultar as provas da utilização da informação privilegiada. Diante disso, o Colegiado da CVM consolidou, em diversos precedentes, a possibilidade de uso moderado de provas indiciárias, com a aplicação de presunção relativa de que aquele que opera de posse de informação privilegiada utilizou tal informação nas negociações¹²⁻¹³.

¹⁰ Sobre as presunções de acesso aplicáveis aos *insiders* primários, cf. PAS CVM nº RJ2016/7189, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 16/02/2020.

¹¹ Como ressaltado pelo Diretor Alexandre Rangel no PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, j. em 15/06/2021 (Dir. Rel. Henrique Machado): “*É preciso avaliar, portanto, se as evidências permitem concluir, além de qualquer dúvida razoável, que havia a posse da informação privilegiada e que tal informação foi efetivamente utilizada com o intuito de obter vantagem indevida*”.

¹² PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26/11/2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez: “*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*” (grifei).

¹³ Como já explicado pelo ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade, em artigo sobre o assunto: “*(...) a norma regulamentar não restringiu a lei regulamentada – o que a tornaria ilegal -, mas, na verdade, estabeleceu uma presunção: a de que qualquer negociação realizada por quem tenha acesso consciente, por meio da companhia, a informação relevante não divulgada é realizada com a finalidade de auferir a vantagem indevida vedada pela lei. Trata-se, contudo, como parece óbvio, de presunção relativa (iuris tantum), que admite prova em contrário – até mesmo porque, insista-se, se assim não fosse a norma regulamentar teria extrapolado o mandato legal, ao tornar mais restrita a hipótese de incidência de norma regulamentada, e seria, por isso, ela própria ilegal. (...)*”



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.gov.br/cvm

21. Por tratar-se de presunção relativa de uso da informação privilegiada, o próprio Colegiado da CVM tem decidido de forma sistemática que a pretensa prova ou indício de prova pode ser desconstituída pelo acusado, caso demonstre que os negócios, na realidade, foram realizados com propósitos legítimos.

22. Veja-se abaixo, exemplificativamente, algum dos diversos precedentes da CVM neste sentido:

“27. Admite-se, porém, que essa presunção se desfaça em favor do agente, se este provar que a negociação se deu por força de motivos outros, de relevância jurídica, que precedem à posse da informação privilegiada. É mister esclarecer, porém, que, nesse caso – seja o do ‘insider’ administrador ou controlador, seja do ‘insider de mercado’ – cabe ao ‘insider’ provar que sua decisão de negociar tais valores mobiliários não decorreu da informação privilegiada de que tomou conhecimento, demonstrando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada.” (grifei)¹⁴

23. O Colegiado da CVM¹⁵ tem também reconhecido que as apurações quanto a tais provas de uso de informação privilegiada devem ser realizadas com zelo, cautela e parcimônia, mediante a adoção de rigoroso parâmetro probatório¹⁶. Quanto mais rigorosa é a imputação que

Tal presunção legitima-se, e somente se legitima, diante da presença de indícios, e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção de lucro não foi a finalidade da operação” (TRINDADE, Marcelo Fernandez. **Vedações à Negociação de Valores Mobiliários por Norma Regulamentar: Interpretação e Legalidade.** In. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. Liber Amicorum. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França.* Malheiros: São Paulo, 2011, pp. 458 e 459 – grifei).

¹⁴ PAS CVM nº 17/02. Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 25/10/2005. Cf., no mesmo sentido, por exemplo (i) PAS CVM nº 06/2003, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 14/09/2005, (ii) PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09/12/2015; (iii) PAS CVM nº RJ2010/4206, Dir. Rel. Alexsandro Broedel, j. em 23/08/2011; e (iv) PAS CVM nº RJ2013/11654, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 23/09/2014

¹⁵ Veja-se a respeito, como exemplo, tanto: (i) o PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, j. 15.06.2021; quanto: (ii) o PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, j. em 21/03/2023.

¹⁶ O *standard* da prova em processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM deve ser alto e bastante preciso, principalmente, em virtude dos valores e bens jurídicos, cuja proteção integra o mandato legal da Autarquia. Veja-se a respeito os votos proferidos pelo Diretor Alexandre Rangel tanto: (i) no PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, j. 15/06/2021; quanto: (ii) no PAS CVM nº 19957.005573/2020-19, j. em 21/03/2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

se pretende atribuir a determinado acusado, o entendimento do Colegiado da CVM é de que o cuidado com a comprovação e a instrução probatória também ser proporcionalmente rigorosos.

24. Cabe aqui um temperamento. *De um lado*, os julgadores devem ser cuidadosos para não reconhecerem a existência de provas meramente indiciárias; mas, *de outro lado*, as explicações genéricas sobre a motivação das operações não são suficientes para afastar a presunção de uso da informação privilegiada. Os fundamentos econômicos apresentados devem ser sólidos, detalhados, precisos e convincentes, a fim de que se possa cogitar a não ocorrência do ilícito.

25. Por fim, o **quarto elemento** do tipo é o dolo, isto é, a intenção de auferir vantagem indevida, para si ou para terceiro, com negócios realizados¹⁷.

26. De fato, está na essência do *insider trading* o comportamento do *insider*, que busca se aproveitar do desconhecimento da informação relevante por parte do mercado em geral e realizar operações antecipando-se aos demais investidores, para obter ganhos ou evitar perdas quando a informação vier a público.

I.B. Presença (ou Ausência) dos Elementos do Tipo no Caso

27. Como mencionado acima, a SPS entendeu que a FB Participações, Joesley Mendonça Batista e Wesley Mendonça Batista teriam incorrido em *insider trading*, ao utilizar informação privilegiada referente à negociação de acordo de colaboração premiada nas operações de alienação de ações de emissão da JBS pela FB Participações, bem como na recompra de ações pela própria Companhia.

¹⁷ Conforme PAS CVM nº 04/04, relatoria do Diretor Marcelo Trindade, j. em 28/06/2006: “Veja-se que 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” (grifos meus).



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.gov.br/cvm

28. Tendo em vista as considerações teóricas apresentadas acima, passo a analisar a presença e/ou ausência de cada um dos elementos do ilícito no caso.

29. Adianto que, se, **de um lado**, a Acusação, a meu ver, foi bem-sucedida em comprovar a existência de informação privilegiada e o acesso a tal informação, **de outro lado**, a defesa logrou explicar, de forma detalhada, precisa e convincente, os fundamentos econômicos e financeiros que justificaram a realização das operações pelas companhias.

30. Em relação à alienação de ações da JBS pela FB Participações, ficou demonstrado que tais operações visaram atender a necessidade de caixa por parte da sociedade, que se tornou premente no início de 2017, em razão da diminuição das receitas da FB Participações combinada com a aproximação do prazo de vencimento de dívidas relevantes contraídas pela sociedade.

31. A operação de recompra de ações por parte da JBS, por sua vez, decorreu de plano de recompra aprovado pelo Conselho de Administração da Companhia em 08/02/2017, tendo a defesa sido capaz de esclarecer e rebater as supostas inconsistências identificadas pela Acusação.

32. Em suma, as defesas apresentaram explicações plausíveis para os negócios realizados, que desconstruíram os indícios sobre os quais a acusação pretendia se amparar. Sendo assim, entendo que **não restou caracterizado**, no caso, o ilícito de *insider trading*.

I.B.1 A Existência de Informação Privilegiada

33. Início a minha análise verificando a presença no caso do primeiro elemento do ilícito: **a existência de informação privilegiada**.

34. Neste ponto, respeitosamente, divirjo do entendimento do Diretor Relator e entendo que a negociação de colaboração premiada por parte de Wesley e Joesley Batista consistia em informação relevante e sigilosa, preenchendo os dois elementos caracterizadores de uma



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.gov.br/cvm

informação privilegiada.

35. A **relevância** de uma informação está associada à sua capacidade de afetar a cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia e a decisão dos investidores de negociá-los. A negociação de uma colaboração premiada por parte de Wesley e Joesley Batista era informação relevante, uma vez que o acordo potencialmente envolvia supostos atos de corrupção que contemplavam acionistas controladores e administradores da JBS, em conjunto com relevantes agentes públicos brasileiros.

36. Dada a participação de acionistas controladores indiretos e administradores da JBS no acordo, bem como as suas proporções, **entendo que a existência e divulgação do acordo poderia afetar a decisão dos investidores de negociar com valores mobiliários de emissão da Companhia**¹⁸.

37. Quanto ao **caráter sigiloso** da informação, entendo que este requisito também está preenchido no caso. As tratativas para a celebração de colaboração premiada eram de conhecimento apenas daqueles indivíduos diretamente envolvidos nas negociações, que assinaram acordo de confidencialidade comprometendo-se a não revelar o que estava sendo discutido. Tratava-se, portanto, de informação restrita, não difundida ao público.

38. Em suas Defesas, buscando desconstruir o caráter confidencial da informação, os Acusados mencionaram que, à época dos fatos, a imprensa já trazia diversas notícias sobre a possibilidade de Wesley e Joesley Batista fazerem colaboração premiada.

¹⁸ Veja-se, a respeito, o texto do caput do art. 2º da Resolução CVM nº 44/2021, que é idêntico ao texto do caput do art. 2º da Instrução CVM nº 358/2002 (vigente à época): “*Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.*”



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.gov.br/cvm

39. Sou sensível a este argumento trazido pelas Defesas, visto que eventual vazamento da informação de fato seria capaz de retirar o seu caráter confidencial¹⁹.

40. Entretanto, no presente caso, entendo que as notícias que circularam na imprensa refletiam informações superficiais, sem detalhes sobre o acordo de colaboração premiada e/ou as negociações²⁰. Por esse motivo, tais notícias, a meu ver, não tem o condão de retirar o caráter sigiloso das informações mais profundas e detalhadas detidas por Wesley e Joesley Batista²¹.

41. Em seu voto, o Diretor Relator sustenta que não existia informação privilegiada no caso, por dois principais motivos:

- (i) *“a mera existência de tratativas para celebração de um acordo de delação premiada não constituía informação relevante, eis que as tratativas estavam protegidas por sigilo. Caso o sigilo não fosse levantado, a cotação da ação da JBS não seria afetada pelos efeitos decorrentes da publicitação do conteúdo da delação”* (grifei); e

¹⁹ Cita-se as seguintes matérias jornalísticas: (i) **“Joesley Batista está disposto a fazer delação”**, publicado em 02/04/2017, disponível em: <<https://veja.abril.com.br/coluna/radar/caso-seja-preso-joesley-batista-esta-disposto-a-fazer-delacao>>; (ii) **“Alvos da PF, donos da JBS cogitam fazer acordo de delação premiada”**, publicado em 13/05/2017, disponível em: <<https://m.folha.uol.com.br/mercado/2017/05/1883808-alvos-da-pf-donos-da-jbs-cogitam-fazer-acordo-de-delacao-premiada.shtml?mobile>>; e (iii) **“Investigações da PF acuam sócios da J&F”**, publicado em 15/05/2017, disponível em: <<https://valor.globo.com/politica/noticia/2017/05/15/investigacoes-da-pf-acuam-socios-da-j-f-1.ghtml>>. (doc. nº 0487945, nota de rodapé 19 e doc. nº 1789075)

²⁰ Analisando as reportagens citadas, verifico que as informações divulgadas na mídia não eram claras em relação ao conteúdo e à extensão do que seria contemplado no acordo de colaboração que estava em curso.

²¹ O Colegiado da CVM já decidiu nessa mesma linha, tendo se posicionado no seguinte sentido no julgamento do PAS CVM nº 17/02, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 25/10/2005: *“34. Em suas razões de defesa, os indiciados alegam que a informação divulgada no fato relevante de 16 de dezembro de 1999 não poderia ser reputada como privilegiada, tendo em vista o fato de que a mesma já havia sido divulgada em fato relevante divulgado pela TCS em 03 de dezembro de 1999 e o fato de que outras companhias que haviam adquirido ativos em leilões de privatização do sistema Telebrás realizaram, naquela mesma época, o aproveitamento dos respectivos ágios pagos naqueles leilões. 35. Trata-se, porém, de argumento desprovido de fundamento, de vez que o fato relevante de 03 de dezembro de 1999 somente dava conta do propósito, ainda sem maior concretude, de se levar adiante essa operação. Tal publicação não deixava transparecer qualquer certeza quanto à efetivação da operação, e, o que é mais relevante, de suas bases e condições”* (grifei).



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.gov.br/cvm

(ii) *“no momento em que as operações com ações JBSS3 foram realizadas, Joesley e Wesley Batista sequer tinham conhecimento se o Acordo de Colaboração Premiada seria homologado pelo STF — órgão que analisaria a regularidade, legalidade e voluntariedade da delação —, quando seria homologado, e quando seu conteúdo viria à público, mediante o levantamento do sigilo da delação pela autoridade competente”* (grifei).

42. Quanto ao primeiro argumento, discordo da afirmação de que a proteção da informação por sigilo excluiria a sua relevância.

43. A relevância de uma informação, como visto, decorre do seu potencial de impactar a cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, bem como a decisão dos investidores de negociá-los. Os aspectos que se deve analisar a fim de verificar se estamos diante de informação relevante – potencial impacto na decisão de investimento – não tem necessariamente relação com o caráter público ou privado da informação.

44. Nessa linha, é perfeitamente possível que uma informação sigilosa seja relevante, assim como é possível que uma informação pública seja igualmente relevante. A relevância e o sigilo de uma informação são conceitos distintos e não excludentes²².

45. Esses conceitos são possivelmente cumulativos quando se trata de *insider trading*, quando a existência de uma informação privilegiada pressupõe a presença de informação relevante e não pública. A ausência de qualquer um desses elementos exclui o ilícito.

²² Para ilustrar a distinção entre uma informação relevante e uma informação sigilosa, registre-se que a legislação societária possui um regime próprio para conciliar a convivência entre a informação relevante e o eventual interesse em preservar o sigilo sobre a mesma, que é aquele contido no §5º do artigo 157 da Lei nº 6.404/1976. Segundo a regra, quando os administradores de companhias abertas se recusarem a prestar a informação (§1º, alínea “e”) ou deixarem de divulgá-la (§4º), por entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabe à CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.



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.gov.br/cvm

46. Portanto, diferentemente do que sustenta o Diretor Relator, entendo que o sigilo a que estavam submetidas as tratativas não retira a relevância de informação. Na verdade, o reconhecimento de que se trata de informação sigilosa atende a um dos elementos que devem estar presentes para que se possa falar em informação privilegiada.

47. Em relação ao segundo argumento do Diretor Relator, 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 incertezas²³ 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. Há relevantes precedentes do Colegiado da CVM nesse sentido²⁴.

²³ Reconheço que não estava sob o controle dos Acusados o momento em que a colaboração premiada seria revelada ao público. Nesse sentido, em primeiro lugar, como destacado pelas Defesas, a conclusão do acordo de colaboração premiada depende da sua homologação pelo juízo competente, que não está vinculado a qualquer prazo (doc. nº 0487211). Além disso, foram anexados aos autos elementos que indicam que o vazamento da informação não veio de Wesley e Joesley Batista (doc. nº 1080553).

²⁴ Cf., nesse sentido, o PAS CVM nº 02/2010, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 09/07/2013: “18. *Depreendo dessa narrativa que, apesar de a reestruturação ter sido delineada ao longo de meses, e como um mosaico resultou da junção de várias peças, foi o ‘Projeto Triângulo’, proposto pelo Morgan Stanley, ainda em 17.07.06, o inspirador do que viria a ser o resultado final da operação. (...) 19. Constato que apesar de terem sido aventadas alternativas de capitalização da Cosan - prevaleceram, na essência, a proposta inicial formulada pelo Morgan e a criação do grupo de trabalho para implementar o “Projeto Triângulo”, em 10.04.07, formado pelo próprio Morgan, outras instituições bancárias e outros profissionais - deve sim ser considerado o evento que estabeleceu a restrição para a negociação com ações de emissão da Cosan por parte da Aguassanta e Rio das Pedras, como entendeu a acusação (fls. 585/597). (...) 21. Julgo importante destacar que não questiono o momento exato, preciso, em que a decisão final sobre a efetivação do negócio foi tomada, argumento dos Acusados, mas sim o momento em que as pessoas envolvidas na operação já visualizavam os nítidos contornos do que seria o seu resultado. Entendo que deter a certeza absoluta sobre o fato é dispensável para o que se discute neste caso, e a CVM assim decidiu em vários processos, dos quais destaco o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928, de que foi relator o Diretor Pedro Marcilio: ‘não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para 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.gov.br/cvm

49. Afinal, ao realizar negócios de posse de informação sobre a existência e o andamento de tratativas que podem resultar em determinado evento relevante, o *insider* também está operando em posição de desigualdade informacional em relação ao restante do mercado, que não detém conhecimento sobre a possibilidade de que tal evento venha a ocorrer.

I.B.2 Acesso à Informação Privilegiada

50. O segundo elemento do *insider trading* é o acesso à informação privilegiada, isto é, a comprovação de que o indivíduo que realizou as operações tinha conhecimento sobre tal informação. Caso se verifique que o acusado não tinha ciência da informação, as operações, por óbvio, não terão sido realizadas com a sua utilização, não se devendo cogitar do ilícito.

51. Como visto, o suposto *insider trading* teria ocorrido no caso em relação a dois conjuntos de negócios: (i) aquisição de ações de emissão da JBS pela própria Companhia, tendo Wesley Batista como acusado; e (ii) venda de ações também de emissão da JBS pela FB Participações, tendo esta e Joesley Batista como acusados.

52. Em relação ao primeiro conjunto de operações, é importante ressaltar que a aquisição das ações se inseriu em um contexto mais amplo: o programa de recompra de ações aprovado pelo Conselho de Administração da JBS em 08/02/2017. A aprovação do programa de recompra ocorreu em momento em que a negociação do acordo de colaboração premiada sequer tinha se iniciado, não se podendo cogitar o acesso à informação privilegiada (que sequer existia na

se considere um fato relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção, não baseada em fatos concretos. Informações sobre atos bilaterais (contratos, reestruturações societárias, etc.) podem ser divulgáveis, independentemente de consenso entre as partes, desde que uma delas já tenha tomado à decisão de realizar o negócio, fazer uma oferta de compra ou tenha a intenção de prosseguir uma negociação ou concluir uma negociação em andamento. Nesses casos, divulga-se a intenção, mas não a conclusão do negócio.”



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.gov.br/cvm

época) na tomada dessa decisão²⁵.

53. No âmbito desse programa de recompra, a partir do dia 24/04/2017, a JBS adquiriu ações de sua própria emissão. Em relação ao responsável por comandar tais operações, com base nos elementos juntados aos autos, entendo que restou comprovado o envolvimento de Wesley Batista na realização desses negócios²⁶.

54. Considerando o envolvimento de Wesley Batista nas tratativas para celebração do acordo de colaboração premiada, entendo que há evidências nos autos que autorizam concluir sobre o acesso à informação privilegiada por parte de Wesley Batista na aquisição de ações de emissão da JBS pela própria Companhia.

55. Quanto ao segundo conjunto de operações, *de um lado*, a SPS sustenta, com base no disposto no estatuto social da FB Participações, bem como em depoimentos e declarações prestadas pelos acusados, que a Joesley teria tomado a decisão de alienação de ações de emissão da JBS. *De outro lado*, a defesa alega que tal decisão não foi tomada por Joesley Batista, tendo as ordens para a venda das ações da JBS partido de A.B., diretor financeiro da FB Participações.

56. Contrapondo os elementos apresentados pela Acusação e pela defesa, entendo ter restado comprovado que a decisão de alienação de ações de emissão da JBS foi tomada, em conjunto, por Joesley Batista e A.B.

²⁵ Além disso, ressalto que o conselho de administração é órgão colegiado que, no caso da JBS, era formado por 8 (oito) membros. Com exceção de Wesley Batista, não há indícios nos autos no sentido de que os demais membros do Conselho de Administração da JBS tivessem conhecimento sobre a informação privilegiada.

²⁶ Confira-se, nesse sentido, os seguintes trechos do Termo de Acusação e da Defesa de Wesley Batista: (i) “no âmbito da JBS, consoante o disposto na resposta ao Ofício nº 152/2017/CVM/SPS/GPS-3 (0379718), a responsabilidade pela tomada de decisão para a realização de compra e venda de valores mobiliários era de competência do seu Diretor Presidente, que à época dos fatos era Wesley Batista” (§25 do Termo de Acusação – doc. 0380862); e (ii) “164. De igual modo, como imputar a Wesley a prática de insider trading, ilícito comissivo e doloso que exige do acusado a realização de operações com o propósito de obter ganhos indevidos, quando o único ato efetivamente demonstrado de Wesley seria a ordem para a realização de recompras pela JBS?” (§164 da Defesa de Wesley Batista – doc. nº 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.gov.br/cvm

57. Embora a ordem para a venda das ações tenha de fato partido de A.B., há evidências de que Joesley Batista se envolveu no processo de tomada dessa decisão. Nesse sentido, em depoimento prestado perante a CVM, Joesley Batista afirma que era o responsável final pela decisão de desinvestimento, tendo demonstrado conhecimento sobre os fundamentos que teriam motivado as vendas questionadas pela Acusação²⁷.

58. Na mesma direção, em depoimento prestado perante a Superintendência Regional da Polícia Federal em São Paulo, A.B. afirmou que a decisão de alienação foi tomada por ele em conjunto com Joesley Batista e que *“a ideia de Joesley foi de reduzir a participação da J&F nesta empresa – dos 44,35% para algo em torno de 40%”*²⁸.

59. Além desses elementos, considero indício adicional do envolvimento de Joesley Batista na tomada de decisão o fato de ter sido copiado, a partir do dia 24/04/2017, nos e-mails referentes às ordens de venda das ações²⁹, o que sugere eventual acompanhamento da implementação da operação por parte do diretor presidente.

²⁷ “Inspetor: A decisão de venda de ações da J&F em maio foi do senhor? Joesley: No final, eu sou o presidente, eu sou o responsável por tudo. Mas, na prática, (...) o dia a dia não. (...) Esse negócio [de venda de ações] da JBS, eu digo assim, a decisão não é nem minha, brinco que é do [banco] porque vencem as contas e precisamos pagar. O último recurso que temos é vender ação. (...) A J&F vende ações por um único motivo: precisa de dinheiro. (...) Inclusive nos vendemos, paramos de vender por causa do período de silêncio e depois voltou a vender.” (doc. nº 0337355).

²⁸ “7. De quem foi a decisão de vender ações da JBS detidas pela FB? Qual foi a justificativa para a realização destas vendas? Houve algum registro desta decisão (ata, reunião, comunicado, etc)? Como se deu o aspecto operacional para transferir a custódia escritural para a negocial, para poder realizar as vendas? que por volta de fevereiro ou março de 2017 houve uma decisão de vender estas ações; que apenas para indicar o contexto disso, em 2016 os resultados dos investimentos da J&F foram ruins; nesse sentido, a J&F recebeu dividendos referentes ao ano de 2015 de ordem de R\$500 milhões, e referentes ao ano de 2016 da ordem de R\$38 milhões; (...) **que com relação ao desinvestimento em JBS, a ideia de Joesley foi a de reduzir a participação da J&F nesta empresa – dos 44,35% para algo em torno de 40%; que esta decisão foi tomada em conversas junto com o declarante e não houve registro em ata, pois não há necessidade desta formalização por parte da J&F.**” (Doc. nº 0371417- grifei)

²⁹ Doc. nº 0300667 e 0300672.



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.gov.br/cvm

60. Diante disso e, também, diante do envolvimento de Joesley Batista nas tratativas para a celebração da colaboração premiada, entendo ter restado configurado o acesso à informação privilegiada por parte de Joesley Batista e da FB Participações na operação de alienação de ações de emissão da JBS.

61. Nesse ponto, em sua defesa, a FB Participações alega que o acesso à informação privilegiada não poderia ser atribuído a ela, uma vez que: “*a negociação do Acordo estava sendo feita pelas pessoas físicas dos seus acionistas e administradores*” e “*não se poderia admitir a desconsideração da distinção subjetiva entre eles e a FB, imputando a todos indistintamente – e equivocadamente – o conhecimento de determinada informação*”³⁰.

62. Concordo com a defesa ao afirmar que eventuais informações privilegiadas detidas por funcionários ou administradores não se podem ser imputadas, automaticamente, à pessoa jurídica³¹. Entretanto, no presente caso, considerando que restou comprovado o envolvimento de Joesley Batista na tomada de decisão de alienação das ações de emissão da JBS, me parece que o conhecimento da informação deve também ser atribuído à FB Participações.

I.B.3 Utilização da Informação Privilegiada

63. Configurados os dois primeiros elementos do tipo, passo a verificar a presença do

³⁰ Doc. nº 0487970, §99.

³¹ O Colegiado já decidiu nesse sentido no âmbito do PAS CVM nº 2013/11654, Dir. Rel. Ana Dolores Novas, j. 23/09/2014: “5. Cabe destacar também que a Acusação entendeu que o fato de cinco executivos terem sido consultados pelo controlador da CCX seria presunção de que o BANCO, como instituição, teria tido acesso à informação privilegiada sob o conceito de ‘mente corporativa’. (...) 7. Contudo, no meu entendimento, é necessário analisar os fatos concretos envolvendo as operações em questão, o que inclui: os dias em que as operações foram realizadas, o contexto da operação, como a decisão de compra e venda foi tomada, e por quem foi tomada. (...) 25. Conforme mencionei acima, não concordo com a Acusação quando esta utiliza o conceito de “mente corporativa” para presumir que o conhecimento por cinco profissionais do BANCO – o qual detém mais de 2.000 colaboradores, dos quais 200 sócios – seja suficiente para caracterizar o conhecimento por todo o BANCO da mesma informação” (grifei).



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.gov.br/cvm

terceiro requisito caracterizador do *insider trading*: a utilização da informação privilegiada³².

64. Como visto acima, em razão da dificuldade de se obter provas diretas de que as operações realizadas pelo *insider* foram motivadas pela informação privilegiada, o Colegiado da CVM consolidou, em diversos precedentes, a possibilidade de aplicação de presunção relativa de que aquele que opera de posse de informação privilegiada utilizou tal informação nas negociações.

65. Como também reconhecido nos precedentes³³, deve ser afastada a presunção relativa de utilização de informação privilegiada, caso demonstrado que as operações foram realizadas com base em fundamentos econômicos legítimos, que em nada se relacionam com a informação privilegiada detida.

66. Não é suficiente, para esses fins, que os acusados tragam aos autos razões genéricas, que não se prestem a explicar as operações realizadas de forma suficiente e completa. As explicações fornecidas devem ser sólidas, específicas e detalhadas, devidamente acompanhadas de provas documentais, a fim de que se possa desconstituir a presunção de uso.

67. No presente caso, contrapondo os elementos trazidos pela Acusação e pelas Defesas, entendo que **os Acusados lograram êxito em apresentar fundamentos econômicos sólidos, detalhados e precisos capazes de justificar tanto a alienação de ações de emissão da JBS pela FB Participações, quanto a recompra, pela Companhia, de ações de sua própria**

³² A doutrina ensina que: “A prática do delito de *insider trading* não se aperfeiçoa sem a efetiva verificação de negociação com a intenção do *insider* de realizá-la com o objetivo de obter vantagem utilizando a informação privilegiada à qual teve acesso. Trata-se do elemento subjetivo do ilícito, o *animus* que impele o agente a realizar a operação” (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017).

³³ Conforme PAS CVM nº RJ 2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 09/12/2015. No mesmo sentido, PAS CVM nº 6/2003, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 23/09/2014; PAS CVM nº 2013/11654, Dir. Rel. Ana Dolores Novas, j. 23/09/2014; PAS CVM nº 25/2004, dir. Rel. Eli Loria, j. em 30/09/2008; PAS CVM nº 02/2010, Dir. Rel. Roberto Tadeu Fernandes, j. 09/07/2013.



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.gov.br/cvm

emissão³⁴.

68. Conforme ensina a doutrina de Marcelo Costenaro Cavali sobre a matéria:

“No ilícito examinado [i.e., insider trading] o agente negocia valores mobiliários antes da sua divulgação ao mercado, com o objetivo de se antecipar aos efeitos esperados quando a informação se tornar pública. O objetivo de realizar a negociação nesses termos é, evidentemente, o de obter vantagem de natureza financeira, para si ou para terceiros. (...) Na verdade, a existência de motivos diferentes para a realização da negociação é relevante para a apreciação de outros elementos do ilícito administrativo. Por exemplo, a demonstração de que a venda de ações se fundou em necessidade financeira premente pode ser suficiente para afastar a própria demonstração do uso da informação privilegiada; ou seja, para comprovar que ela não foi utilizada.” (grifei)

69. Analisando as explicações da defesa, entendo que as operações questionadas visaram a atender a necessidades financeiras da companhia, que surgiram previamente à negociação da colaboração premiada. Além de serem prévias, entendo que tais necessidades eram independentes da delação premiada, sendo que a demanda pela realização dos negócios teria surgido ainda que tal acordo não tivesse existido.

70. Tratarei, nas próximas subseções, dos fundamentos econômicos por trás dos dois grupos de operação abrangidos neste PAS.

I.B.3.1 Fundamento Econômico da Venda de Ações pela FB Participações

71. Começo tratando da alienação de ações de emissão da JBS pela FB Participações. Segundo as defesas, a venda de tais ações se deu no período de 20/04/2017 a 18/10/2017 e decorreu da necessidade de caixa por parte da FB Participações para saldar dívidas a vencer.

72. Sobre tal necessidade de caixa, conforme documentos juntados aos autos, verifica-se

³⁴ CAVALI, Marcelo Costenaro. **Insider Trading: repressão administrativa e penal do uso indevido de informação privilegiada**. São Paulo: Quartier Latin, 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.gov.br/cvm

que:

- (i) De **julho de 2016 a setembro de 2017** foram deflagradas operações da Polícia Federal em empresas do grupo J&F³⁵;
- (ii) A repercussão midiática negativa de tais operações afetou os negócios das empresas do Grupo J&F, que tiveram uma redução acentuada na distribuição de dividendos a partir do exercício social de 2016³⁶;
- (iii) Por ter como única fonte de receita a distribuição de dividendos por parte de suas investidas, o caixa da FB Participações foi bastante impactado no período. Em **2017**, a FB Participações recebeu R\$38 milhões em dividendos referentes ao ano de 2016, o que representou **queda de 92% em relação ao valor distribuído** no exercício anterior (R\$500 milhões)³⁷;
- (iv) Ao mesmo tempo em que FB Participações teve uma diminuição na sua receita, dívidas relevantes que compunham o passivo aproximavam-se de seus prazos de vencimento. Dentre outras mencionadas pela defesa, vale citar as seguintes:
 - (a) CCB no valor de R\$202 milhões, com **vencimento em 03/01/2017**, emitida em fevereiro de 2016. A dívida foi renegociada, tendo sido **liquidada em setembro de 2017**³⁸;

³⁵ Refiro-me às seguintes operações da Polícia Federal na sede de empresas do Grupo J&F: **(i)** 01/07/2016: no âmbito da Operação Sepsis; **(ii)** 05/09/2016: no âmbito da Operação Greenfield; **(iii)** 17/03/2017: no âmbito da Operação Carne Fraca; **(iv)** 11/05/2017, no âmbito da Operação Lama Asfáltica; **(v)** no âmbito da Operação Bullish; e **(vi)** no âmbito da Operação Tendão de Aquiles. (doc. 0487945, §25).

³⁶ Doc. n° 0487970, pp. 08.

³⁷ Doc. n° 0487970, pp. 08.

³⁸ Doc. n° 0487962, anexo 4.



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.gov.br/cvm

- (b) CCB emitida em 28/03/2013, com saldo em aberto de R\$53 milhões, que, após sucessivas renegociações, foi liquidada em **outubro de 2016**³⁹; e
- (c) CCB emitida em 17/12/2015, com vencimentos de parcelas de aproximadamente R\$200 milhões cada, em **junho de 2016, dezembro de 2016 e julho de 2017**⁴⁰.

73. Verifica-se, portanto, que, de **meados de 2016 até o final de 2017**, houve, *de um lado*, uma diminuição das receitas da FB Participações e, *de outro lado*, vencimentos de dívidas relevantes contraídas pela sociedade. Como resultado, a administração da FB Participações teve de **adotar soluções para a obtenção dos recursos** necessários para arcar com as dívidas vincendas.

74. A **alienação de ações de emissão da JBS** se inseriu nesse contexto e fez parte de uma **estratégia mais ampla de desinvestimento** conduzida pela FB Participações, que envolveu a alienação da participação societária detida em outras sociedades.

75. Nesse sentido, em meados de 2016, começaram a ser negociadas a comercialização de linhas de transmissão da Âmbar Energia Ltda.⁴¹, bem como da participação detida na Vigor S.A.⁴², na Flora Produtos de Higiene e Limpeza S.A.⁴³, na Eldorado Celulose Brasil S.A. e na

³⁹ Doc. nº 0487962, anexo 5.

⁴⁰ Doc. nº 0487962, anexo 7.

⁴¹ De acordo com documentos juntados aos autos pela defesa de Joesley Batista, as negociações para a reestruturação realizada na Flora Produtos de Higiene e Limpeza Ltda. teriam se iniciado em fevereiro de 2017 (doc. nº 0487962, anexo 10).

⁴² De acordo com documentos juntados aos autos pela defesa de Joesley Batista, as negociações para a venda da participação societária na Vigor teriam se iniciado em abril de 2016 (doc. 0487962, anexo 10).

⁴³ De acordo com documentos juntados aos autos pela defesa de Joesley Batista, as negociações para a venda das linhas de transmissão da Ambar Energia Ltda. se iniciaram em outubro de 2016 (doc. 0487962, anexo 10).



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.gov.br/cvm

Alpargatas S.A.

76. No contexto dessa estratégia de desinvestimento, e findo o período de vedação à negociação de ações da JBS em razão da divulgação de suas demonstrações financeiras anuais (27/02/2017 a 14/03/2017), a FB Participação, no dia 22/03/2017, enviou ordem de transferência das ações da JBS, dando início ao processo de alienação dessas ações⁴⁴. As vendas foram efetivadas em 20/04/2017, data em que foram liberadas pela instituição financeira que intermediou os negócios⁴⁵.

77. As vendas de ações de JBS perduraram até 18/10/2017, mais de 5 (cinco) meses após o vazamento da notícia sobre o acordo de colaboração premiada (17/05/2017), sendo que parte substancial dessas alienações (45,14%) foram realizadas durante esse período. Destaco esse ponto porque, à luz das características do presente caso, entendo que a continuidade das operações por período relevante após o vazamento da informação consiste em um contraindício da eventual ocorrência de *insider trading*.

78. Afinal, se as operações tivessem sido motivadas pela informação privilegiada detida por Wesley e Joesley Batista, se esperaria que as vendas tivessem cessado após a divulgação da informação ao mercado. Não foi o que ocorreu. As vendas continuaram a ser realizadas, o que reforça que foram motivadas pelos fundamentos econômicos apresentados pelos Acusados.

79. Considerando essas explicações, as provas documentais juntadas aos autos pelas defesas, bem como a cronologia dos eventos, estou convencido que a alienação das ações de

⁴⁴ “Porém, como será apresentado a seguir, pode-se afirmar que já havia a intenção da venda das ações da JBS pela FB Participações a partir do momento em que a empresa coloca em disponibilidade parte de suas ações da JBS para negociação. Isto ocorre a partir da Ordem de Transferência de Ações (‘OTA’) dada pela FB Participações ao [B.I.] (...) para que este transferisse 199.649.108 ações da JBS, pertencentes à FB Participações que estavam em custódia neste Banco para a [B.C.] (...), colocando-as em disponibilidade para negociação. O [B.I.] (...) recepciona a OTA em 27.03.2017, porém tal documento está assinado pelos administradores da FB Participações com data de 22.03.2017, vinte dias após a primeira reunião na PGR.” (§§53-55 do Termo de Acusação, doc. 0380862 – grifei)

⁴⁵ Doc. nº 0487962, anexo 11.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

emissão da JBS visou atender a legítima necessidade de caixa por parte da FB Participações.

I.B.3.2 Fundamento Econômico da Recompra de Ações da JBS pela Própria Companhia

80. Passo, então, à análise da aquisição de ações de emissão da JBS pela própria Companhia. Contrapondo as explicações fornecidas pelas defesas às questões levantadas pela Acusação, também estou convencido de que tais aquisições foram motivadas por fundamentos econômicos legítimos.

81. De início, destaco que, em relação a tais operações, entendo que a tese acusatória tem uma fragilidade relevante. Como visto acima, o comportamento esperado das ações de emissão da JBS após a divulgação da colaboração premiada seria de queda na cotação. Se a previsão era de queda na cotação, supondo que os acusados tivessem adquirido ações com o uso da informação privilegiada, se esperaria que tivessem comprado as ações **após** a divulgação da colaboração premiada, aproveitando da diminuição sofrida no seu valor.

82. Não foi o que ocorreu. As aquisições se iniciaram em 24/04/2017, quase 1 (um) mês **antes** do vazamento do acordo.

83. De todo modo, mesmo que superada essa incoerência, e passando à análise dos supostos fundamentos econômicos que motivaram as operações, observo que é incontroverso que a aquisição das ações decorreu da execução de programa de recompra aprovado pelo Conselho de Administração da JBS em **08/02/2017** – previamente, note-se, ao início das tratativas para a celebração da colaboração premiada (em março de 2017).

84. A recompra de ações é prática legítima adotada por diversas companhias no mercado, prestando-se ao atendimento de diferentes objetivos. As ações recompradas podem, por exemplo, ser utilizadas em planos de *stock option* concedidos a administradores ou para gestão de caixa ou investimento, quando há expectativa de que sejam alienadas, no futuro, a um valor superior ao da compra.



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.gov.br/cvm

85. De modo geral, as companhias recompram suas ações quando entendem que estas estão precificadas a um valor inferior ao seu valor justo e, ao fazê-lo, transmitem ao mercado confiança em relação ao desempenho futuro da sociedade e a expectativa de que a cotação dos valores mobiliários venha a se valorizar.

86. No âmbito da JBS, a Companhia tinha como prática a recompra de suas próprias ações a partir de programas aprovados anualmente pelo seu Conselho de Administração, desde pelo menos 2007.

87. Especificamente em relação ao programa de recompra do ano de 2017, a Defesa apresentou, com base no estudo apresentado pelo FIPECAFI, fundamentos econômicos que justificam a realização das operações naquele momento pela Companhia⁴⁶. Veja-se que:

- (i) dois terços dos analistas de mercado indicavam à época que o preço-alvo para as ações da JBS era superior ao parâmetro de R\$10,00 (*i.e.*, cotação das ações à época), não havendo recomendações de venda de ações da JBS;
- (ii) a relação entre o preço e o valor patrimonial da ação caiu significativamente ao longo de 2016, até atingir o patamar de 1,13 em março de 2017, o que poderia ser considerado baixo; e
- (iii) a participação de JBS em uma de suas controladas representava 50% do seu valor de mercado apesar de responder por apenas 17% do faturamento do grupo, o que evidenciava uma defasagem na precificação da companhia na bolsa.

88. A própria SPS não refuta diretamente esses fundamentos econômicos e nem discorda que a aquisição das ações se deu no âmbito do programa de recompra da JBS de 2017. A Acusação questiona, entretanto, o momento em que tais ações começaram a ser adquiridas.

⁴⁶ Cf., estudo elaborado pelo FIPECAFI (doc. nº 0371482).



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.gov.br/cvm

89. Nessa linha, a área técnica sustenta que as aquisições se iniciaram em 24/04/2017, mais de 2 (dois) meses após a aprovação do programa pelo Conselho de Administração. Segundo a Acusação, esse período seria atípico considerando o histórico de programa de recompra da Companhia, visto que *“no caso do programa de recompra de ações anterior, os negócios iniciaram-se apenas 2 (dois) dias após a aprovação do plano”*⁴⁷.

90. As defesas, entretanto, trouxeram aos autos o histórico de seus programas de recompra desde 2007, comprovando que o período entre a aprovação do programa e o início de sua execução variou significativamente ao longo dos anos. Como se verifica da tabela reproduzida abaixo, extraída da defesa de Wesley Batista⁴⁸, a média do lapso temporal entre a aprovação e o início da execução do plano foi de 59 dias corridos, próximo ao que se observou em 2017:

Aprovação do Programa de Recompra	Início da execução do Plano de Recompra	Decurso entre a aprovação e o início da execução (em dias corridos)
10.12.2007	09.01.2008	30
29.12.2008	30.12.2008	1
09.06.2010	29.06.2010	20
22.06.2011	24.06.2011	2
14.08.2012	13.06.2013	303
23.07.2013	Não Ativado	-
13.08.2014	01.10.2014	49
12.08.2015	14.08.2015	2
08.02.2017	24.04.2017	76

91. Diante dessas informações, entendo que o lapso temporal entre a aprovação do programa de recompra pelo Conselho de Administração (08/02/2017) e o início da aquisição das ações (20/04/2017) está alinhado ao histórico da Companhia ao longo de quase dez anos, não podendo ser considerado como um indício de atipicidade das operações em questão.

⁴⁷ §114 do Termo de Acusação (doc. 0380862).

⁴⁸ Doc. nº 0487211, §297.



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.gov.br/cvm

92. Superado esse ponto e prosseguindo na análise do *timing* para o início das recompras, as defesas esclareceram que a JBS estava aguardando a cotação das ações se aproximar de R\$10,00 (dez reais) para iniciar a execução do programa, uma vez que a administração considerava que a cotação era inferior ao valor justo das ações⁴⁹.

93. Como mencionado, essa visão da administração da JBS era corroborada por diversos analistas de mercado que, à época, apontavam que as ações de emissão da JBS estavam cotadas por valor documentadamente abaixo de expectativas fundamentalistas em relação ao valor real do papel⁵⁰.

94. A tabela abaixo contém a cotação das ações de emissão da JBS no período de 08/02/2017 a 17/05/2017⁵¹:

Data	Preço de Fechamento (R\$)
08/02/2017	11,91
09/02/2017	11,87
10/02/2017	12,02
13/02/2017	12,11
14/02/2017	11,97
15/02/2017	12,16
16/02/2017	12,14
17/02/2017	12,01
20/02/2017	11,89

⁴⁹ “317. Como bem pontuado naquela ocasião por Wesley, a decisão de iniciar a recompra de ações da JBS, tradicionalmente de competência exclusiva do Diretor-Presidente da Companhia, teve como base o preço de negociação do papel no mercado, considerando-se para tanto que o preço de R\$ 10,00, ou inferior, seria considerado ‘barato’, justificando o início da execução de operações” (Defesa de Wesley Batista – doc. nº 0487211, §317).

⁵⁰ Como mencionado no relatório do FIPECAFI (doc. nº 0371482, p. 41): “Percebe-se que: 2/3 dos analistas recomendavam compra da ação (66% Buys), enquanto 1/3 recomendava manutenção (33% Holds), sendo que nenhum recomendava a venda”.

⁵¹ Os dados foram extraídos do Termo de Acusação, §§102 e 109.



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.gov.br/cvm

21/02/2017	11,86
22/02/2017	11,76
23/02/2017	11,86
24/02/2017	11,66
01/03/2017	11,72
02/03/2017	11,68
03/03/2017	11,55
06/03/2017	11,08
07/03/2017	11,07
08/03/2017	11,21
09/03/2017	11,21
10/03/2017	11,33
13/03/2017	11,58
14/03/2017	11,61
15/03/2017	11,86
16/03/2017	11,95
17/03/2017	10,68
20/03/2017	10,76
21/03/2017	10,72
22/03/2017	10,91
23/03/2017	10,79
24/03/2017	10,91
27/03/2017	10,72
28/03/2017	10,51
29/03/2017	10,44
30/03/2017	10,26
31/03/2017	10,17
03/04/2017	10,13
04/04/2017	9,99



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.gov.br/cvm

05/04/2017	9,72
06/04/2017	9,46
07/04/2017	9,86
10/04/2017	10,03
11/04/2017	10,11
12/04/2017	10,11
13/04/2017	10,16
17/04/2017	10,30
18/04/2017	10,16
19/04/2017	10,11
20/04/2017	10,00
24/04/2017	10,21
25/04/2017	10,47
26/04/2017	10,44
27/04/2017	10,47
17/05/2017	9,50

95. A partir da análise da tabela, verifico que:

- (i) **De um lado**, de fato, nas datas em que a JBS recomprou ações no mercado, a sua cotação estava próxima a R\$10,00 (dez reais)⁵²; mas
- (ii) **De outro lado**, analisando a cotação das ações de emissão da JBS entre a data da aprovação do programa de recompra (08/02/2017) e o início da sua execução (24/04/2017), desde **17/03/2017** a cotação das ações já se encontrava em torno de R\$10,00 (dez reais).

⁵² Nesse sentido, a partir de dados extraídos do Termo de Acusação, verifica-se que as recompras foram realizadas nos dias 24/04/2017, 25/04/2017, 26/04/2017, 27/04/2017 e 17/05/2017 (§87 do Termo de Acusação) e, nesses pregões, a cotação foi de R\$10,25, R\$10,47, R\$10,44, R\$10,47 e R\$9,50.



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.gov.br/cvm

96. Sobre esse ponto, a Acusação destaca, inclusive, que nos **dias 04/04/2017 a 07/04/2017**: *“o valor da ação da JBS (JBSS3) fechou em patamar abaixo dos R\$10,00 e não houve qualquer compra pela JBS de suas ações nestas datas. Com efeito, tal situação evidencia que, diferentemente do que Wesley Batista afirmou em depoimento na Delecor-SP (parágrafo 96, I – ‘o preço das ações vinha caindo e, quando chegou em torno de R\$10,00, falou para o Rafael Harada iniciar as compras referente ao plano’), o ‘balizador’ que serviria de parâmetro para comprar as ações não foi utilizado ou não existia, de fato”*.

97. As defesas, por sua vez, explicaram que no dia 17/03/2017 foi deflagrada a “Operação Carne Fraca”, de modo que: *“As incertezas quanto aos desdobramentos da operação e suas repercussões sobre a Companhia recomendavam prudência nos últimos dias de março e primeiros dias de abril, uma vez que tais eventos poderiam afetar as obrigações da JBS, eventualmente acelerando dívidas e determinando novas contingências”⁵³*.

98. Analisando o comportamento das ações no período e, também, contrapondo a Acusação e as defesas; não vislumbro elementos suficientes nos autos para afirmar que a recompra de ações tenha sido motivada pelo uso de informação privilegiada por Wesley Batista.

99. A despeito de a cotação das ações já se encontrar em patamar inferior a R\$10,00 desde 17/03/2017, me parecem convincentes as explicações das defesas no sentido de que nos dias e semanas que se seguiram à operação da polícia federal, os negócios da companhia foram afetados e havia incerteza em relação aos acontecimentos futuros, o que recomendava uma preservação do caixa.

100. O mero fato de a Companhia não ter recomprado ações nos dias 04/04/2017 a 07/04/2017, quando a cotação atingiu valores bem inferiores a R\$10,00, não é suficiente, a meu ver, para afastar a lógica econômica subjacente às operações.

101. Confrontando os argumentos trazidos pelas defesas com a cronologia dos fatos

⁵³ Defesa de Wesley Batista (doc. nº 0487211, §334).



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.gov.br/cvm

relacionados à negociação da delação premiada, não vislumbro elementos que pudessem enfraquecer as explicações dos Acusados e indicar que as operações, na realidade, foram realizadas com a finalidade de se valer de informação privilegiada. Nesse sentido:

- (i) Desde o dia **17/03/2017**, a cotação das ações de emissão da JBS já se encontrava no valor definido como alvo para o início das recompras; nessa data, porém, foi deflagrada a “Operação Carne Fraca”, que recomendava a preservação do caixa da JBS;
- (ii) Em **28/03/2017** foi celebrado o termo de confidencialidade mediante o qual Wesley e Josley Batista comprometeram-se a manter o sigilo das informações fornecidas na negociação da colaboração premiada;
- (iii) **Nos dias que se seguiram a 28/03/2017**, mesmo que Wesley Batista já estivesse de posse de informação privilegiada, **nenhuma operação foi realizada pela JBS**;
- (iv) As recompras apenas se iniciaram em **20/04/2017**, um mês após a data em que Wesley Bastista, em tese, tomou conhecimento da informação privilegiada; e
- (v) Em **03/05/2017** foi celebrado o acordo de colaboração premiada. Nessa data, a JBS não realizou nenhuma recompra.

102. Os fatos acima elencados revelam uma aparente falta de relação entre as datas em que a JBS realizou as recompras e o momento exato em que a informação privilegiada passou a ser conhecida por Wesley Batista, o que, a meu ver, é mais um elemento que corrobora a legitimidade das operações de recompra.

103. Por fim, também considero um contraindício relevante do ilícito o fato de a JBS ter continuado a recomprar as suas ações no mercado mesmo após o vazamento do conteúdo da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

colaboração premiada, no dia 17/05/2017⁵⁴.

104. Portanto, não vislumbro no caso elementos suficientes a desafiar os fundamentos econômicos da decisão de recompra de ações pela JBS.

I.B.4 Finalidade de Auferir Vantagem Para Si ou Para Terceiros

105. Tendo sido comprovado o fundamento econômico que motivou as operações, entendo que não está presente no caso o quarto requisito do *insider trading*: o dolo de auferir vantagem para si ou para terceiros.

106. Como visto, os negócios questionados pela Acusação consistiram em operações legítimas, realizadas com o objetivo de atender a demandas de natureza econômica e financeira das companhias. A intenção dos Acusados ao realizá-las não era, portanto, de auferir vantagem indevida.

I.C. Conclusão Parcial: Inocorrência de *Insider Trading*

107. Ante o exposto, embora tenha restado comprovada a existência e o acesso à informação privilegiada, não ficou configurado o uso de tal informação nas operações questionadas pela Acusação e nem o dolo de auferir vantagem indevida.

108. A partir de documentos e explicações fornecidos pelas defesas, contrapostos aos questionamentos da SPS, entendo que restaram esclarecidos os fundamentos econômicos da venda de ações de emissão da JBS pela FB Participações, bem como de aquisição de tais ações pela Companhia.

109. Portanto, respeitadas as divergências na fundamentação acima explicitadas,

⁵⁴ Conforme defesa de Wesley Batista, a JBS recomprou as suas ações no mercado em 19/05/2017 (doc. nº 0487211, §291, Tabela 3)



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.gov.br/cvm

acompanho a conclusão do Diretor Relator e voto pela absolvição dos Acusados da imputação de *insider trading*.

II. Manipulação de Preços

110. Feitas as considerações que entendo cabíveis sobre a acusação de *insider trading*, passo a tratar do segundo ilícito que compõe este PAS: a manipulação de preços.

111. Como mencionado na introdução desta manifestação de voto, a SPS imputa a Wesley Batista, Joesley Batista e FB Participações suposta manipulação de preços por entender que os Acusados teriam, por meio da recompra de ações da JBS, contribuído para a manutenção da cotação de tais ações em valores artificiais. No entendimento da Acusação, as recompras teriam sido utilizadas como artifício para neutralizar a pressão vendedora da FB Participações, permitindo que a sociedade controladora pudesse se desfazer das ações de emissão da JBS a preços mais atrativos.

112. Em relação a essa acusação, farei breves considerações sobre os pontos centrais que, a meu ver, justificam a absolvição dos Acusados da suposta prática de manipulação de preços.

113. Com esse objetivo, na **subseção II.A.**, retomo, brevemente, os elementos que caracterizam a manipulação de preços e, na **subseção II.B.**, adentro no mérito da imputação.

II.A. Considerações Teóricas sobre o Ilícito

114. O ilícito da manipulação de mercado é tipificado no artigo 27-C da Lei nº 6.385/1976 como crime contra o mercado de capitais. Além disso, a manipulação de preços é tipificada como ilícito administrativo no artigo 2º, II, da Resolução CVM nº 62/2022, que replicou a redação original prevista no inciso II da Instrução CVM nº 8/1979.

115. Segundo a norma da CVM, configura manipulação de preços no mercado de capitais “a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar,



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.gov.br/cvm

manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda”.

116. Assim, são elementos do tipo administrativo de manipulação de preços: **(i)** utilização de processo ou artifício; **(ii)** destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário; **(iii)** induzindo terceiros à sua compra e venda; e **(iv)** de forma dolosa⁵⁵.

117. O **primeiro elemento** do ilícito de manipulação de preços é a utilização de manobras, esquemas ou qualquer tipo de artifício destinado a elevar, manter ou baixar a cotação de determinado valor mobiliário.

118. A utilização de processo ou artifício deve ser avaliada de acordo com o caso concreto. Conforme entendimento do Diretor Henrique Machado, no âmbito do PAS CVM nº RJ 2014/0578, trata-se de conceito aberto que comporta uma série de interpretações conforme as peculiaridades da hipótese específica:

“(…) **(o)s tipos administrativos contidos na Instrução CVM nº 08/79 são propositalmente abertos e destinados a conferir flexibilidade à autoridade supervisora do mercado**, sem prejuízo de sua coercibilidade face à diversidade de situações possíveis em um mercado em constante evolução. **É da essência desses tipos administrativos que eles possam se moldar às circunstâncias que permeiam a conduta investigada**, sob pena de esvaziamento de seu comando normativo.”⁵⁶ (grifei)

119. Além da constatação de processo ou artifício, a CVM deve avaliar se este foi criado com o objetivo de elevar, manter ou baixar a cotação de determinado ativo, **segundo elemento** do tipo. Para isso, uma das estratégias para a identificação do ilícito é a análise do impacto das

⁵⁵ Cf., nesse sentido, **(i)** PAS CVM nº 19957.008818/2018-37, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 29/11/2022; **(ii)** PAS CVM nº 19957.000511/2018-98, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18/05/2021; **(iii)** PAS CVM nº RJ2014/0578, relatoria do Diretor Henrique Machado, j. em 27/05/2019; e **(iv)** PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/06/2020.

⁵⁶ PAS CVM nº RJ 2014/0578, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 27/05/2019.



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.gov.br/cvm

operações na cotação dos valores mobiliários, com base em avaliações econômicas, pautadas em fatores objetivos, que atestem a artificialidade na formação de preço como consequência do artifício utilizado pelo infrator.

120. O **terceiro elemento** da manipulação de preços é a indução de terceiros à compra ou à venda dos valores mobiliários. Com o ilícito de manipulação de preços, a cotação do valor mobiliário passa a refletir um valor inverídico em relação às informações reais do ativo. Assim, os investidores de boa-fé passam a tomar decisões com base em falsas expectativas.

121. No âmbito do PAS CVM nº 19957.006511/2019-82, a Diretora Flávia Perlingeiro ressaltou que o objetivo da vedação à manipulação de preços consiste em: **(i)** proteger a formação dos preços de interferências indevidas e **(ii)** proteger a tomada de decisão dos investidores:

“21. 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, consequentemente, 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.**”⁵⁷ (grifei).

122. Portanto, um dos pressupostos para a configuração do ilícito é a constatação de investidores que tenham sido induzidos a negociarem o valor mobiliário por força dos preços manipulados.

123. Por fim, o **quarto elemento** do tipo é o dolo, que, apesar de não constar explicitamente no dispositivo que tipifica a conduta de manipulação de preços, é pacificado no entendimento

⁵⁷ PAS CVM nº 19957.006511/2019-82, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, 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.gov.br/cvm

da CVM⁵⁸. Isso porque a utilização de artifício com o objetivo de “controlar a cotação de valor mobiliário” e de “induzir terceiros à compra ou venda” pressupõe conduta dolosa. Assim dispõe, por exemplo, o à época Diretor Henrique Machado:

“(…) (t)rata-se, assim, de **ilícito doloso** em que o agente comete **ato consciente e intencional** de alterar o processo de formação de preço do valor mobiliário no mercado.”⁵⁹ (grifei)

124. Portanto, para a configuração do ilícito, é preciso que seja constatado o pressuposto subjetivo de “dolo” do agente. O tipo administrativo não aceita hipótese de “culpa”.

II.B. Presença (ou ausência) dos elementos do tipo no caso

125. Como mencionado acima, são quatro os elementos que caracterizam o tipo administrativo de manipulação de preços: **(i)** utilização de processo ou artifício; **(ii)** destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário; **(iii)** induzindo terceiros à sua compra e venda; e **(iv)** conduta dolosa.

126. Segundo a acusação, os Acusados agiram em conluio para que a JBS realizasse operações de recompra de ações e, assim, mascarasse a pressão vendedora da FB. Dessa forma, de acordo com a tese acusatória, as operações de recompra seriam um **artifício** para **controlar artificialmente a cotação** do ativo JBSS3, **induzindo terceiros à sua negociação** de forma **dolosa**.

II.B.1. Utilização de Processo ou Artifício

127. Conforme dispõe o termo de acusação, em relação ao **primeiro elemento** do tipo

⁵⁸ Cf., nesse sentido, **(i)** PAS CVM nº 19957.008818/2018-37, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 29/11/2022; **(ii)** PAS CVM nº 19957.000511/2018-98, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18/05/2021; **(iii)** PAS CVM nº RJ2014/0578, relatoria do Diretor Henrique Machado, j. em 27/05/2019; e **(iv)** PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/06/2020.

⁵⁹ PAS CVM nº RJ 2014/0578, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 27/05/2019.



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.gov.br/cvm

administrativo, a área técnica sustentou que as operações de recompra de ações efetuadas pela JBS, executadas com a finalidade de neutralizar a pressão vendedora provocada pela FB Participações, constituem o elemento de artifício da manipulação de preços.

128. Como já reconhecido em precedentes deste Colegiado, a inserção de ordens de compra e venda no mercado é, a princípio, atividade lícita. Entretanto, se as operações realizadas carecerem de substância econômica e visarem induzir determinados comportamentos nos investidores podem caracterizar a “*utilização de processo ou artifício*”, que é elemento da manipulação de preços⁶⁰.

129. No meu entendimento, as operações de recompra não consistiram em artifício destinado a manipular a cotação das ações da JBS. Entendo que tais negócios visaram atender a necessidades financeiras legítimas da Companhia, estando justificadas dentro da sua dinâmica e estratégia empresariais.

130. Nesse sentido, como já explicado, reitero que:

- (i) **As operações foram realizadas no contexto de Programa de Recompra previamente aprovado.** As operações de recompra decorreram da execução de programa de recompra aprovado pelo Conselho de Administração da JBS em 08/02/2017, antes do início das negociações envolvendo a colaboração premiada de Joesley Batista e Wesley Batista, em março de 2017. No momento da aprovação desse programa de recompra, portanto, a informação privilegiada sequer existia, o que corrobora a inexistência de relação entre a

⁶⁰ “24. Assim como nos casos de manipulação baseada em negócios, uma das principais dificuldades dos *casos de manipulação baseada em ofertas* é a *demonstração de que parte das ofertas apregoadas consistiu em artifício destinado a alterar o funcionamento regular do mercado. Afinal de contas, colocar ofertas e realizar negócios são, a princípio, atividades lícitas.* (...) 26. A ilicitude das práticas de layering e spoofing advém do fato de que o investidor coloca oferta(s) em determinado lado do livro sem a intenção de executá-la(s), com o propósito de alterar o processo de formação de preço e viabilizar, assim, a execução de um negócio na ponta oposta. 27. Vê-se, portanto, que é a intenção do investidor que, em última instância, distingue a manipulação de padrões legítimos de negociação” (PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/06/2020).



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.gov.br/cvm

informação e as operações realizadas.

- (ii) **Existem fundamentos econômicos para realizar as operações de recompra.** Havia racionalidade econômica para justificar a recompra das ações, que à época estavam cotadas por valor documentadamente abaixo de expectativas fundamentalistas em relação ao valor real do papel, conforme corroborado por diversos agentes de mercado⁶¹.
- (iii) **As operações de recompra são comuns no histórico da JBS:** o histórico da Companhia demonstra que recompra de ações era prática frequente na JBS, que aprovava programas de recompra anualmente, desde 2007. Além disso, as operações de recompra realizadas em 2017 não são atípicas em relação às que foram realizadas em anos passados, no que se refere ao lapso de tempo entre a aprovação do programa e o início das operações, bem como em relação à quantidade de ações adquiridas⁶². Por fim, as operações de recompra realizadas após o vazamento do conteúdo da colaboração premiada, em 17/05/2017, também demonstram que não há atipicidade nas transações imputadas como irregulares pela tese acusatória.

II.B.2. Alteração da Cotação do Valor Mobiliário

131. O **segundo elemento** do tipo administrativo se propõe a verificar se o processo ou artifício foi utilizado com o objetivo de alterar a cotação do valor mobiliário. Como reconhecido nos precedentes, é necessário verificar se há nexos de causalidade entre o artifício e o resultado gerado no mercado pela atuação do manipulador, qual seja, a produção de cotações enganosas⁶³.

⁶¹ Como mencionado no relatório do FIPECAFI (doc. nº 0371482, p. 41).

⁶² Sobre esse ponto, como apresentado no parecer técnico juntado aos autos (doc. 1080552, p. 9) e destacado no voto do Diretor Relator, a quantidade de ações efetivamente compradas pela JBS em 2017 não foge de um padrão consolidado ao longo dos anos desde 2008.

⁶³ “37. **O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade é necessário demonstrar o *nexo causal entre***



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.gov.br/cvm

132. Entendo que tal nexo de causalidade não está presente no caso. Como visto, as recompras apresentaram fundamentos econômicos legítimos. As operações não tiveram por objetivo gerar um efeito artificial no mercado, buscando sustentar o preço do ativo ante a pressão vendedora da FB Participações.

133. A JBS tinha a sua própria estratégia de recompra de ações e a FB Participações tinha também motivos legítimos para implementar a venda de tais ações, considerando as suas necessidades financeiras.

134. Não vislumbro nos autos elementos no sentido de que essas estratégias tenham sido combinadas com o objetivo de mascarar a pressão vendedora ocasionada no mercado pela FB Participações. Parece-me, na verdade, que a realização de operações pela FB Participações e pela JBS decorreu de processos decisórios independentes, que foram justificados por fundamentos econômicos distintos e próprios à realidade de cada uma das sociedades.

135. Sendo assim, o efeito que as operações de recompra eventualmente produziram no mercado não pode ser considerado artificial, motivo pelo qual, a meu ver, não está presente no caso o segundo elemento do ilícito⁶⁴.

II.B.3. Indução de Terceiros à Compra ou Venda de Valor Mobiliário

136. O **terceiro elemento** do tipo administrativo leva em consideração que, ao exercer o controle artificial sobre a cotação do valor mobiliário, o infrator induz terceiros a negociá-lo. O elemento pressupõe a identificação de terceiros induzidos em erro, por terem tomado as suas

o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas.” (PAS CVM nº RJ2013/5194, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 19/12/2014 – grifei).

⁶⁴ Neste ponto, a Acusação e Defesas debatem em relação à adequação da metodologia adotada para mensurar qual seria o efeito ocasionado no mercado pelas operações de recompra realizadas pela JBS. A despeito da importância dessa discussão, de grande profundidade técnica, entendo que não é necessário adentrar nesses pontos, visto que o elemento do tipo restou desconfigurado em razão da ausência de artificialidade.



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.gov.br/cvm

decisões de investimento com base em condições artificiais de mercado, geradas pela atuação do manipulador.

137. Entendo que tal elemento não está presente no caso concreto. Como mencionado acima, as operações de recompra consubstanciaram negócios legítimos, fundamentados por justificativas econômicas e financeiras.

138. Os negócios não tiveram o condão de produzir cotações artificiais, que pudessem induzir terceiros em erro. Na verdade, as recompras fizeram parte do normal funcionamento do mercado, tendo contribuído de forma legítima para a formação do preço do ativo.

139. Não se deve, portanto, cogitar da presença do terceiro elemento do tipo no presente caso.

II.B.4. Conduta Dolosa

140. O **quarto e último elemento** se presta a analisar se, além dos três pressupostos anteriores, os Acusados tiveram, de maneira consciente, o propósito de manipular os preços do ativo JBSS3. O dolo pressupõe, portanto, determinada conduta tipificada como ilícito. No âmbito do Direito Penal, assim resume o criminalista Cezar Roberto Bitencourt:

“Dolo é a consciência e a vontade de realização da conduta descrita em um tipo penal (...) representado pela vontade consciente de ação dirigida imediatamente contra o mandamento normativo.”⁶⁵

141. Como explicado acima, entendo que as operações de recompra foram feitas conforme fundamentos econômicos objetivos, sem a utilização de artifício constituído para controlar artificialmente o preço das ações da JBS ou induzir terceiros à negociação do ativo.

⁶⁵ Bitencourt, Cezar R. **Tratado de Direito Penal: Parte Geral - Arts. 1º a 120 (vol. 1)**, 28ª Edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2022, p. 276.



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.gov.br/cvm

142. Em face da ausência dos demais elementos que caracterizam a infração de manipulação de preços, conforme trabalhado nos três itens acima, como desdobramento lógico, entendo que também não há que se discutir sobre a culpabilidade dos agentes.

III. Negociação de Ações em Período Vedado

143. Como destacado pelo Diretor Relator, a acusação propôs a responsabilização da FB Participações, na qualidade de acionista controladora, por ter vendido ações da JBS durante o curso do programa de recompra de ações da Companhia, o que representaria período vedado para a negociação (art. 13, §3º, II, da Instrução CVM nº 358/2002).

III.A. Considerações Teóricas sobre o Ilícito

144. A Instrução CVM nº 358/2002, em sua sistemática, combate a assimetria informacional existente, de um lado, entre os controladores e administradores da companhia e, de outro lado, os membros do mercado sem acesso a informações privilegiadas.

145. A vedação contida no *caput* artigo 13 da Instrução CVM nº 358/2002 faz parte dos mecanismos de proteção ao investidor e à integridade do mercado contra o uso de informações privilegiadas por parte dos administradores e acionistas controladores da companhia. Para isso, impede que, anteriormente à divulgação de atos ou fatos relevantes, sejam eles de divulgação periódica ou eventual, administradores e controladores da companhia negociem valores mobiliários de sua emissão.^{66_67}

⁶⁶ “A ICVM 358 também regulamenta a vedação à negociação com valores mobiliários em posse de informações privilegiadas, instituída pelo artigo 155, § 1º a 4º da LSA. Com relação à própria companhia e às pessoas a elas ligadas, opera-se também a vedação à negociação durante o período de quinze dias que anteceder a divulgação das informações financeiras trimestrais ou anuais, exceto nas hipóteses previstas na própria ICVM 358” (PITTA, André Grûspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013).

⁶⁷ “Há uma percepção generalizada no mercado de que negociações em períodos próximos à divulgação dos resultados financeiros, por pessoas próximas a companhia, são prejudiciais à credibilidade do mercado.” (CVM, Edital de Audiência Pública SDM nº 06/20, que iniciou os debates sobre a criação da Resolução 44).



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.gov.br/cvm

“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.” (grifei)

146. Por sua vez, o §3º, II, do mesmo artigo 13 expande a proibição do *caput* para os casos em que há, por exemplo, plano de recompra de ações em curso ou em que tenha sido outorgada opção ou mandato para esse fim⁶⁸⁻⁶⁹.

“§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.**” (grifei)

147. Como já tive oportunidade de me pronunciar⁷⁰, no Brasil vigora a regra de vedação à negociação das próprias ações pelas companhias, conforme a Lei 6.404/76, art. 30, *caput*.⁷¹

⁶⁸ ICVM 358/2002. Art. 13, §3º, II. “(A vedação do caput também prevalecerá...) 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”.

⁶⁹ A vedação à negociação em período de recompra pela companhia não foi reproduzida na Resolução CVM nº 44/2021, que substituiu a Instrução CVM nº 358/2002, de modo que a proibição de negociação nesse período não existe mais na Regulação do Mercado de Capitais.

⁷⁰ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *et al*; Aquisição das Próprias Ações e Participação Recíproca. *In*:. **Temas de Direito Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. págs. 91-102.

⁷¹ Lei 6.404/76. Art. 30. “A companhia não poderá negociar com as próprias ações. § 1º. Nessa proibição, não se compreendem: (a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei; (b) a aquisição, para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Contudo, o legislador impôs exceções à regra geral, nos termos do §1º do mesmo art. 30.

148. Para o Mercado de Capitais, há uma grande preocupação em coibir potenciais artifícios que podem ser utilizados nessas operações para ludibriar *stakeholders* ou que possam artificialmente afetar a devida formação de preços do ativo.⁷²

149. Lógica similar justifica a vedação à negociação com ações da companhia, pelo acionista controlador, “*sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia*” (art. 13, §3º, II da Instrução CVM nº 358/2002). A referida vedação tem por objetivo garantir a correta formação do preço e prevenir possíveis condutas irregulares do acionista controlador no curso do programa de recompra.

III.B. Presença (ou Ausência) dos Elementos Teóricos no Caso

150. Segundo a tese acusatória, a venda de ações da JBS pela FB configura violação ao art. 13, §3º, II, da Instrução CVM nº 358/2002, que proíbe os acionistas controladores de negociarem valores mobiliários de emissão da companhia enquanto estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações pela própria companhia.

151. Para embasar a acusação, a Área Técnica demonstrou que a FB Participações alienou ações de emissão da JBS no período de 20/04/2017 a 17/05/2017 e, na mesma época

permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; (c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria; (d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída”.

⁷² “Esta proibição visa a impedir que a companhia, mediante a aquisição das suas próprias ações, promova, por via indireta, redução de capital, com restituição de recursos aos sócios, reduzindo a garantia oferecida aos credores sem a observância das disposições destinadas à proteção dos credores nas operações de redução do capital social. (...) A CVM estabeleceu os procedimentos que devem ser adotados pelas companhias para negociarem com suas próprias ações visando, principalmente, a coibir a criação de condições artificiais em relação à negociação das ações e a violação do princípio da imutabilidade do capital social, bem como a assegurar a ampla divulgação da operação” – NASCIMENTO, *op. cit.*, p. 95 – 96.



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.gov.br/cvm

(24/04/2017 e 17/05/2017), a JBS estava adquirindo ações de sua própria emissão no mercado. Como se depreende da tabela abaixo⁷³:

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

152. O comando do art. 13, §3º, II da Instrução CVM nº 358/2002 é objetivo, prescrevendo que é vedada a negociação de ações de emissão da companhia pela sua acionista controladora no curso de aquisições de ações pela própria companhia. Tendo em vista que a FB Participações, acionista controladora da JBS, alienou ações de emissão da Companhia em datas coincidentes com a recompra de tais ações pela própria JBS, me parece que o ilícito restou configurado.

153. Segundo a tese de defesa, a FB Participações não foi notificada sobre o “início das operações” previstas no programa de recompra da JBS, aviso que deveria ter sido feito pelo Diretor de Relações com Investidores da Companhia. Além disso, afirma-se que a FB Participações precisava vender ações da JBS para gerar caixa e quitar dívidas com data de vencimento próximo.

154. Dessa forma, trata-se, segundo a defesa, de hipótese de inexigibilidade de conduta diversa, tendo em vista que, principalmente, (i) a FB não tinha ciência sobre o período vedado e (ii) havia necessidade de realização da operação.

⁷³ Doc. nº 0380862, §29.



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.gov.br/cvm

155. Respeitosamente, dirijo destes pontos colocados pela defesa.
156. Quanto ao primeiro argumento, registro que tais informações poderiam ser facilmente obtidas pela FB Participações no caso. Isso porque, tanto Wesley Batista (diretor presidente da JBS e membro do Conselho de Administração da FB), quanto Joesley Batista (Presidente do Conselho de Administração da JBS, membro do Conselho de Administração e administrador da FB), em função das posições que ocupavam na administração da JBS, tinham condições de obter as informações sobre o início do período vedado e ambos eram integrantes da estrutura de controle da FB Participações⁷⁴.
157. Em relação ao segundo ponto, entendo que a regra que veda a negociação de ações de companhias controladas durante a realização de operações de recompra é objetiva e não comporta flexibilização quanto à necessidade de caixa.
158. Como se verifica da tabela reproduzida acima, as operações de recompra da JBS ocorreram em 8 (oito) dias dentro do período de 1 (um) mês durante o qual a FB Participações alienou ações de emissão da JBS. Havia, portanto, no período em que a surgiu a necessidade de caixa por parte da FB Participações, outras datas em que as ações poderiam ser alienadas, sem implicar em descumprimento do previsto no art. 13, §3º, II, da Instrução CVM nº 358/2002.
159. Portanto, acompanho o Diretor Relator em suas conclusões pela condenação da FB Participações por violação ao disposto no art. 13, §3º, II, da Instrução CVM nº 358/2002.

IV. Quebra do Dever de Lealdade

160. A acusação imputa violação ao dever de lealdade a:

- (i) FB Participações, por ter realizado negócios de posse de informação

⁷⁴ Doc. nº 0380862, §11.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

privilegiada e em período vedado (art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976); e

- (ii) Wesley Mendonça Batista, por, de posse de informação privilegiada, ter participado da manipulação de preços com ações da JBS, de forma a beneficiar a FB Participações (art. 155, §1º da Lei nº 6.404/1976).

IV.A. Considerações Teóricas sobre o Ilícito

161. Dois dispositivos distintos da Lei nº 6.404/1976 citados pela acusação tratam sobre o dever de lealdade nas companhias. Enquanto (i) o parágrafo único do artigo 116 da lei societária determina os deveres que devem ser observados pelo **acionista controlador**, (ii) o artigo 155, §1º da norma trata sobre a responsabilidade dos **administradores**.

(i) O parágrafo único do artigo 116 da Lei nº 6.404/1976

162. O caput do artigo 116 estabelece o conceito de acionista controlador, determinando, no parágrafo único, os deveres que este deve observar:

“Art. 116. (...) 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”.

163. Tendo em vista a relevante posição que ocupa na companhia, com poderes para orientar os rumos da atividade social, o parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6.404/1976 atribui ao controlador o dever de observar o interesse da companhia e dos demais acionistas, no



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.gov.br/cvm

exercício de suas funções⁷⁵.

(ii) O artigo 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976

164. O *caput* artigo 155 da Lei nº 6.404/1976 dispõe expressamente sobre o dever de lealdade dos administradores, apresentando um rol exemplificativo de condutas vedadas. Em complemento, o §1º do mesmo dispositivo dispõe:

“§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.”

165. Dessa forma, observa-se que o §1º acima transcrito tem uma dupla função: (i) de um lado, manter a discrição sobre os negócios da companhia; e (ii) de outro lado, vedar as situações de *insider trading*. Assim explica Nelson Eizirik:

“No primeiro caso, impõe-se o dever de sigilo quando existir um interesse legítimo da companhia em manter certos fatos em segredo, isto é, sempre que a sua divulgação possa resultar em eventual ‘perigo’ para a condução dos negócios sociais, ou que possa atribuir vantagem a algum concorrente. A obrigação de reserva, nessas situações, está relacionada à ‘confidencialidade’ de uma informação, isto é, o dever de sigilo impõe-se enquanto as informações forem desconhecidas do público.

⁷⁵ Como explicado pela Diretora Luciana Dias, no âmbito do PAS CVM nº RJ2012/1131, j em 26/05/2015: “26. A doutrina reconhece que o controlador é capaz de influenciar as atividades da companhia e de orientar o funcionamento dos órgãos sociais por meio de mecanismos que transcendem as deliberações nos conclaves sociais. Por essa razão, as obrigações aplicáveis ao controlador também superam aquelas destinadas aos acionistas em geral nos termos do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, e que se concentram sobre o exercício do direito de voto. 27. Esse fato me parece de particular relevância no presente caso. O reconhecimento de que a atuação do acionista controlador não se limita à atuação em assembleias gerais aproxima a norma da realidade econômica, tal como almejado pelo legislador quando da edição da Lei nº 6.404, de 1976. Essa atuação de forma mais ampla passa a ser esperada do controlador, incorporando o dever ativo de fazer com que a companhia realize o seu objeto social, enquanto atende aos interesses das pessoas e grupos indicados em lei, dentre os quais o dos acionistas minoritários”.



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.gov.br/cvm

(...)

O segundo aspecto do sigilo veda a prática do chamado ‘insider trading’. O administrador, em razão de sua posição fiduciária em relação à sociedade e seus sócios, deve guardar sigilo sobre qualquer informação relevante da companhia, da qual tenha conhecimento em razão de seu cargo, sendo-lhe proibido valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante a compra ou venda de valores mobiliários.⁷⁶

IV.B. Presença (ou ausência) dos elementos teóricos no caso

166. Feitas as considerações teóricas, passo a analisar as condutas individualmente imputadas aos acusados como violação ao dever de lealdade.

IV.B.1. Quebra do dever de lealdade da FB, na qualidade de acionista controladora

167. Com base no **parágrafo único do artigo 116 da Lei nº 6.404/1976**, a acusação imputa quebra do dever de lealdade à FB Participações pelo fato de ter: **(i)** negociado as ações de emissão da JBS de posse de informação privilegiada; e **(ii)** negociado as referidas ações em período em que estava em curso a recompra de ações pela própria JBS.

(i) O dever de lealdade e a acusação de insider trading

168. Como exposto acima, entendo que não há no caso concreto elementos suficientes para a configuração do *insider trading*. Dessa forma, tendo em vista a interligação entre as acusações, acompanho o entendimento do Diretor Relator no sentido de que não há que se falar em quebra do dever de lealdade do acionista controlador por uso indevido de informação privilegiada.

(ii) O dever de lealdade e a acusação de negociação durante as operações de recompra

169. Quanto à suposta violação ao dever de lealdade em razão da negociação em período

⁷⁶ EIZIRIK, Nelson Laks *et al.* **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 601.



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.gov.br/cvm

vedado, observo que tal vedação busca proteger os legítimos interesses da companhia e de seus *stakeholders* contra possíveis atos irregulares do acionista controlador e dos administradores.

170. Afinal, a negociação pelo controlador de ações de emissão da companhia no mesmo período em que a sociedade está recomprando suas ações no mercado poderia, em determinadas situações, produzir um potencial impacto indesejado na cotação ou volume dos valores mobiliários. Assim, a fim de preservar os interesses da companhia na implementação do programa de recompra, a norma vigente à época vedava a negociação pela controladora de ações da companhia em tais períodos.

171. Note-se que a ligação estabelecida entre a violação ao dever de lealdade e a negociação em período vedado não necessariamente se confunde com aquela estabelecida entre a violação desse dever e outras infrações, como o *insider trading* e a manipulação de preços. No caso do *insider trading*, busca-se tutelar, principalmente, o aproveitamento pelo administrador de informações privilegiadas obtidas em razão do cargo, à revelia da companhia. No caso da manipulação de preços com ações da companhia, busca-se preservar, em especial, a adequada formação de preços dos seus valores mobiliários.

172. Já no caso da negociação em período vedado por força de programa de recompra, um dos potenciais prejuízos ao interesse da companhia decorreria da realização de negócios pela companhia com as suas ações a um preço ou volume que não refletiria as forças naturais do mercado.

173. Diante disso, entendo que restou caracterizada a violação ao dever de lealdade por parte da FB Participações ao negociar com ações de emissão da JBS no mesmo período em que estava sendo implementado o programa de recompra. A negociação pela FB Participações de ações de emissão da Companhia em período vedado é incompatível com as proteções pretendidas pela regra e, portanto, com os interesses da companhia.

174. Segundo a tese de defesa, não haveria que se falar em quebra do dever de lealdade, pois a FB não tinha conhecimento sobre a existência do período vedado. Isso porque o Diretor



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.gov.br/cvm

de Relações com Investidores da JBS não teria cumprido com seu dever de notificar a controladora sobre o início do período de restrição.

175. Entretanto, como também explicado acima, espera-se de todos os agentes de mercado a verificação de conformidade entre os seus atos e o ordenamento jurídico vigente, especialmente em se tratando de administradores e controladores de companhia aberta⁷⁷. No caso concreto, a FB teria plenas condições de tomar conhecimento do momento em que as operações de recompra começaram a ser realizadas, inclusive considerando a posição que Wesley e Joesley Batista ocupavam na administração de ambas as sociedades.

176. Neste ponto, portanto, acompanho o entendimento do Diretor Relator no sentido de que a acionista controladora violou o art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/76 ao ter negociado ações da JBS em período expressamente vedado pelo art. 13, §3º, II, da Instrução CVM nº 358/2002.

IV.B.2. Quebra do dever de lealdade de Wesley Batista, na qualidade de administrador da JBS

177. Como mencionado, a SPS sustenta que Wesley Batista, na posição de administrador da JBS, teria violado o seu dever de lealdade ao participar da manipulação da cotação de ações de emissão da JBS, de posse de informação privilegiada e de forma a beneficiar a FB Participações.

178. De fato, a realização de negócios de posse em informação privilegiada, se configurada, pode implicar na quebra por parte do administrador de seu dever de lealdade perante os acionistas. Afinal, trata-se da realização de negócios com a finalidade de obter vantagem à revelia dos demais investidores, em posição de assimetria informacional decorrente das posições ocupadas pelo administrador na companhia.

⁷⁷ Adicionalmente, veja-se o art. 3º da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro (LINDB), no sentido ninguém se escusa de cumprir a lei, alegando que não a conhece.



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.gov.br/cvm

179. Da mesma forma, a manipulação de preços com ações da companhia de modo a beneficiar acionista controladora poderia, também em tese, configurar uma violação pelo administrador do seu dever de lealdade perante os acionistas.

180. No presente caso, entretanto, como já explorado neste voto, entendo que não restou caracterizada a negociação com informação privilegiada e nem a manipulação de preços por parte de Wesley Batista. Por esse motivo, a imputação de violação ao dever de lealdade tampouco pode prosperar neste aspecto.

V. Abuso de Poder de Controle

181. Por fim, a acusação imputa à FB responsabilidade por abuso de poder de controle ao ter negociado ações da JBS, em suposta violação ao art. 117 da Lei nº 6.404/1976.

V.A Considerações Teóricas sobre o Ilícito

182. O *caput* do art. 117 da Lei nº 6.404/1976 determina expressamente que o controlador responde por atos de abuso de poder. Com o objetivo de atribuir maior concretude ao texto da regra, o legislador editou o §1º do mesmo dispositivo, apresentando um rol exemplificativo de modalidades de abuso do poder de controle, que deve ser avaliado conforme as peculiaridades do caso concreto⁷⁸.

183. De forma complementar, o artigo 1º da Instrução CVM nº 323/2000 (revogada pela Resolução CVM nº 2/2020) apresenta uma lista de outras hipóteses que podem configurar exercício abusivo do poder de controle. Dentre elas, destaca-se no presente PAS a seguinte regra:

⁷⁸ “A enumeração do art. 117 é exemplificativa, em razão da possibilidade de outras formas de abuso de poder, dos objetivos almejados pela lei e para proteger os interesses internos e externos da companhia contra conduta lesiva do controlador.” (RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de Voto nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 363).



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.gov.br/cvm

“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; (...)”

184. Uma das situações não expressamente transcritas no §1º do artigo 117 da lei societária ou na Instrução CVM nº 323/2000 pode ser a realização de atos ilegais pelo acionista controlador em contraposição ao interesse da companhia. Assim explica, por exemplo, o Diretor Henrique Machado no PAS CVM nº 06/2016:

“Nestes termos, as imputações de responsabilidade aos acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal contidas na Lei nº 6.404/76 incluem à inobservância do dever jurídico de atuar conforme à lei e ao estatuto social, podendo caracterizar, por isso, exercício irregular do poder de controle e descumprimento de deveres fiduciários estabelecidos na Lei das S/A. Assim, em casos que tais, poder-se-ia afirmar que a infração à regra estatutária se equipara a uma infração à própria lei.”⁷⁹

185. De forma geral, a configuração do ilícito de abuso do poder de controle depende da comprovação de que o controlador não agiu em linha com o interesse social.

186. Além disso, é elemento essencial da infração que exista uma irregularidade relacionada às prerrogativas conferidas ao controlador. Isto é, deve haver relação entre a conduta e os efetivos poderes conferidos pelo conjunto de ações que asseguram o controle acionário. Assim explica Nelson Eizirik:

“O poder de controle constitui, com efeito, um poder vinculado ao objetivo de ‘fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social’ (artigo 116, parágrafo único) tendo o controlador deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, para com os

⁷⁹ PAS CVM nº 06/2016, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 24/08/2020.



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.gov.br/cvm

empregados e para com a comunidade. Quando o controle for exercido contrariamente a estas finalidades relacionadas pela lei, estará configurado o abuso desse poder. **Assim, o abuso de poder de controle caracteriza-se pela prática de uma infração no exercício da prerrogativa legal de controle acionário.**⁸⁰ (grifei)

187. Portanto, entende-se que o abuso do poder de controle é configurado quando, no caso concreto, o controlador aproveita-se de suas prerrogativas legais para satisfazer interesses pessoais em prejuízo do interesse social.

V.B. Presença (ou Ausência) dos Elementos Teóricos no Caso

188. A área técnica entendeu que a FB Participações teria abusado do seu poder de controle ao ter vendido ações de emissão da JBS, de forma a se beneficiar à revelia dos demais acionistas.

189. Nessa linha, a SPS sustenta que “*o fundamento para regulamentar o uso de informação privilegiada por parte dos acionistas controladores (...) encontra-se nos artigos 116, parágrafo único e 117, ambos da Lei nº 6.404/1976, os quais estabelecem 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 predominância*” (grifei).

190. Assim, na leitura da Acusação, “*além de caracterizar uma evidente quebra do dever de lealdade, a conduta da controladora, ao vender as ações de emissão da própria JBS, configura, também, o abuso de poder de controle*” (grifei).

191. Não me parece que a venda de ações de emissão da JBS pela FB Participações possa ser considerado um ato de abuso do poder de controle. Tais operações não tiveram por objetivo gerar benefícios indevidos para a FB Participações à revelia dos demais acionistas da JBS, nos termos do art. 1º da então vigente Instrução CVM nº 323/2000.

⁸⁰ EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 523.



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.gov.br/cvm

192. Na verdade, como já explicado neste voto, tais alienações visaram atender a necessidade de caixa da FB Participações, que necessitava de recursos para realizar o pagamento de dívidas que venceriam no curto prazo. Assim, no legítimo exercício do direito de dispor das ações de emissão da JBS, a FB Participações promoveu as vendas, obtendo caixa.

193. Além disso, noto que, na construção da tese acusatória, a imputação de abuso de poder de controle está, em larga medida, amparada pelo suposto uso de informação privilegiada pela FB Participações nos negócios realizados. No entendimento da área técnica, o controlador teria atuado de forma abusiva ao vender ações de emissão da JBS sob a expectativa de desvalorização do ativo após o vazamento do conteúdo da colaboração premiada.

194. Como visto, não há no caso, a meu ver, elementos para suportar a acusação de *insider trading*, de modo que, por consequência, a acusação de abuso de poder de controle tampouco pode prosperar.

VI. Conclusão

195. Pelo exposto, acompanhando as conclusões do Diretor Relator, mas por fundamentos distintos apresentados ao longo desta manifestação, voto pela:

- (i) **Absolvição** de Joesley Mendonça Batista, Wesley Mendonça Batista e J&F Participações S.A., sucessora da FB Participações, da acusação de uso indevido de informação privilegiada (art. 155, §1º da Lei nº 6.404/1976 e art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002);
- (ii) **Absolvição** de Joesley Mendonça Batista, Wesley Mendonça Batista e J&F Participações S.A., sucessora da FB Participações, da acusação de manipulação de preços (itens I e II, alínea “b” da Instrução CVM nº 08/1979);
- (iii) **Condenação** da J&F Participações S.A., sucessora da FB Participações, por



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.gov.br/cvm

- (a) negociação de ativos em período vedado (art. 13, §3º, II da Instrução CVM nº 358/2002), e (b) violação ao dever de lealdade (art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976), a pena de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais);
- (iv) **Absolvição** de (a) J&F Participações S.A., sucessora da FB Participações, da acusação de quebra do dever de lealdade por ter supostamente negociado com ações da JBS de posse de informação privilegiada (art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976); e (b) Wesley Mendonça Batista por, de posse de informação privilegiada e ao participar da manipulação de preços de forma a beneficiar a FB Participações, violar o dever de lealdade (art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/1976); e
- (v) **Absolvição** da J&F Participações S.A., sucessora da FB Participações, da acusação de abuso de poder de controle (art. 117, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 1º, XIII da Instrução CVM nº 323/00).

É como voto.

Rio de Janeiro, 29 de maio de 2023.

João Pedro Nascimento

Presidente