



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005388/2017-11

Reg. Col. 1168/18

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

Assunto: Apuração de responsabilidade por operações com derivativos cambiais, com uso de práticas não equitativas, em violação à Instrução CVM nº 8/1979.

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Voto: Diretora Flávia Perlingeiro

VOTO VISTA

I INTRODUÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela SPS¹ e pela PFE-CVM (em conjunto, “Acusação” ou “SPS/PFE”), para apurar responsabilidades que foram imputadas a: (i) **Wesley Mendonça Batista** (“Wesley Batista”), na qualidade de diretor presidente da JBS S.A. (“JBS”) e presidente do conselho de administração (“CA”) da Eldorado Brasil Celulose S.A. (“Eldorado”), à época dos fatos, por ter ordenado a compra de contratos derivativos de dólar (“Derivativos Cambiais”) com uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM (“ICVM”) nº 8/1979, Item II, “d”², consoante então vigente³, em operações efetuadas em nome da JBS, da Seara Alimentos Ltda. (“Seara”) e da Eldorado; e (ii) da **JBS**, da **Seara** e da **Eldorado**, beneficiárias das respectivas operações realizadas com o uso de práticas não equitativas, também por infração à ICVM nº 8/1979, Item II, “d” (Wesley Mendonça, JBS, Seara e Eldorado, em conjunto, “Acusados”).

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

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

² I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, (...) e o uso de práticas não equitativas. II – Para os efeitos desta Instrução, conceitua-se como: (...) d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

³ A ICVM nº 8/1979 foi revogada e substituída pela Resolução CVM (“RCVM”) nº 62, de 19.01.2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

3. Na ocasião, o ilustre Relator concluiu pela improcedência de todas as acusações formuladas no âmbito deste PAS e os demais membros do Colegiado optaram por antecipar seus votos no mesmo sentido, tendo, assim, formado maioria em favor da absolvição de todos os Acusados neste PAS.

4. De todo modo, ainda que este voto possa não repercutir sobre o resultado do julgamento, cabe-me apresentar minha visão sobre as condutas objeto das acusações formuladas neste PAS, bem como acerca dos fundamentos em que me amparo para, respeitosamente, divergir, explicitando os aspectos de mérito em relação aos quais tenho entendimento distinto⁴, sem preliminares a serem enfrentadas⁵.

II ORIGEM E SÍNTESE DA TESE ACUSATÓRIA

5. Este PAS originou-se: (i) do Inquérito Administrativo (“IA”) CVM nº 19957.005388/2017-11, instaurado em 30.05.2017⁶, que teve por objeto a “*apuração de eventual uso indevido de informação privilegiada por parte da JBS S.A. em negócios com contratos de dólar futuro, nos mercados de bolsa e balcão regulados pela CVM, em abril e maio de 2017*”; e (ii) do IA nº 19957.006589/2017-35, instaurado em 18.07.2017⁷, para fins de “*apuração de eventual uso indevido de informação privilegiada por parte da Eldorado Brasil Celulose S.A. e da Seara Alimentos Ltda., em negócios com contratos derivativos de dólar, nos mercados de bolsa e balcão regulados pela CVM, em maio de 2017*”.

6. No âmbito das investigações conduzidas no IA nº 19957.005388/2017-11, a Acusação teve interações com os Acusados, a J&F, a JBS, funcionários e outros administradores da JBS, diversas

⁴ A propósito, vale destacar, como também fiz no voto apresentado, nesta data, no PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, a tratar do ilícito de *insider trading*, que, nesse aspecto, são igualmente aplicáveis neste caso, as pertinentes ponderações apresentadas, em artigo recente, por Ana Luiza Guimarães Mendonça e Francisco Müssnich: “*Ainda que a prova indiciária esteja, em larga medida, sujeita a avaliações e interpretações subjetivas do julgador, diante da dificuldade em se produzir provas diretas sobre a autoria e materialidade do ilícito, conclui-se que o seu uso é mais do que necessário para impedir a impunidade dos insiders e garantir a efetividade da atuação da CVM na proteção da higidez do mercado. Isso não quer dizer, contudo, que o intérprete estará livre para valorar os indícios disponíveis nos autos da forma que melhor lhe aprouver. Suas conclusões acerca do caso deverão estar respaldadas em uma detalhada linha argumentativa, devidamente amparada em fundamentos jurídicos. Assim, ao fazer uso da prova indiciária, o julgador chama para si a responsabilidade de demonstrar com racionalidade que, diante dos fatos e das provas produzidas nos autos, há razoável certeza sobre a ilicitude da conduta do agente que se pretende responsabilizar pelo ilícito de insider trading. Nesses casos, é necessário que se demonstre que, tanto os argumentos de acusação quanto os de defesa, foram devidamente apreciados e sopesados, indicando os motivos pelos quais se decidiu seguir por um ou por outro caminho.*” (grifos aditados) (“O uso da prova indiciária em condenações administrativas pelo ilícito de *insider trading*” in Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais / Gustavo Machado Gonzalez (Coordenação) – São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2023, p. 171).

⁵ Como apontou o voto do Relator: “*Em sua defesa (doc. 0520111), Wesley Batista requereu, preliminarmente, a atribuição de caráter confidencial à peça de defesa e seus anexos, o que foi parcialmente atendido por esta Autarquia, em conformidade com o disposto na Lei Complementar nº 105/2001 (doc. 0559999)*”.

⁶ Cf. Portaria CVM/SGE/Nº 131, de 30.05.2017 (Doc. 0292109). A instauração do referido IA decorreu de recomendação contida no Relatório nº 9/2017-CVM/SMI/GMA-2 (Doc. 0288795), produzido no âmbito de investigação inicialmente conduzida pela SMI, nos autos do Processo CVM nº 19957.004545/2017-71.

⁷ Cf. Portaria CVM/SGE/Nº 167, de 18.07.2017 (Doc. 0322111). A instauração do referido IA decorreu de recomendação contida no Relatório nº 12/2017-CVM/SMI/GMA-2 (Doc. 0310651), elaborado no âmbito de investigação inicialmente conduzida pela SMI, nos autos do Processo CVM nº 19957.005745/2017-41.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

corretoras e instituições financeiras, a BM&F Bovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), o Ministério Público Federal (“MPF”) e a Polícia Federal⁸.

7. O IA nº 19957.006589/2017-35, a seu turno, após devidamente instruído, foi anexado ao IA nº 19957.005388/2017-11, conforme decidido no âmbito da SPS, “[t]endo em vista a similaridade de objetos, a conexão dos fatos apurados e, por fim, os indícios suficientes de mesma autoria obtidos para acusação (...) em obediência ao princípio constitucional da eficiência (art. 37, caput, da CF/88)”⁹.

8. Ao final, ao ver da SPS e da PFE-CVM, foram reunidos elementos de materialidade e autoria necessários à configuração dos ilícitos de uso de práticas não equitativas de que se trata, tendo assim lavrado o Relatório nº 2/2017-CVM/SPS/GPS-3, em 08.12.2017 (“RI” ou “Peça de Acusação”)¹⁰.

9. Observo, ainda, que este PAS é conexo a outros três processos sancionadores, sendo que dois deles também tiveram seus julgamentos iniciados em 29.05.2023 e suspensos em razão de pedidos de vista por mim apresentados. Tais dois processos tratam de operações no mercado de valores mobiliários envolvendo, respectivamente, negociações com derivativos de juros e com ações de emissão da JBS¹¹.

10. O terceiro PAS conexo diz respeito à alegada falta de diligência de membros do CA da JBS no monitoramento da Política de Hedge da companhia, em alegada infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, o qual não teve o seu julgamento iniciado juntamente com os demais¹², encontrando-se em

⁸ Em atenção a pedido feito pela Polícia Federal, o MM. Juízo Federal da 6ª Vara Criminal Especializada em Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e em Lavagem de Valores de São Paulo, no âmbito do Inquérito Policial IPL 0120/2017 – DELECOR/SR/PF/SP (Processo nº 0007054-83.2017.403.6181), determinou o compartilhamento dos elementos de prova relativos aos processos administrativos em trâmite na CVM, informados no Comunicado ao Mercado nº 02/2017, disponibilizado na página da CVM na rede mundial de computadores (Doc. 0371399). Esse mesmo Juízo, no âmbito desse processo, também autorizou mandado de busca e apreensão nas empresas JBS, FB Participações e J&F, que culminou na “Operação Tendão de Aquiles” da Polícia Federal, tendo autorizado o compartilhamento das informações colhidas com a CVM, inclusive com a participação da Autarquia no cumprimento dos mandados (Doc. 0371400).

⁹ Cf. Despachos de 07.12.2017 (Docs. 0402094 e 0402689) e Termo de Anexação de 08.12.2017 (Doc. 0402693).

¹⁰ Doc. 0403392.

¹¹ Trata-se: (i) do PAS CVM 19957.005390/2017-90, tendo como acusados Joesley Mendonça Batista (“Joesley Batista”), Wesley Batista e J&F Investimentos S.A. (“J&F”), na qualidade de sucessora da FB Participações S.A. (“FB Participações”), acerca de responsabilidades por alegadas 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 e da FB Participações com ações de emissão da JBS; e (ii) do PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, tendo como acusados Emerson Fernandes Loureiro, Joesley Batista e J&F, sobre responsabilidades por alegado uso de práticas não equitativas (ICVM nº 8/1979, II, alínea “d”) em operações com derivativos de taxa de juros realizadas pelo Banco Original S.A.

¹² Trata-se do PAS CVM nº 19957.001225/2018-40, em que figuram como acusados Joesley Batista, Wesley Batista, José Batista Sobrinho, Humberto de Farias e Tarek Farahat. A motivação para a realização do julgamento em separado foi explicitada no voto proferido pelo Diretor Otto Lobo, relator dos processos conexos, no início do julgamento do PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, valendo destacar os seguintes trechos: “9. *Diferentemente dos 3 (três) primeiros processos acima indicados, a realização de negócios jurídicos por suposta influência do Acordo de Colaboração Premiada não constitui o núcleo da imputação do PAS CVM nº 19957.001225/2018-40 — que versa tão somente sobre deveres fiduciários de conselheiros de administração da JBS. 10. Com efeito, por mais que os processos estejam ligados por circunstâncias fáticas (Resolução CVM nº 45, art. 36, II), (...) não se analisará, nesse último, a motivação ou legalidade das referidas operações,*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

fase de cumprimento de termo de compromisso (“TC”) celebrado pelos respectivos acusados com a CVM, em 05.10.2023¹³.

11. No caso vertente, como se depreende do RI, a caracterização da infração administrativa imputada aos Acusados está fundada nos seguintes pressupostos:

- (i) Wesley Batista detinha informação sigilosa que, uma vez divulgada, impactaria fortemente a cotação do dólar (v., especialmente, itens 5, 6, 9, 21, 22, 25, 234, 235 do RI);
- (ii) A posse dessa informação o colocava em posição de desigualdade em relação aos demais participantes do mercado de derivativos de dólar (v., especialmente, itens 240, 245, 301 do RI);
- (iii) Wesley Batista aproveitou-se de oportunidades de obter ganhos nesse mercado, mediante negociação dos Derivativos Cambiais, motivado pela posição de desigualdade informacional em que se encontrava (v., especialmente, itens 109, 110, 138, 139, 183, 184, 189, 190, 193 a 205, 207, 210 e 211, 245, 304 do RI);
- (iv) Wesley Batista controlava as decisões de JBS, Seara e Eldorado quanto à negociação dos Derivativos Cambiais no Período Suspeito, tendo dado ordens para início da execução das operações, de que foram beneficiárias tais sociedades (v., especialmente, itens 52, 53, 55 a 63, 73, 74, 139 a 153, 183, 184, 206, 236, 252, 257, 258, 270, 294, 295, 301 a 304 do RI); e
- (v) Por conseguinte, a negociação dos Derivativos Cambiais com uso da informação não detida pelos demais participantes das operações em questão colocou os Acusados em indevida posição de desequilíbrio, caracterizando o uso de prática não equitativa (v., especialmente itens 237 a 241, 245, 246, 260, 264, 296, 300, 301, 304 do RI).

III USO DE PRÁTICAS NÃO EQUITATIVAS

12. O uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários é definido e vedado nos termos da ICVM nº 8/1979, em textual:

“I - **É vedada** aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e **o uso de práticas não equitativas**.

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

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela **de que resulte**, direta ou

e sim o cumprimento dos deveres fiduciários pelos conselheiros de administração da JBS. 11. Ademais, destaco que está em curso, no PAS CVM nº 19957.001225/2018-40, a análise de propostas de termo de compromisso apresentadas por todos os acusados. (...) 14. Ademais, foram proferidos, recentemente, despachos de indeferimento de produção de provas nos PAS CVM nos 19957.005388/2017-11 e 19957.005390/2017-90 e, em relação aos PAS CVM nos 19957.003549/2018-12 e 19957.001225/2018-40, não existem pleitos de produção de provas a serem apreciados. Dessa forma, verificado o encerramento da fase probatória de todos os processos em questão, não vislumbro “risco de prolação de decisões contraditórias ou conflitantes casos decididos separadamente” (Resolução CVM nº 45/01, art. 36, §6º, II). (...) 17. Dessa forma, em atenção ao princípio da eficiência processual e razoável duração do processo, não vislumbro prejuízos no julgamento dos processos (...) antes do PAS nº 19957.001225/2018-40 — que, ressalta-se, possui propostas de termo de compromisso de todos os acusados ainda pendente de análise —, em linha com prática já adotada por esta Autarquia”.

¹³ Doc. 1897234.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

indiretamente, efetiva ou potencialmente, um **tratamento para qualquer das partes**, em **negociações com valores mobiliários**, que a coloque em uma **indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade** em face dos demais participantes da operação.” (grifou-se)

13. Consoante assentado em diversos precedentes do Colegiado, o tipo administrativo de que se trata pode ser decomposto, em seu aspecto objetivo, em três elementos necessários à sua configuração¹⁴:

- (i) a ocorrência de **negociações com valores mobiliários**;
- (ii) uma **posição de desequilíbrio ou desigualdade** para qualquer das partes, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e
- (iii) que o **desequilíbrio existente seja indevido**¹⁵.

14. Destaque-se, ainda, no aspecto subjetivo, tratar-se de **conduta dolosa**, como se afigura quanto a todas as infrações previstas na ICVM nº 8/1979¹⁶.

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

16. Não é de se estranhar, portanto, que sejam variadas as formas pelas quais as infrações previstas na referida norma de conduta podem vir a se concretizar, no plano fático, como se tem observado no decorrer das décadas de atuação da CVM na prevenção e repressão a tais ilícitos administrativos. O caso vertente, diante das peculiaridades que envolve e, bem por isso, de certo ineditismo de alguns de seus aspectos, se apresenta, a meu ver, como mais um exemplo da evidenciação acima e dos desafios que daí decorrem para a sua análise pelo julgador.

17. Feitas essas considerações iniciais, de cunho conceitual, passo, nas seções seguintes, a examinar se estão presentes, neste caso, os elementos caracterizadores da infração imputada aos Acusados.

a) Negociações com Valores Mobiliários

18. De início, destaco que todas as infrações objeto deste PAS dizem respeito a negociações com

¹⁴ v. referências no julgamento do PAS CVM nº 03/2015, em 22.09.2020, de minha relatoria.

¹⁵ P.ex., v. PAS CVM nº 04/2010, Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 23.11.2014.

¹⁶ Consoante explicita a manifestação de voto do conselheiro Johan Albino Ribeiro, no Acórdão CRSFN nº 8381/08, referente ao Recurso CRSFN nº 4321, j. em 23.06.2008: “Não restou qualquer dúvida de que tanto a CVM, como este Conselho reconheceram neste, e em outros julgamentos, que as figuras ilícitas previstas na Instrução CVM nº 08/79 requerem a constatação do dolo. Todas as condutas ali previstas estão marcadas por verbos que indicam ações de vontade: criar, manipular, realizar e usar, portanto, com componente volitivo indiscutível.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Derivativos Cambiais¹⁷ feitas entre 05 e 17.05.2017 (“Período Suspeito”) por JBS, Seara e Eldorado. O dia 17.05.2017 veio a ficar notoriamente conhecido como “Joesley Day”, diante dos impactos da divulgação das Delações Premiadas sobre o mercado e o cenário político.

19. Os Derivativos Cambiais foram negociados, conforme o caso, por meio (i) de contratos NDF (*Non Deliverable Forward* – “NDF”), também denominados Contratos a Termo de Moeda sem Entrega Física, operados em mercado de balcão, e (ii) de contratos futuros de dólar, negociados em bolsa, sob o código DOLM17, com vencimento 01.06.2017.

20. De acordo com a Lei nº 6.385/1976, contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes, são considerados valores mobiliários (art. 2º). Não há, portanto, dúvida de que se trata de caso envolvendo a negociação com valores mobiliários.

21. Nada obstante, em sua defesa, a Eldorado, que operou exclusivamente com NDF no Período Suspeito, advoga que sua conduta foi atípica, com base, em síntese, nos fundamentos abaixo:

- (i) A alínea “d” do Item II da ICVM nº 8/1979 restringiu sua incidência aos casos de “*negociações*” realizadas “*no mercado de valores mobiliários*”, mas as operações de NDF são realizadas privadamente entre as partes, estando apenas sujeitas a registro no mercado de valores mobiliários (interpretação literal);
- (ii) A ICVM nº 461/2007, ao disciplinar o registro (art. 98¹⁸), atribuiu às entidades administradoras de mercado de balcão organizado a obrigação de coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, nada dispondo sobre práticas não equitativas, diferentemente do que ocorre no art. 97¹⁹, ao disciplinar os sistemas de negociação (interpretação sistemática);
- (iii) A preocupação com a confiabilidade dos investidores no mercado de capitais e, mais precisamente, no seu adequado e eficiente funcionamento, a qual fundamenta a vedação ao uso de práticas não equitativas, não se justifica no registro das operações. Tais finalidades são concretizadas, mais diretamente, a partir de uma proteção à equidade nas negociações e à higidez do processo de formação de preço. No caso de negociações privadas, essas preocupações não se justificam. A preocupação com o adequado e eficiente funcionamento do mercado é apenas uma preocupação imediata, fundada na preocupação de estimular o

¹⁷ Segundo o RI, foram desprezadas, em toda a análise das posições da JBS, as posições em *Swaps*, em saldo, pouco significativas. De acordo com a Acusação, também justifica a exclusão o declarado pelo Diretor de Controle de Riscos da JBS em depoimento à Polícia Federal: “*o NDF é o mais adequado ao curto prazo, que é a necessidade de hedge da empresa JBS, já o SWAP cambial serviria melhor para prazos mais longos, além de possuir uma desvantagem quanto à tributação, de modo que não é o instrumento escolhido pela JBS para realizar proteção cambial.*” (Doc. 0371447, pergunta 10).

¹⁸ Art. 98. As regras e procedimentos do mercado de balcão organizado que funcione como sistema de registro devem permitir à entidade administradora identificar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários.

¹⁹ Art. 97. As regras de negociação do sistema de negociação do mercado de balcão organizado devem: I – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados em seus ambientes; II – assegurar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em seus ambientes, observadas as distinções entre categorias que venham a ser estipuladas em seu estatuto e regulamento; e III – evitar ou coibir práticas não-equitativas em seus ambientes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

investidor a aplicar sua poupança em valores mobiliários e, nesse sentido, pode-se dizer que a vedação ao uso de práticas não equitativas se fundamenta, também, no objetivo de tutelar a confiabilidade e a credibilidade dos investidores de que o mercado funciona de forma regular e eficiente. Na prática, a CVM busca proteger o funcionamento adequado e eficiente do mercado a partir da proteção de alguns pilares de funcionamento desse mercado, a saber: o “princípio da equidade nas negociações”, o adequado processo de formação de preço e a ampla transparência das informações. Esquemáticamente, portanto, pode-se dizer que são preocupações que fundamentam a vedação ao uso de práticas não equitativas as seguintes: (a) mais diretamente, a equidade nas negociações, a higidez no processo de formação de preço e a ampla transparência de informações; e (b) indiretamente, a confiabilidade e a credibilidade dos investidores no mercado de capitais e o funcionamento adequado e eficiente do mercado de capitais. No entanto, nenhuma dessas preocupações se verifica em operações negociadas de forma privada e só posteriormente levadas a registro no mercado de valores mobiliários, como é o caso de operações de NDF (interpretação teleológica);

- (iv) Não existe risco de lesão à confiança e à credibilidade dos investidores em operações meramente registradas, uma vez que não há acesso à poupança popular, mas apenas uma relação privada entre duas partes sofisticadas, que não necessitam da proteção da CVM, que reconhece a dinâmica própria dessas operações e as tratou de forma diversa em diferentes oportunidades, p.ex.: (a) a ICVM nº 468/2008, no art. 2º, exige prévia aprovação, pela CVM, dos modelos de contratos derivativos negociados em mercado organizado, ao passo que, em relação aos contratos de derivativos apenas submetidos a registro no mercado organizado, basta a aprovação das entidades administradoras do mercado organizado, a demonstrar que esses últimos mereceram um regime de aprovação mais flexível, por serem resultado de negociação bilateral normalmente envolvendo participantes com experiência e *expertise* relacionadas ao mercado significativamente superiores àquelas do investidor comum; (b) no Processo CVM nº SP 2012/0139, j. em 29.01.2013, a CVM decidiu que diversos dispositivos da ICVM nº 505/2011 não deveriam se aplicar no caso de operações de mercado de balcão, tipicamente bilaterais e realizadas por tesourarias sob demanda dos clientes;
- (v) O “princípio da equidade nas negociações” visa conferir efetividade ao objetivo maior de promover um mercado de capitais eficiente, surgindo, assim, como um *plus* ao regramento típico das operações e, até pelo seu próprio fundamento, somente se justifica quando há algum efeito sobre o mercado. Tal princípio está relacionado à possibilidade de prejuízo à poupança popular, de modo que, em operações só registradas (e não negociadas no mercado), não há lesão a tal princípio. Na negociação de NDF, os possíveis efeitos danosos estão restritos aos contratantes, devendo ser discutidos no âmbito da relação bilateral entre eles mantida;
- (vi) O adequado processo de formação de preço pressupõe que este não deva sofrer interferências indevidas nem diretas nem indiretas, sendo que, por conta disso, a precificação dos ativos com base na lei da oferta e da demanda é uma das preocupações que amparam a vedação ao uso de práticas não equitativas. Os NDF em nada influenciam no preço de referência do mercado, que se baseia nas negociações da moeda em bolsa, ou seja, embora o preço do NDF seja normalmente fixado com base na cotação do mercado do dólar (i.e., costuma considerar a cotação da moeda no mercado à vista do dólar (*spot*) e no mercado futuro, além de expectativas sobre o comportamento da moeda e de outros fatores estruturais (taxas de juros e de inflação doméstica e internacional), mas o contrário não ocorre: a cotação do mercado futuro não é afetada pela celebração de um NDF, decorrendo apenas do confronto das respectivas ordens de compra e venda e as partes não utilizam os sistemas de negociação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

próprios de mercado organizado, com regras próprias para a formação de preços. Os NDF não ameaçam a higidez no processo de formação de preços;

- (vii) A ampla transparência das informações, sejam explícitas (relativas aos emissores de valores mobiliários), sejam implícitas (relativas às ofertas enviadas aos sistemas de negociação e aos negócios cursados no mercado) é outro pilar de funcionamento do mercado. Embora tais informações tenham inegável importância para o funcionamento dos mercados em geral, a preocupação com a transparência das informações é menos que secundária no caso das regras que envolvem prática não equitativa, que não se relacionam com um dever de verdadeiramente divulgar informações ao mercado (diferentemente das normas sobre *insider trading*) – ainda assim, os contratos NDF nem em tese interferem nesse pilar do mercado de capitais (não é possível que o façam). A verdadeira transparência alimentadora do processo de formação de preços apenas existe nos mercados bursáteis (o mercado de balcão se destina àquilo que não é padronizado). Ademais, algumas informações relativas às operações registradas podem, em determinados casos, ser divulgadas a terceiros e, no mais das vezes, de maneira agregada, porém as informações sobre os negócios com NDF registrados são divulgadas apenas às partes e aos órgãos reguladores, não se podendo cogitar a possibilidade de divulgação de uma informação sobre os NDF que inadequadamente afete o processo de decisão de investidores, pois o registro não serve como referência para tomada de decisão de outros investidores ou para balizar a cotação do ativo;
- (viii) Adicionalmente, o registro de derivativos no mercado de valores mobiliários existe, basicamente, por razões informacionais que não se relacionam às preocupações que fundamentam a vedação ao uso de práticas não equitativas, sendo um subproduto do fato de que derivativos de balcão já eram registrados antes de se submeterem à competência da CVM, pois as informações serviam de subsídio para os reguladores acerca da exposição das instituições financeiras envolvidas em tais transações (análises de risco sistêmico), mas, a partir da crise de 2008 entendeu-se necessário consolidar legalmente essa exigência (conforme exposição de motivos da minuta de MP que veio a ser convertida na Lei nº 12.543/2011, que alterou a Lei nº 6.385/1976);
- (ix) A razão de ser do registro não se refere a qualquer preocupação com práticas não equitativas, que só podem ser utilizadas no momento da negociação no mercado de valores mobiliários;
- (x) As partes contratantes do NDF não utilizam os sistemas de negociação próprios de mercados organizados, de modo que não houve negociação no mercado de valores mobiliários. Por serem não padronizados, NDF são negociados de forma inteiramente privada, fora do mercado de valores mobiliários (aproximação; disponibilização de limite definido à semelhança da avaliação de um empréstimo ou financiamento, perante instituições com as quais têm prévio relacionamento comercial; acordo sobre os termos da operação; celebração e execução), sendo somente depois registrados; e não contam com atributos de circulação e intercambialidade necessárias para serem negociados em mercados organizados; e
- (xi) Ainda que estivessem presentes os elementos formais do tipo, as operações de NDF da Eldorado não acarretaram qualquer efeito sobre os bens jurídicos que se busca preservar com a vedação às práticas não equitativas, não se justificando a atuação punitiva da CVM, faltando também tipicidade material à conduta atribuída à acusada (ainda que de pudesse falar em um dano à contraparte, esse prejuízo não projeta qualquer efeito no mercado).

22. De início, observo que os argumentos apresentados pela defesa da Eldorado aproveitam, ao



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

menos em parte, à JBS, que operou igualmente com NDF, no Período Suspeito, embora tenha efetuado, concomitantemente, negociações em bolsa com contratos futuros de dólar.

23. Reconheço, além disso, que precedentes do Colegiado já explicitaram que o uso de práticas não equitativas pressupõe a ocorrência de negociação “*no âmbito do mercado de valores mobiliários*”²⁰, tal como propugnado pela defesa.

24. Não obstante, entendo que os argumentos trazidos pela defesa não são suficientes para afastar as negociações com NDF, objeto deste PAS, do âmbito de incidência da ICVM nº 8/1979.

25. A ICVM nº 461/2007, então vigente, assim como, atualmente, a RCVM nº 135/2022²¹, abrangem como *mercados regulamentados* de valores mobiliários os mercados *organizados* de *bolsa* e de *balcão*, assim como os mercados de *balcão não organizado* (art. 2º).

26. No caso das operações de derivativos intermediadas pelas instituições financeiras, ou em que essas figurem como contrapartes, como no caso dos NDF, é expressamente reconhecido tratar-se de operações realizadas em *balcão*, nos termos da Resolução CMN nº 3.505, de 25.10.2007, *in verbis*:

“Art. 1º Os bancos múltiplos, os bancos comerciais, as caixas econômicas, os bancos de investimento, os bancos de câmbio, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários podem realizar, no mercado de balcão, no País, por conta própria e de terceiros, operações de swap, a termo e com opções, passíveis de registro em mercados de balcão organizado ou em sistema administrado por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Para os efeitos desta resolução, consideram-se realizadas em mercado de balcão as operações praticadas fora de ambiente de pregão, viva-voz ou eletrônico, com base em contratos bilaterais e parâmetros pactuados entre as partes.

Art. 2º As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil não mencionadas no art. 1º somente podem realizar as operações de que trata esta resolução por conta própria.”²²

27. Como é sabido, operações de NDF, tratando-se de derivativos, devem ser necessariamente registradas, sob pena de invalidade, nos termos do art. 2º, § 4º, da Lei nº 6.385/1976, incluído pela Lei

²⁰ Nesse sentido, v., p.ex., o voto do Dir. Relator Pedro Olívia Marcílio de Souza no PAS CVM nº 28/05, j. em 03.07.2007, citando a “*negociação no âmbito do mercado de valores mobiliários*” como um dos elementos para caracterizar a infração.

²¹ A ICVM nº 461/2007 foi revogada pela RCVM nº 135/2022, que passou a regular o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, mantendo a referida segmentação (art. 2º, inciso VIII).

²² Por envolverem instituições financeiras, o CMN mantém o poder regulatório sobre os requisitos a serem observados pelas instituições financeiras envolvidas nesses contratos derivativos, sujeitas à fiscalização do BACEN, quanto ao ambiente de negociação em que podem atuar, os possíveis ativos subjacentes, formas de contabilização das operações, controles internos e estrutura de governança na realização dessa atividade etc.), com vistas a atender preocupações atinentes à higidez do Sistema Financeiro Nacional, notadamente a solvência das instituições financeiras participantes e o risco sistêmico.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

nº 12.543/2011²³. As instituições financeiras participantes dessas operações já eram obrigadas a registrá-las por força do art. 6º da citada Resolução CMN nº 3.505/2007²⁴.

28. Além disso, a ICVM nº 461/2007 já previa, quanto aos efeitos do registro de negociação, que:

“Art. 3º Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros.

Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.” (grifei)

29. Depreende-se, a *contrario sensu*, que o registro, uma vez efetuado, caracterizava tais operações de mercado organizado de valores mobiliários. Tal atributo do sistema de registro fora esclarecido à época da audiência pública acerca da minuta de instrução que originou a ICVM nº 461/2007, em textual:

“(…) No caso das operações inscritas em sistemas de registro, elas são tratadas como operações de mercado organizado de valores mobiliários, ainda que se trate de negócios essencialmente bilaterais, moldados às necessidades das contrapartes e que são apenas registrados em mercado. O que de mais específico se exige no tocante aos preços praticados nos mercados de registro é que existam sistemas, ou que se adote procedimentos, que propiciem adequada informação sobre os preços das transações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a padrões de negócios similares, permitindo-se (mas não impondo-se) a existência de regras que autorizem a recusa de registro de negócios discrepantes (art. 99).”²⁵ (grifos aditados)

30. A partir das alterações promovidas pela ICVM nº 544/2013, a ICVM nº 461 incorporou novos dispositivos, destinados a regular a prestação dos serviços de registro de valores mobiliários referidos no § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, com redação dada pela Lei nº 12.543/2011, e no art. 28²⁶ da Lei nº 12.810/2013, atribuindo-os exclusivamente às entidades administradoras de mercados de balcão organizado²⁷ e admitindo que disponibilizassem sistemas destinados ao registro de operações com

²³ §4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

²⁴ Art. 6º As operações de que trata esta resolução devem ser registradas em mercado ou em sistema referido no art. 1º.

²⁵ Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 06/07 (pág. 27).

²⁶ Na redação vigente à época dos fatos: “Art. 28. *Compete ainda ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito das respectivas competências: I - autorizar e supervisionar o exercício da atividade de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários; e II - estabelecer as condições para o exercício da atividade prevista no inciso I. Parágrafo único. O registro de ativos financeiros e de valores mobiliários compreende a escrituração, o armazenamento e a publicidade de informações referentes a transações financeiras, ressalvados os sigilos legais*”.

²⁷ Nos termos do § único do art. 1º da ICVM nº 461/2007, incluído pela ICVM nº 544/2013.



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.cvm.gov.br

valores mobiliários originadas fora de seus ambientes de negociação²⁸.

31. Por conseguinte, diante da literalidade das normas supracitadas, forçoso concluir que as operações de NDF objeto deste PAS, intermediadas por instituições financeiras e que nelas também figuram concomitantemente como contrapartes, necessariamente submetidas a registro nos sistemas da B3, consideram-se negociadas ou realizadas no mercado de valores mobiliários, de modo que se sujeitam às vedações da ICVM nº 8/1979, tal como as operações em bolsa com derivativos de dólar futuro.

32. De outra parte, à luz de uma interpretação sistemática, a diferença de redação entre os arts. 97 e 98 da ICVM nº 461/2007, destacada pela defesa, tampouco afasta a possibilidade de uso de práticas não equitativas em negociações com derivativos apenas levados a registro na B3, assim como a competência da CVM de coibir e punir tais irregularidades.

33. Do cotejo entre os arts. 97 e 98 da ICVM nº 461/2007, é possível extrair que a CVM, ao regular a matéria, tenha estimado como pouco provável (ou mesmo inviável) a ocorrência de tais práticas não equitativas quando do registro das operações, não obrigando expressamente a autorreguladora a estipular regras capazes de identificar e coibir tal irregularidade, quando se tratar só de sistema de registro²⁹.

34. Outra explicação para o tratamento distinto no art. 98 é que a entidade administradora do mercado de balcão organizado teria pouca (ou nenhuma) condição de identificar, ao proceder ao registro da operação, o uso de práticas não-equitativas ocorrido no momento da negociação, ocorrida fora de seu controle e supervisão diretos, não recomendando impor que as regras e procedimentos do sistema de registro devessem garantir à entidade administradora identificar e coibir tal prática. Ou seja, de fato, como aduz a defesa, a razão de ser do registro e, particularmente, do registro de contratos derivativos, não parece estar primordialmente relacionada a preocupações com práticas não equitativas³⁰.

²⁸ v., por exemplo, art. 50, § 1º e art. 92, inciso III, da ICVM nº 461/2007.

²⁹ O mesmo raciocínio se aplica à obrigação atribuída às entidades administradoras de mercado de balcão organizado de “assegurar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em seus ambientes, observadas as distinções entre categorias que venham a ser estipuladas em seu estatuto e regulamento” (art. 97, inciso II, da ICVM nº 461/2007), aplicável apenas às regras de negociação e não às do sistema de registro.

³⁰ Prevalece nos sistemas de registro, desde sua origem, a preocupação com a transparência das operações. Esse aspecto foi evidenciado no Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142, ressaltando-se que, naquele momento, o registro de contratos derivativos, de um modo geral, era ainda opcional: “(...) esse arranjo traz transparência ao mercado, uma vez que a imposição de regras de formação de preço e de interferência acabaria equiparando o funcionamento do mercado de balcão organizado ao de bolsa, com grande chance de afastar aqueles que hoje registram suas operações nesses ambientes de continuar a fazê-lo. Dito de outra forma, a imposição da transparência terminaria por eliminá-la, subtraindo do regulador informações potencialmente importantes para sua atuação fiscalizatória, os demais participantes do mercado das informações sobre tais negócios registrados, cuja existência de outra forma poderia nem ser conhecida” (grifei). Para as instituições financeiras atuantes no mercado de derivativos de balcão, o registro das operações já se impunha, por razões outras, notadamente como fonte de informação acerca da exposição das instituições financeiras envolvidas em tais transações (análises de risco sistêmico). A hígidez dos registros sempre se alinhou também com a necessidade de assegurar integridade quanto ao momento em que realizadas as operações, para tratar inclusive das repercussões quanto ao reconhecimento da dedutibilidade de perdas com derivativos para fins tributários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

35. Tais considerações, no entanto, de modo algum poderiam ser interpretadas como reconhecimento, pela CVM, de que não haveria a possibilidade de ocorrerem práticas não equitativas em operações com valores mobiliários apenas levadas a registro no mercado de balcão organizado nem de que os responsáveis por tais práticas não pudessem se sujeitar ao poder sancionador da Autarquia. Em outras palavras, as preocupações que justificam a vedação a práticas não equitativas podem até não se justificar no momento do mero registro, em si, dessas operações, mas não afastam a atribuição da CVM de apurar, conforme o caso, se tais irregularidades ocorreram por ocasião das negociações, ainda mais quando ocorridas em operações cujas contrapartes eram integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e, portanto, cuja atuação demarca, em si, o mercado de balcão não organizado; e, uma vez confirmada a materialidade e autoria, punir administrativamente os infratores.

36. Note-se, por oportuno, que, segundo o próprio racional apresentado pela defesa, seria forçoso concluir que a razão de ser do registro em mercado de balcão organizado tampouco estaria especialmente atrelada a preocupações com *“modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários”*, mas nem por isso a ICVM nº 461/2007 deixou de prever que as normas dos sistemas de registro deveriam permitir à entidade administradora identificar e coibir tais condutas (art. 98).

37. A meu ver, isso não significa que a norma tenha ali pretendido estabelecer que somente tais práticas infracionais seriam compatíveis com o sistema de registro, e não outras. O citado art. 98 revela, a meu juízo, à semelhança do raciocínio anteriormente desenvolvido, a percepção da CVM de que haveria maior probabilidade de as infrações ali indicadas ocorrerem por ocasião da atividade registral, ou de que, diante de suas características, haveria maior espaço para que fossem ali detectadas, ainda que tivessem ocorrido em momento anterior, na negociação da operação, justificando-se, a partir daí, a imposição de um dever específico de cuidado à administradora do mercado de balcão organizado, com enfoque na atuação como autorreguladora, porém, sem em nada limitar ou restringir a competência da CVM no que respeita à prevenção e repressão desses mesmos ilícitos, com base na ICVM nº 8/1979.

38. Em suma, ao contrário do que parece supor a defesa, tais disposições da ICVM nº 461/2007 não restringem o alcance da ICVM nº 8/1979, e sim prescrevem cuidados adicionais que devem ser adotados na esfera da autorregulação, com vistas ao combate a tais ilícitos.

39. Por fim, igualmente sob o prisma teleológico, será reprovável a conduta do participante que, ao negociar com derivativos de balcão, a exemplo das operações com NDF tratadas neste PAS, se utilize de prática que o coloque em posição de desequilíbrio indevido. O fato de a CVM ter reconhecido a dinâmica própria de operações apenas levadas a registro em balcão organizado, conforme exemplos trazidos pela defesa, não significa que sejam imunes a práticas abusivas de que cuida a ICVM nº 8/1979.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

40. Com efeito, as diferenças estabelecidas, na então vigente ICVM nº 467/2008, entre o regime de aprovação de modelos de contratos derivativos admitidos à negociação em mercado organizado de valores mobiliários, a cargo da CVM, e o de aprovação de contratos apenas levados a registro em tal mercado, atribuída à respectiva entidade administradora, não fazem concluir que operações com derivativos que não tenham sido oferecidos para contrapartes indistintas por meio dos sistemas de negociação de que dispõem os mercados de bolsa e de balcão organizado prescindam, em alguma medida, da observância às vedações constantes da ICVM nº 8/1979.

41. A supervisão mais intensa exercida sobre os contratos padronizados se justificou em razão da maior acessibilidade destes contratos ao público em geral. Já os contratos não padronizados terão um menor potencial de disseminação e, além disso, frequentemente refletirão necessidades peculiares de cada contraparte, o que torna sua revisão mais difícil e menos necessária³¹. A maior ou menor experiência ou *expertise* do investidor pode ter relevância quando se trata do regime de aprovação de modelos de contratos derivativos, eis que, em princípio, investidores mais qualificados têm melhores condições de negociar, ao passo que o investidor comum careceria de maior proteção, diante da complexidade inerente a tais operações. Mas quando se trata de coibir e punir o uso de práticas não equitativas não faz sentido pressupor que investidores com mais *expertise* não possam ser lesados em negócios apenas levados a registro no balcão ou não devam ser protegidos porque, nesse segmento, as contrapartes dos negócios provavelmente serão também participantes com elevada sofisticação.

42. Quanto à decisão do Colegiado no Processo CVM nº SP 2012/0139, note-se que a Autarquia então dispensou os intermediários do atendimento de certas disposições da ICVM nº 505/2011, de cunho eminentemente operacional, em vista das características das operações apenas levadas a registro no balcão organizado³². Ocorre que ICVM nº 505/2011 dispunha sobre as “*normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários*”, do que decorre o reconhecimento, inclusive pelos solicitantes das dispensas³³, de que as operações levadas a registro são, por natureza, realizadas em mercado regulamentado de valores mobiliários e, portanto, sujeitas às normas editadas pela CVM, em nada infirmando a possibilidade de que infrações à ICVM nº 8/1979 possam ser cometidas em negociações nele levadas a registro.

43. Mais uma vez, portanto, as premissas adotadas pela defesa não levam à conclusão pretendida. Os

³¹ Cf. Edital de Audiência Pública SDM nº 10/2007.

³² Consoante a SMI: 10. *Em resumo, a SMI concorda que as características das operações levadas a registro no mercado de balcão concorrem para que se flexibilize o cumprimento de alguns requisitos da Instrução CVM nº 505, de 2011. A obrigação de gravação de diálogos entre a instituição e seu cliente quando da transmissão de ordem e o conceito de pessoas vinculadas são exemplos de obrigação de difícil implementação quando se trata do mercado de balcão organizado*” (grifei).

³³ A então denominada Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (“CETIP”) e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

escopos da ICVM nº 467/2008, da ICVM nº 505/2011 e da ICVM nº 8/1979 são distintos. Tais instruções, consoante vigentes à época, tutelavam bens jurídicos específicos diversos.

44. Note-se que, como dito, a ICVM nº 8/1979, ao tipificar o uso de prática não equitativa, se valeu propositadamente de conceito aberto, de modo a abranger quaisquer condutas que colocassem determinado participante em posição de indevido desequilíbrio ou desigualdade em negociações realizadas no *mercado de valores mobiliários*, não se atendo às especificidades operacionais de cada um de seus segmentos (bolsa, balcão organizado e balcão não organizado).

45. Em todo caso, se está diante de mercados regulamentados de valores mobiliários, por cuja higidez e credibilidade compete a CVM indistintamente zelar, merecendo, assim, proteção contra eventuais práticas abusivas por parte de seus participantes, a despeito de suas especificidades funcionais³⁴.

46. Não cabe, portanto, definir o alcance do princípio da equidade nas negociações com valores mobiliários em virtude de (i) serem ou não tais negociações efetuadas em sistemas de negociação centralizados e multilaterais, ou afetarem ou não a formação de preços nesses sistemas; (ii) ensejarem maior ou menor apelo à poupança popular; ou (iii) envolverem ou não partes contratantes sofisticadas.

47. Logo, a meu juízo, o fato de os contratos de NDF decorrerem de negociações bilaterais entre partes sofisticadas e não influenciarem a formação dos preços no mercado futuro de dólar não elimina a possibilidade do uso de práticas não equitativas e da atuação da CVM, diante de indícios de ocorrência.

48. Por todas as razões acima, resta, a meu ver, evidenciada a ocorrência de negociação com valores mobiliários exigida como um dos pressupostos para a caracterização da infração imputada aos Acusados.

b) Indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade

49. Segundo a Acusação, as operações com os Derivativos Cambiais realizadas no Período Suspeito

³⁴ Vide, a propósito, decisão proferida pelo Colegiado, em 02.04.2003, no julgamento do PAS CVM nº 38/00, em que os acusados foram condenados por uso de práticas não equitativas em operações realizadas no mercado de balcão não organizado: “*Os fatos descritos nos autos comprovam sobejamente terem sido realizadas operações ilícitas, cujo objetivo foi a obtenção de lucros indevidos em prejuízo do Instituto Conab de Seguridade Social - CIBRIUS. Trata-se de mais um caso onde, a despeito das normas legais e regulamentares, foram utilizados expedientes ardilosos por pessoas de mercado, com prejuízo final, mais uma vez, para um investidor institucional. Em síntese, o presente inquérito trata de duas operações de compra e venda de ações, realizadas no mercado de balcão não organizado (...) No que concerne à imputação de responsabilidade com base na alínea "d" do item II da Instrução CVM nº 08/79, é indispensável levar em consideração que o mercado de valores mobiliários rege-se por regras muito específicas, tendo em vista preservar, dentre outros, o princípio da equidade nas negociações, buscando-se evitar que os agentes participantes do mercado possam valer-se de privilégios – efetivos ou por eles próprios criados – devendo negociar, portanto, em igualdade de condições. Na doutrina dominante, a prática não equitativa pressupõe a vontade do agente em prejudicar, em criar ou se aproveitar de uma situação de desequilíbrio em relação a um dos intervenientes na operação. No caso em exame, nas negociações envolvendo a Float e o CIBRIUS, a Corretora colocou a Fundação em posição de desvantagem ao oferecer e, por fim, negociar ações de emissão da TELMA e da COSERN por um preço muito superior ao que era praticado no mercado. Tal expediente foi possível porque as negociações foram realizadas no mercado de balcão não organizado, com as partes combinando o preço a ser praticado, em flagrante desrespeito às normas vigentes.*” (grifos aditados) (trecho do voto do Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

foram irregulares porque se deram com base em informação não divulgada atinente à negociação e à celebração de acordos de colaboração premiada por executivos e acionistas controladores do Grupo J&F³⁵ (“Delações Premiadas”), colocando os Acusados em posição de desigualdade frente aos demais participantes das operações³⁶, valendo destacar trechos do RI que bem sintetizam a questão:

“301. Conforme já concluído nos parágrafos 235 a 247, Wesley Batista, detentor do controle sobre as decisões de operações e do domínio final do fato nas operações em nome da JBS, ordenou a compra de contratos derivativos de dólar consciente e motivado pelo forte efeito que a publicação do conteúdo da colaboração premiada ocasionaria no preço do dólar, bem como de sua posição de desigualdade em face dos demais participantes das operações e dos demais participantes de todo o mercado de dólar, que não conheciam a informação de extrema importância por ele detida.

.....
304. Portanto, ficou demonstrado que foi Wesley Batista quem decidiu e ordenou as compras de contratos derivativos de dólar em nome da Seara e da Eldorado, e que era ele quem possuía o domínio do fato. Assim, essa conduta soma-se à descrita para as operações em nome da JBS de forma a concluir que Wesley agiu com uso de prática não equitativa, determinando a compra de derivativos de dólares em nome de todas as empresas nas quais tinha o poder de decisão. Wesley Batista aproveitou todas as oportunidades de obter ganhos ilícitos no mercado de derivativos de dólar.”

“321. No presente caso, restrito às operações com derivativos de dólar, a situação que colocava Wesley Batista em posição de desigualdade em relação aos demais participantes da operação era o conhecimento de informação sigilosa que ultrapassava em muito os negócios da Companhia, pois é fato inquestionável que o conteúdo da colaboração premiada era capaz de impactar na percepção dos investidores sobre a própria estabilidade institucional do país, com reflexos óbvios no mercado de câmbio.

322. Assim, a informação sigilosa sobre colaboração premiada envolvendo os principais administradores da JBS com menção a agentes públicos do mais alto escalão da República caracteriza a um só tempo fato relevante relacionado aos negócios da Companhia, bem como informação capaz de impactar no mercado de câmbio. Em sua primeira feição, caracteriza elemento do tipo administrativo de uso indevido de informação privilegiada, consideradas as operações com valores mobiliários de emissão da Companhia (art. 155, § 1º da Lei 6.404./76 e art. 13 da Instrução CVM nº 358/02). Em sua segunda acepção, caracteriza informação capaz de colocar o seu detentor em indevida posição de desigualdade em relação aos demais participantes da operação envolvendo derivativos cambiais, elemento do tipo administrativo de uso de prática não equitativa (...), conforme demonstra claramente o presente caso.

.....
325. Pois foi no curso dessa colaboração premiada, destinada a garantir aos colaboradores imunidade em relação aos crimes reconhecidos perante a PGR e o STF - duas das mais relevantes instituições do país – que Wesley Batista decidiu negociar no mercado de derivativos de dólar, com o pleno conhecimento da gravidade e dimensão da informação por

³⁵ Para fins deste voto, o termo Grupo J&F abrange todas as sociedades empresárias referidas na nota de rodapé nº 11, supra, além da Seara, da Eldorado e do Banco Original S.A. (“Banco Original”).

³⁶ Observe-se que as irregularidades tratadas nos outros dois PAS conexos, os quais tiveram o julgamento também iniciado em 29.05.2023, dizem respeito igualmente ao uso da mesma Informação Privilegiada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ele mesmo conhecida e produzida, bem como do evidente impacto que a mesma teria no mercado de câmbio.” (grifos aditados)

50. Constatou, ainda, do RI, trecho que descreveu a matéria jornalística veiculada em 17.05.2017:

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

“É uma delação como jamais foi feita na Lava-Jato: Nela, o presidente [M. T.] foi gravado em um diálogo embaraçoso. Diante de Joesley, [M.T.] indicou o deputado [R.R.L.] (PMDB-PR) para resolver um assunto da J&F (holding que controla a JBS). Posteriormente, [R.R.L.] foi filmado recebendo uma mala com R\$ 500 mil enviados por Joesley. [M.T.] também ouviu do empresário que estava dando a [E.C.] e ao operador [L.F.] uma mesada na prisão para ficarem calados. Diante da informação, [M.T.] incentivou: ‘Tem que manter isso, viu?’.”

“[A.N.] foi gravado pedindo R\$ 2 milhões a Joesley. O dinheiro foi entregue a um primo do presidente do PSDB, numa cena devidamente filmada pela Polícia Federal. A PF rastreou o caminho dos reais. Descobriu que eles foram depositados numa empresa do senador [Z.P.](PSDB-MG).”” (grifos aditados)

51. Segundo a Acusação, a posição de desequilíbrio de Wesley Batista decorreu do fato de o acusado deter informação sigilosa³⁷ cuja divulgação acarretaria reflexos óbvios sobre o mercado de câmbio e, nessa condição, ter efetuado negociações com os Derivativos Cambiais.

52. A propósito, cabe, porém, ressaltar que a mera assimetria informacional entre os participantes do mercado de valores mobiliários não enseja, por si só, indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade nas negociações realizadas. A completa igualdade informacional entre todos os agentes de mercado não seria sequer factível³⁸.

53. Desse modo, importa reconhecer que são plenamente legítimas as assimetrias informacionais entre os participantes acerca do funcionamento do mercado de valores mobiliários, as quais decorram das próprias diferenças de qualificação, experiência ou dedicação daqueles que nele operam. Assim, não há desequilíbrio indevido se o participante opera com base em conhecimento sobre o mercado de valores mobiliários que tenha ele próprio produzido (mediante estudos, análises, inferências, obtenção de

³⁷ Sem restringir a informação sigilosa quanto às Delações Premiadas, ao objeto da gravação referida neste voto, mas reconhecendo-a como um dos principais aspectos para caracterização de sua relevância e potencial repercussão, note-se que, em depoimento, o próprio acusado admite que ficou sabendo de tal fato no dia seguinte ao da gravação feita pelo irmão em 07.03.2017: “Wesley Batista: A... especificamente, por exemplo, com o Presidente [M.T.]. Eu não sabia que ele ia ter o encontro no dia que teve, eu não sabia que naquele encontro, né, ele estava disposto a gravar. Soube assim que ele chegou, no dia seguinte, eu não me lembro, ele estava em Brasília, no dia seguinte, quando ele chegou, ele falou: “ô, tive uma reunião no palácio e fiz uma gravação”. Ali naquele momento eu iniciei (...).” (Doc. 1080530).

³⁸ Como apontou o Diretor Relator Henrique Machado, no julgamento do PAS CVM nº 10/2012, em 13.11.2018, “a desigualdade entre os participantes do mercado é natural e, de certa forma, desejável. Capacidade econômica, experiência, conhecimento do negócio, função exercida, formação, recursos tecnológicos, etc. são diversos os elementos que distinguem os agentes numa determinada relação de mercado e que podem, ou não, repercutir no resultado de suas operações”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

informações juntos a especialistas, reunião e sistematização de informações esparsas acessíveis ao público etc.), ainda que mantenha apenas para si tal conhecimento, o que também nada teria de irregular.

54. O que não se admite é a negociação de valores mobiliários em situação de assimetria informacional não equitativa, ou seja, mediante a posse de informação inacessível aos demais participantes do mercado e ao público em geral. Informação inacessível, explique-se, não tem o mesmo significado de informação de difícil ou custoso acesso (por exemplo, porque seja dispendiosa a sua obtenção, porque não facilmente encontrável ou porque sua interpretação ou decodificação demande conhecimento altamente especializado) e sim de informação cujo acesso ao público em geral não seria permitido, validamente, por exemplo, por estar protegida por sigilo, como ocorreu no caso vertente³⁹.

55. É preciso, ainda, para que se configure uma situação de assimetria informacional não equitativa, que o conteúdo da informação seja capaz de influenciar, de modo ponderável, a decisão, por quem a detém, de negociar com determinado valor mobiliário.

56. A propósito, a defesa argumentou que a Acusação apresenta como indiscutivelmente verdadeira a ideia de que a divulgação do conteúdo das Delações Premiadas impactaria positivamente a cotação do dólar, sem expor qualquer fundamento econômico e, muito menos, uma prova ou um estudo sobre as pressões que causam variações cambiais nas moedas.

57. Para a defesa, não era possível afirmar qual seria o impacto do vazamento sobre a taxa de câmbio, não tendo a Acusação produzido qualquer prova empírica de que haveria, necessariamente, apreciação do dólar, tendo o RI admitido tal imprevisibilidade ao comentar sobre o estudo FIPECAFI.

58. Alegou-se, ainda, que não houve impacto significativo sobre o câmbio quando, em ocasiões anteriores, foram divulgados fatos envolvendo circunstâncias similares (mencionando também o então Presidente da República), tais como:

- (i) Levantamento do sigilo da delação do presidente da Transpetro, em 15.06.2016; quando não houve nada de anormal⁴⁰;
- (ii) Revelação pelo O Globo, da delação de executivos da Odebrecht, em 25.10.2016, quando também o câmbio variou pouco⁴¹;
- (iii) Publicação da Folha de SP, em 10.12.2016 acerca de diversas menções ao nome do Presidente da República nas delações de executivos da Odebrecht, não tendo sido afetado o

³⁹ O sigilo, ademais, não necessariamente precisa decorrer de norma atinente ao funcionamento do mercado de capitais.

⁴⁰ Vide: [https://oglobo.globo.com/brasil/\[s.m.\]-diz-que-\[t.\]-pediu-15-milhao-em-doacao-ilegal-para-\[c.\]-19511259](https://oglobo.globo.com/brasil/[s.m.]-diz-que-[t.]-pediu-15-milhao-em-doacao-ilegal-para-[c.]-19511259); [http://politica.estadao.com.br/blogs/\[f.m.\]/delator-envolve-\[t.\]-em-propina-da-transpetro-para-campanha-em-sp/](http://politica.estadao.com.br/blogs/[f.m.]/delator-envolve-[t.]-em-propina-da-transpetro-para-campanha-em-sp/) e [https://www.conjur.com.br/2016-jun-15/delacao-\[s.m.\]-protege-filhos-lava-jato](https://www.conjur.com.br/2016-jun-15/delacao-[s.m.]-protege-filhos-lava-jato).

⁴¹ Vide: [https://oglobo.globo.com/politica/\[m.o.\]-mais-50-executivos-fecham-delacao-premiada-20350831](https://oglobo.globo.com/politica/[m.o.]-mais-50-executivos-fecham-delacao-premiada-20350831).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

comportamento do câmbio no primeiro dia útil seguinte⁴²;

- (iv) Notícia do Valor Econômico de 11.04.2017, sobre abertura de IPL para investigar Ministros de Estado, mencionando que o Presidente da República não poderia ser investigado enquanto estivesse no cargo, quando também o câmbio não foi afetado⁴³; e
- (v) Notícias do Valor Econômico de 13.04.2017, sobre desdobramentos da delação da Odebrecht mencionando o envolvimento do então Presidente da República no pagamento de propinas⁴⁴, e de 28.04.2017, sobre ameaça de delação de núcleo do Governo, sem afetar o câmbio⁴⁵.

59. Isso também é afirmado pela defesa em relação a notícias envolvendo executivos da JBS, mas que tampouco teriam causado impactos relevantes sobre o câmbio, a saber:

- (i) Coluna da Revista Veja, de 02.04.2017, que menciona que Joesley Batista estava disposto a fazer delação⁴⁶; e
- (ii) Notícia da Folha de SP, de 13.05.2017, que diz que donos da JBS estariam dispostos a fazer delação⁴⁷, e, ainda antes do 1º pregão subsequente, notícia publicada pelo Valor Econômico, na manhã de 15.05.2017, que diz que investigações da PF estariam acuando sócios da J&F.

60. Segundo a defesa, portanto, seria equivocada a suposição acerca do impacto que notícias sobre a mera existência das Delações Premiadas causariam, tendo em vista, inclusive, que a possibilidade de sua celebração já era vislumbrada pelo mercado, antes de 17.05.2017, não se verificando grandes variações no câmbio e na cotação das ações de emissão da JBS quando da veiculação de tais matérias na mídia, sendo que essas eram em sua maioria negativas.

61. A defesa apontou também que o estudo técnico da Metrika Consultoria e Pesquisa (“Parecer Metrika”), que objetivou verificar se eventos político-econômicos são determinantes no comportamento cambial, concluiu pela ausência de correlação evidente e recorrente entre fatos político-econômicos e retornos anormais e extraordinários (positivos ou negativos), revelando que tais fatos são incapazes de influenciar, por si sós, o câmbio, e que, se atrelados a outros fatos – completamente imprevisíveis já que sequer relacionados aos eventos político-econômicos relevantes –, podem vir a ter, ou não, grande influência na relação entre o real e o dólar⁴⁸.

⁴² Vide: [https://www1.folha.uol.com.br/poder/2016/12/1840250-nome-de-\[t.\]-e-citado-43-vezes-em-delacao-de-executivo-da-odebrecht.shtml](https://www1.folha.uol.com.br/poder/2016/12/1840250-nome-de-[t.]-e-citado-43-vezes-em-delacao-de-executivo-da-odebrecht.shtml).

⁴³ Vide: [https://valor.globo.com/politica/noticia/2017/04/11/inquerito-cita-\[t.\]-em-corrupcao-e-impossibilidade-de-investiga-lo.ghtml](https://valor.globo.com/politica/noticia/2017/04/11/inquerito-cita-[t.]-em-corrupcao-e-impossibilidade-de-investiga-lo.ghtml).

⁴⁴ Vide: [https://valor.globo.com/politica/coluna/\[t.\]-tratou-de-pagamento-ao-pmdb.ghtml](https://valor.globo.com/politica/coluna/[t.]-tratou-de-pagamento-ao-pmdb.ghtml).

⁴⁵ Vide: [https://valor.globo.com/politica/noticia/2017/04/28/\[c.\]-ameaca-delatar-nucleo-do-governo.ghtml](https://valor.globo.com/politica/noticia/2017/04/28/[c.]-ameaca-delatar-nucleo-do-governo.ghtml).

⁴⁶ Vide: <https://veja.abril.com.br/coluna/radar/caso-seja-presos-joesley-batista-esta-disposto-a-fazer-delacao>.

⁴⁷ Vide: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/05/1883808-avos-da-pf-donos-da-jbs-cogitam-fazer-acordo-de-delacao-premiada.shtml>.

⁴⁸ Analisou-se o comportamento do câmbio (real/dólar) no período compreendido entre 01.01.2000 e 24.11.2017 para constatar a existência de contemporaneidade das variações anormais com eventos político-econômicos supostamente relevantes para o câmbio. Buscou-se verificar a previsibilidade das variações cambiais do real frente ao dólar face aos fatos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

62. Tal estudo, segundo a defesa, demonstrou, portanto, a imprevisibilidade da variação cambial relativa ao real/dólar face aos eventos político-econômicos tratados como relevantes e influenciadores do mercado em geral. Caberia, então, reconhecer que o mercado de valores mobiliários - em especial as negociações cambiais -, em razão de sua volatilidade, não funciona baseado com base em uma simplória premissa de ação e reação direta e proporcional, o que restaria claro com a verificação dos estudos referenciados na defesa. Entenderam, assim, que restou demonstrada a falácia do raciocínio simplista sobre a previsibilidade da variação da cotação do dólar, segundo o qual qualquer homem médio seria capaz de prever que notícias sobre as Delações Premiadas causariam uma elevação na cotação do dólar.

63. Pelas razões acima, concluiu a defesa que Wesley Batista não teria como saber que a divulgação relativa às Delações Premiadas causaria valorização do dólar frente ao real. Em suma, a defesa questionou a correlação feita pela Acusação entre a informação acerca das Delações Premiadas e o provável efeito que sua divulgação teria sobre a referida taxa de câmbio.

64. Em que pese todo o esforço argumentativo, entendo que, no caso concreto, era notório o caráter preditivo (*price sensitive*) da Informação Privilegiada.

65. As Delações Premiadas cuja negociação, celebração e homologação se deram no Período Suspeito, diziam respeito à apuração de crimes praticados por controladores, administradores ou prepostos da J&F e suas controladas, relativamente a assuntos de interesse daquele grupo empresarial, com o alegado envolvimento de integrantes do alto escalão do governo, incluindo o próprio à época Presidente da República, e, ainda, do Poder Legislativo, como bem destacado na Peça Acusatória, consoante os trechos anteriormente reproduzidos. Considerando os agentes políticos envolvidos nos fatos objeto da delação, tratava-se de informação inclusive com potencial efeito sistêmico⁴⁹.

66. A relevância do vazamento da informação divulgada em 17.05.2017 foi evidenciada também no depoimento prestado à Polícia Federal por C.C., gerente de investimentos da Diretoria de Controle de

supostamente passíveis de influenciar o câmbio, a exemplo do evento da divulgação de gravações envolvendo o então Presidente da República. O estudo não desconhece a relação entre a flutuação cambial do real frente ao dólar e episódios político-econômicos, mas considera indispensável estabelecer o grau de influência de tais eventos e sua correlação com a variação cambial. Para estabelecer essa relação foi utilizada uma robusta lista de fatos político-econômicos - que podem ser reconhecidos como relevantes ao estudo técnico -, os quais foram comparados aos retornos extraordinários considerados anormais, não tendo sido possível verificar correlação desses fatos com os retornos anormais. O cálculo dos retornos anormais objetiva isolar o efeito de outros fatos variáveis que poderiam “mascarar” o efeito daquele que se queira observar, para esse fim, a listagem de tais datas (vinculada ao Parecer Metrika por meio de seu Anexo 1) contém 769 dias, entre os anos de 2005 e 2017, em que ocorreram eventos relevantes para a influência na taxa de câmbio.

⁴⁹ Também no mercado de ações, os efeitos da divulgação relativa às Delações Premiadas foram sentidos, no dia seguinte, quando, às 10h21min, o Ibovespa registrou queda de 10% e o mecanismo de “*circuit breaker*” foi acionado, o que não ocorria desde 2008. Além das ações da JBS, outras grandes companhias listadas também repercutiram em seus preços a gravidade da notícia, como Eletrobrás ON (-20,97%), Cemig PN (-20,43%), Banco do Brasil ON (-19,91%), Petrobras ON (-11,37%).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Risco da JBS (não estatutária)⁵⁰, considerado um dos *experts* da companhia em matéria de derivativos de câmbio⁵¹:

“16. Se o declarante tivesse tido conhecimento do procedimento de delação premiada de parte da diretoria da JBS, isto seria algo que na sua opinião geraria impacto no mercado?

QUE se há envolvimento diretamente do presidente da República nesta delação, então esta seria uma informação muito importante, o que poderíamos chamar de “evento”, ou seja, uma notícia **que gera uma repercussão imediata** no mercado.”⁵² (grifos adotados)

67. Ao depor em juízo, no âmbito da Ação Penal nº 0006243-26.2017.403.6181, em que Wesley Batista foi denunciado pela prática dos crimes previstos nos arts. 27-C e 27-D da Lei nº 6.385/1976⁵³, no contexto dos mesmos fatos tratados neste PAS (“Ação Penal 6243”)⁵⁴, C.C. complementou o que havia dito à autoridade policial, nos seguintes termos:

“O que que é um evento? Um evento é aquela notícia ou aquela situação que acontece onde nenhum participante do mercado está esperando, todo mundo sabe que é uma coisa muito boa ou muito ruim, mas ninguém sabe se no final vai ser muito bom ou muito ruim mesmo, por isso que existe o evento. Então assim, nesse caso, qual que era a expectativa, de que [M. T.] conseguisse aprovar a reforma da previdência. Qualquer notícia relacionada ao Presidente da República que tá tentando organizar o congresso pra tentar resolver esse problema, é um evento, é forte.”⁵⁵ (grifos adotados)

68. Com efeito, o fato de o então Presidente da República passar a estar pessoalmente ligado a ilícitos penais investigados na operação Lava-Jato, que, segundo os delatores, estariam inclusive ainda

⁵⁰ Composta por R.H. (Diretor), F.T.H. (Gerente de Controle de Riscos), F.Z.B. (Especialista), C.C. (Gerente de Investimentos) e I.B.S. (Trade Senior). A Diretoria de Controle de Riscos tinha como atribuições (i) atuar nas discussões estratégicas sobre os instrumentos financeiros adequados para proteção da companhia (posição global de proteção cambial via hedge), mapeando fatores de risco de mercado (principalmente a movimentação da taxa de câmbio), monitorando o mercado (notícias, relatórios de mercado, análises econômicas internas e externas), contando também com *inputs* do economista-chefe da JBS USA, acerca das tendências, sob uma perspectiva internacional, e formulando propostas para mitigar os riscos identificados; e (ii) concentrar a execução das políticas de proteção de risco da companhia (executando as diretrizes de gestão de risco). As ideias deveriam ser submetidas à Comissão de Gestão de Riscos (observados os limites de alçada e diretrizes da Política de hedge da JBS). A Comissão de gestão de Risco, por sua vez, tinha como atribuições (i) definir a estratégia de gestão de risco financeiro, determinando limites de posição e exposição e (ii) fiscalizar a implementação da política de gerenciamento de risco pela Diretoria de Controle de Riscos.

⁵¹ O diretor de controle de riscos da JBS assim se referiu à C.C., em depoimento em juízo: “O [C.C.] tem 25 anos só de mercado de dólar, então um dos caras que mais entende de dólar do Brasil.” (Doc. 1080529).

⁵² Doc. 0371459.

⁵³ Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros.

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

⁵⁴ A Ação Penal 6243 tramitava perante o Juízo da 6ª Vara Federal Criminal Especializada em Crimes Contra o SFN e em Lavagem de Valores de São Paulo, em que Joesley Batista também foi denunciado pela prática dos mesmos crimes.

⁵⁵ Doc. 1080521.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ocorrendo⁵⁶, tinha o potencial de comprometer toda a agenda governamental, incluindo as reformas econômicas, notadamente a previdenciária, que estavam então em curso. Note-se que a incapacidade de o Governo Federal aprovar as reformas era considerada pelos responsáveis pelas operações com os Derivativos Cambiais do Grupo J&F como fator de provável depreciação do real frente ao dólar.

69. Sobre a governabilidade, recorde-se, como fato notório à época, que, logo após o vazamento, chegou a existir inclusive a expectativa, posteriormente não concretizada, de que o referido Presidente da República renunciaria ao cargo, a demonstrar a relevância da Informação Privilegiada compreendida nas Delações Premiadas e seu potencial impacto⁵⁷.

70. Aqui cabe, ainda, um paralelo com a lógica aplicável ao ilícito administrativo de *insider trading*, em linha com as premissas adotadas pela Acusação, no RI:

“318. Contudo, a letra “d” do item II da Instrução CVM nº 8/79 conceitua o uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários como sendo “aquela de que resulte, (...)”.

319. A redação, como se percebe, é bastante ampla, valendo dizer que o *insider trading* pode ser considerado uma espécie do gênero “prática não equitativa”, pois aquele que se vale de informação privilegiada para negociar com valores mobiliários atua em flagrante desequilíbrio ou desigualdade em relação não apenas à sua contraparte específica, mas, sobretudo, no que tange a todos os demais participantes do mercado de capitais^[35].

320. A prática não equitativa abrange, portanto, todas as situações que acarretem, para qualquer das partes em operações com valores mobiliários, indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em relação aos demais participantes das operações.” (grifos aditados)

71. Assim, tal como no *insider trading*, tratando-se de uso de práticas não equitativas mediante negociação de derivativos cambiais de posse de informação privilegiada, a sua caracterização prescinde, a meu ver, de um juízo de certeza por parte do agente que as pratica, comprovado em bases estatísticas etc., quanto aos efeitos esperados sobre o mercado de câmbio com a divulgação da referida informação, sendo suficiente, para tanto, demonstrar que o agente era capaz de tecer, à luz da informação detida, um juízo de probabilidade quanto ao comportamento dos referidos derivativos, passando a negociar de acordo com essa expectativa, independentemente, inclusive, de ela vir ou não a se confirmar, quando relevada a informação ao mercado. O que deve ser levado em conta, nessa análise, é a avaliação de

⁵⁶ Como os delatores acreditavam fosse depreendido da gravação de conversa de Joesley Batista com M.T..

⁵⁷ Uma das notícias divulgada na manhã de 18.05.2017 afirmava: “Essa não é a primeira vez que o presidente é jogado para o meio da maior investigação contra a corrupção no país. Mas, agora, o teor do depoimento e as provas a ele atrelados colocam em risco a sua permanência no cargo – algo inédito nos últimos 370 dias de governo [de M.T.]” (acesso em 11.09.2023). Em outra constou: “Até mesmo deputados da base do governo já admitem que as notícias veiculadas nesta quarta-feira, 17, têm força para pôr fim ao governo [M.T.]. Reservadamente, um deputado (...) afirmou que espera um gesto de grandeza de [M.T.] caso fique comprovado o teor da delação premiada da JBS. O parlamentar se referia a uma possível renúncia (...)” (<https://www.estadao.com.br/politica/deputados-da-base-ja-falam-em-renuncia-de-tt/>) (acesso 11.09.2023).



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.cvm.gov.br

cenário que seria esperado de um investidor médio⁵⁸, inclusive à luz das regras de experiência⁵⁹.

72. Com efeito, os participantes do mercado de derivativos de câmbio reconhecidamente não operam com base na crença de que fatos político-econômico relevantes não influenciam os movimentos esperados para os preços dos ativos nele negociados. Muito pelo contrário.

73. Por isso, a meu ver, as conclusões do Parecer Metrika, no sentido de que “*retornos anormais extraordinários não possuem clara correlação com as datas de eventos políticos-econômicos relevantes*” não infirmam as premissas acima, que permeiam a lógica da tese acusatória. Aliás, o fato de o parecer não ter vislumbrado uma “*clara correlação*” entre esses fatores não descarta, por si só, a existência de tal correlação, nem afasta, ademais, que não fosse possível prever que o evento do caso concreto, com evidente magnitude política, não daria causa a movimentos extraordinários de cotações em ativos financeiros, notadamente naqueles mercados que naturalmente refletem, nos preços, as expectativas dos seus diferentes participantes acerca de variáveis econômicas e financeiras do país (risco Brasil, fluxo de recursos externos etc.) que usualmente são impactadas por crises de ordem política.

74. Aduza-se, a propósito, que o referido parecer tampouco chega a investigar o comportamento que seria esperado de um participante do mercado de derivativos de câmbio que nele costumasse atuar e detivesse a informação atinente às Delações Premiadas (abstraindo-se, no caso, que houvesse impedimento legal ao seu uso), cerne da questão controvertida neste PAS. Ou seja, não se aprofundou o exame da situação concreta, o que é fundamental para caracterização ou não dessa categoria de ilícitos.

75. Ressalte-se, ademais, que os prováveis efeitos esperados sobre a taxa de câmbio que adviriam da divulgação da Informação Privilegiada acabaram, de fato, se produzindo. Basta lembrar que, no dia seguinte à divulgação da notícia acerca das Delações Premiadas, o real sofreu a maior desvalorização nominal frente ao dólar, desde a maxidesvalorização ocorrida em 1999. Não tendo havido outro fato de repercussão que justificasse tal comportamento da taxa no mercado de câmbio nacional⁶⁰, é possível inferir que as Delações Premiadas constituíram o fator relevante que acarretou tal impacto.

76. Embora não seja, por si só, determinante para a caracterização da infração imputada aos Acusados, a reação do mercado de câmbio à divulgação da notícia, com reflexos diretos sobre os preços

⁵⁸ Nesse sentido: “*Para que se caracterize o insider trading, a informação deve ser relevante. Como tal, considera-se a informação que possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, causando, uma vez divulgada, sua alta ou queda. Trata-se daquela informação que seria levada em consideração por um investidor médio ao negociar com os valores mobiliários.*” (grifos aditados) (EIZIRIK, Nelson, A Lei das SA Comentada, v. 2. Quartier Latin, 2011, p. 372-373).

⁵⁹ Vale citar, a propósito, considerações a respeito do tema feitas por Norma Parente: “*No “insider trading”, onde se verifica uma omissão dolosa, o convencimento do juiz, na maior parte das vezes, será feito com base em indícios, que terão como consequência presunções, ou talvez até mesmo através de normas da experiência comum, subministradas pela observação do que ordinariamente acontece (prova baseada na experiência – denominada prova “prima facie”)*” (in: Aspectos Jurídicos do insider trading. Superintendência Jurídica. www.cvm.gov.br).

⁶⁰ O mesmo ponto pode ser dito em relação ao mercado acionário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

dos derivativos cambiais, é claro indicativo da importância o mercado atribuiu à informação.

77. Por todos os motivos acima apontados, não vejo, ainda, como tentar equiparar o vazamento do dia 17.05.2017 a notícias que haviam sido anteriormente divulgadas acerca de outras delações premiadas com menção ao então Presidente da República ou acerca da possibilidade de executivos da JBS fazerem colaboração premiada, sem que tivessem acarretado oscilações relevantes na taxa de câmbio, a fim de, com isso, tentar afastar a evidente correlação entre a divulgação do conteúdo das Delações Premiadas dos executivos da JBS (incluindo os Irmãos Batista) e a expressiva alta do dólar então observada.

78. Nesse sentido, inclusive, a propósito de tais outras notícias mencionadas pela defesa, vale tecer adicionalmente as seguintes considerações:

- (i) A notícia acerca da delação do então presidente da Transpetro, em 15.06.2016, colocava sob suspeita um pedido de doação para a campanha eleitoral de um dos candidatos ao cargo de prefeito de São Paulo, em 2012, advindo de M.T., já então Presidente interino (eram fatos ocorridos há cerca de 4 anos); ainda assim o dólar sofreu elevação ao longo daquele dia, pontuada pela imprensa, mas, em seguida, recuou com a divulgação da decisão do Federal Reserve sobre os juros nos Estados Unidos e o anúncio de que o Governo Federal proporia prazo de 20 anos para a regra de limite (teto) do crescimento dos gastos do Governo⁶¹;
- (ii) Quando houve a revelação, pelo O Globo, da delação de executivos da Odebrecht, em 25.10.2016, com menção a M.T., a trajetória de queda do dólar foi atribuída notadamente à influência de um grande fluxo de repatriação de recursos mantidos irregularmente no exterior, cujo prazo de regularização se encerraria em 31.10.2016⁶². As primeiras notícias sobre tais acordos de colaboração premiada surgiram bem antes, tendo sido divulgadas quando esses ainda estavam em negociação, entre os dias 05 (após o fechamento dos mercados) e 07.08.2016, o que causou a alta pontual do dólar ao longo do primeiro dia útil subsequente (08.08.2016), como noticiado, embora o câmbio tenha encerrado com leve queda de 0,04%⁶³;
- (iii) Por sua vez, em 12.12.2016, primeiro dia útil seguinte à publicação de notícia pela Folha de SP abrangendo novas menções ao nome do Presidente da República em delação de um dos executivos da Odebrecht (teria sido mencionado 43 vezes), houve novamente alta

⁶¹ Vide, a título exemplificativo: <https://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2016/06/dolar-cotacao-em-15062016.html>; https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2016/06/15/internas_economia.536524/dolar-cai-pela-2-sessao-seguida-apos-sinais-de-manutencao-de-juros-no.shtml (acesso em 11.09.2023).

⁶² Vide: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/10/1826040-dolar-cai-para-r-310-com-fluxo-da-repatriacao-bolsa-recua-030.shtml> (acesso em 11.09.2023).

⁶³ Vide, p.ex., as seguintes notícias: [https://veja.abril.com.br/brasil/odebrecht-cita-\[t.\]-em-negociacao-de-delacao-premiada](https://veja.abril.com.br/brasil/odebrecht-cita-[t.]-em-negociacao-de-delacao-premiada); [https://www1.folha.uol.com.br/poder/2016/08/1799887-\[j.s.\]-recebeu-r-23-mi-via-caixa-2-afirma-odebrecht.shtml](https://www1.folha.uol.com.br/poder/2016/08/1799887-[j.s.]-recebeu-r-23-mi-via-caixa-2-afirma-odebrecht.shtml); <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/08/1800292-pre-delacao-da-odebrecht-faz-dolar-avancar-bolsa-sobe-com-petrobras.shtml>; [https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2016/08/08/internas_economia.543548/dolar-opera-em-alta-ante-real-com-delacoes-envolvendo-\[s.\]-e-\[t.\].shtml](https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2016/08/08/internas_economia.543548/dolar-opera-em-alta-ante-real-com-delacoes-envolvendo-[s.]-e-[t.].shtml) e <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2016/08/08/dolar-fecha-quase-estavel-a-r-3168-de-olho-em-impeachment-e-delacoes.htm> (acesso em 11.09.2023). Na notícia divulgada em 25.10.2016, constou, quanto ao então Presidente da República, que “[e]ntre os nomes citados estão o do presidente [M.T.] (...)”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- momentânea do dólar, atribuída a tal fato, que foi objeto de atenção dos órgãos de imprensa⁶⁴,
- (iv) Ainda que não tenha oscilado de modo expressivo, a alta do dólar observada já perto do fechamento do mercado de 11.04.2017 (até então a trajetória era de queda) foi atribuída especificamente à notícia acerca da abertura de inquérito policial para investigar Ministros de Estado, que havia sido divulgada naquele mesmo dia pela mídia⁶⁵; e
 - (v) O comportamento do dólar também foi influenciado pelas notícias divulgadas pelo Valor Econômico em 13.04.2017, sobre desdobramentos da delação da Odebrecht mencionando o envolvimento do então Presidente da República no pagamento de propinas⁶⁶, e de 28.04.2017, sobre a ameaça de o deputado E.C. delatar núcleo do Governo.

79. Quanto às demais notícias citadas pela defesa envolvendo possível delação por parte de executivos da JBS, mas cuja divulgação, diferentemente do vazamento de 17.05.2017, não causou impacto relevante sobre o câmbio⁶⁷, verifica-se que não continham quaisquer menções específicas a integrantes do Governo ou do Poder Legislativo, muito menos ao então Presidente da República, razão pela qual compreende-se que não tivessem necessariamente um impacto direto sobre o dólar, uma vez

⁶⁴ Vide: <https://istoedinheiro.com.br/dolar-sobe-ante-real-com-pessao-vinda-de-delacoes-da-odebrecht/>. O Valor Econômico então noticiou que o “*dólar fechou em queda frente ao real refletindo o movimento de desvalorização da moeda americana no exterior e a perspectiva de aprovação da PEC dos gastos em segundo turno no Senado (...) apesar da piora no cenário político*”. A reportagem citou, fala de especialista em câmbio: “*A delação da Odebrecht é um vespeiro. As proporções disso ainda não estão refletidas nos preços.*” (v. <https://valor.globo.com/financas/noticia/2016/12/12/dolar-fecha-em-queda-refletindo-exterior-e-perspectiva-por-pec.ghtml>).

⁶⁵ Nesse sentido: “*O dólar fechou em alta em relação ao real nesta terça-feira (11), com a cena política voltando a preocupar o mercado, que segue de olho no andamento da reforma da Previdência no Congresso Nacional, considerada essencial para colocar as contas públicas do país em ordem. O dólar avançou 0,29%, a R\$ 3,1480 na venda, depois de marcar a mínima a R\$ 3,1252 no dia. O dólar futuro tinha alta de cerca de 0,4% no final da tarde. O movimento ocorreu após o site do jornal “O Estado de S. Paulo” publicar que o ministro (...) relator dos processos relativos à operação Lava Jato no Supremo Tribunal Federal (STF), determinou a abertura de inquérito contra nove ministros do governo do presidente [M.T.] e outros políticos da base aliada. “A governabilidade pode ficar comprometida com a indicação dos ministros. Além disso, há vários integrantes da base governista na lista e pode prejudicar a aprovação da reforma da Previdência”, comentou o chefe da mesa de operações de uma corretora local. Segundo a reportagem, o grupo faz parte do total de 108 alvos dos 83 inquéritos que a Procuradoria-Geral da República (PGR) encaminhou ao STF com base nas delações dos executivos e ex-executivos do Grupo Odebrecht, todos com foro privilegiado. (...) Até a publicação da notícia, já na reta final do pregão, o dólar tinha leves variações ante o real por conta da percepção de que o governo conseguiria aprovar a reforma da Previdência, após esforços do governo junto à base aliada.*” (grifos adotados) (fonte: <https://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/dolar-fecha-em-alta-com-expectativa-sobre-reforma-da-previdencia.ghtml>, acesso em 11.09.2023).

⁶⁶ Por exemplo, constou em notícia publicada ao final da tarde daquele mesmo dia: “*O dólar comercial fechou esta quinta-feira (13) em alta de 0,4%, cotado a R\$ 3,146 na venda. (...) O resultado da sessão foi influenciado também pela cautela do mercado em meio às delações no âmbito da operação Lava Jato, com investidores aumentando as ressalvas também antes do feriado*”. Mais cedo, naquele mesmo dia, o dólar apresentava leve baixa ante o real, favorecido pelo ingresso pontual de recursos e pelo movimento no mercado externo, após o presidente dos Estados Unidos afirmar que a moeda norte-americana estava ficando muito forte e também de que gostaria que as taxas de juros permanecessem baixas (<https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2017/04/13/dolar.htm>, acesso em 11.09.2023).

⁶⁷ Trata-se, como já referido, de (i) Coluna da Revista Veja, de 02.04.2017 (domingo), que menciona que Joesley Batista estava disposto a fazer delação; e (ii) Notícias da Folha de SP, de 13.05.2017, que diz que donos da JBS estariam dispostos a fazer delação, e, ainda antes do 1º pregão subsequente, notícia do Valor Econômico, na manhã de 15.05.2017, que diz que investigações da PF estariam acuando sócios da J&F. Nesta última, a única menção ao Governo constou do seguinte trecho: “*Pelo porte da empresa, a maior privada não financeira do país, as investigações estão no radar do governo [M.T.]. E por ter sido a JBS a maior doadora nas eleições de 2014, governos estaduais e parlamentares temem seus efeitos*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que não traziam sinais de risco sobre a governabilidade ou da presença de qualquer outro fator com influência determinante sobre o comportamento da taxa de câmbio⁶⁸.

80. Em suma, embora fases anteriores da Lava-Jato e outras operações da Polícia Federal pudessem já ter sinalizado ocorrência de crimes no âmbito da atuação empresarial do Grupo J&F, acenando, inclusive, a partir de determinado momento, com possível participação de integrantes da classe política, tratava-se, no mais das vezes, ainda de conjecturas. Por sua vez, a existência das Delações Premiadas dos controladores e administradores do Grupo J&F, admitindo (confessando) as práticas criminosas e noticiando o envolvimento do então Presidente da República (com menção à existência de gravação de conversa com essa autoridade) tinha um potencial muito maior de influenciar o comportamento do mercado financeiro como um todo no País (incluindo o mercado de câmbio e de derivativos cambiais).

81. Destarte, improcede também a alegação da defesa de que o mercado já teria precificado os efeitos de uma delação premiada dos executivos do Grupo J&F sobre os preços praticados no mercado.

82. A par da questão da relevância, é, incontroverso, a meu ver, que, à época das negociações com os Derivativos Cambiais objeto deste PAS, ocorridas no Período Suspeito, a informação ainda não havia sido divulgada ao mercado, uma vez que os fatos atinentes às Delações Premiadas só vieram a público com a divulgação de matéria jornalística, ocorrida às 19:30h do dia 17.05.2017.

83. A informação acerca das tratativas para a celebração dos acordos de colaboração premiada, assim como sobre as ações controladas realizadas e a própria assinatura dos acordos deveria, inclusive, ser necessariamente mantida sob sigilo, segundo previa o art. 7º da Lei nº 12.850/2013⁶⁹ e, ainda, diante dos termos pactuados entre o MPF e os colaboradores⁷⁰.

⁶⁸ Em 03.04.2017, a Folha de SP resumiu assim o comportamento do mercado: “Com uma segunda-feira de poucas notícias nos campos econômico e político, a Bolsa brasileira subiu, e o dólar terminou o dia em queda” (<https://m.folha.uol.com.br/mercado/2017/04/1872271-bolsa-tem-alta-modesta-em-dia-de-poucas-noticias-dolar-recua.shtml>, acesso em 11.09.2023). Em 15.05.2017, por sua vez, as notícias sobre a taxa de câmbio destacavam, como fatores para a queda do dólar naquele dia, as expectativas ainda otimistas dos investidores em relação às reformas previdenciária e trabalhista e a alta seguida dos preços do petróleo (v., por exemplo, <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2017/05/15/dolar.htm> e <https://m.folha.uol.com.br/mercado/2017/05/1884209-dolar-cai-e-bolsa-sobe-com-maior-disposicao-do-investidor-a-tomar-risco.shtml>, acesso em 11.09.2023).

⁶⁹ Segundo a redação vigente à época dos fatos: “Art. 7º O pedido de homologação do acordo será sigilosamente distribuído, contendo apenas informações que não possam identificar o colaborador e o seu objeto. § 1º As informações pormenorizadas da colaboração serão dirigidas diretamente ao juiz a que recair a distribuição, que decidirá no prazo de 48 (quarenta e oito) horas. § 2º O acesso aos autos será restrito ao juiz, ao Ministério Público e ao delegado de polícia, como forma de garantir o êxito das investigações, assegurando-se ao defensor, no interesse do representado, amplo acesso aos elementos de prova que digam respeito ao exercício do direito de defesa, devidamente precedido de autorização judicial, ressalvados os referentes às diligências em andamento. § 3º O acordo de colaboração premiada deixa de ser sigiloso assim que recebida a denúncia, observado o disposto no art. 5º”.

⁷⁰ O fato de informações acerca das Delações Premiadas terem vazado previamente para certos integrantes da imprensa não inviabilizou a respectiva homologação pelo Ministro Fachin, em 11.05.2017. O referido vazamento, não se sabe exatamente por quem, para esses jornalistas, que mantiveram reserva sobre os fatos até a noite de 17.05.2017, tampouco poderia ser



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

84. Logo, ainda que na mesma época tenham sido divulgadas na mídia algumas poucas notícias esparsas sobre a possibilidade de os Irmãos Batista negociarem acordos de colaboração premiada, tais notícias eram até então especulativas e sem quaisquer detalhamentos, de modo que não tiveram o condão de afastar a confidencialidade das informações que eram objeto dos acordos que vinham sendo efetivamente negociados com o MPF pelos Irmãos Batista e demais executivos do grupo J&F.

85. A questão da disseminação da informação pela mídia e de que forma ela pode afetar o caráter sigiloso da informação deve ser analisada com ponderação. Vale aqui, mais uma vez, o paralelo com a infração de *insider trading*. Como já decidiu o Colegiado da CVM:

“Mesmo no caso de divulgação, pela mídia, de dados mais detalhados sobre determinado fato, é possível que a assimetria informacional existente entre os *insiders tradings* e o restante do mercado não seja atenuada, porque os primeiros têm certeza daquilo que sabem e o mercado ainda está diante de especulações e incertezas. Assim, o vazamento de informações relevantes não necessariamente quer dizer que a informação deixou de ser privilegiada. O juízo de valor acerca da qualidade da informação e, conseqüentemente, da existência, ou não, da vedação de sua utilização em negociações de mercado, somente pode ser feito diante das circunstâncias do caso concreto”.⁷¹

86. Resta, pois, evidenciado que Wesley Batista se encontrava em posição de desigualdade em relação aos demais participantes do mercado de derivativos de câmbio, por deter Informação Privilegiada (i.e., relevante e inacessível) que, uma vez divulgada, impactaria positivamente a cotação do dólar.

c) Indevida Posição de Desequilíbrio ou Desigualdade

87. Observe-se, não obstante, que é o efetivo uso da Informação Privilegiada pelo acusado na negociação de Derivativos Cambiais, antes de sua divulgação, que o coloca, de fato, numa indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em relação aos demais participantes das operações, e, portanto, daquele mercado, configurando o uso de prática não equitativa⁷².

88. Em outras palavras, o fato de o participante deter a informação privilegiada, por si só, não traz maiores conseqüências, mas, ao valer-se da informação não divulgada em negociação com valores mobiliários, ele viola o dever que se extrai do próprio enunciado do item II, “d”, da ICVM nº 8/1979, qual seja, o de atuar em condições equitativas com os demais participantes das operações do mercado. Tal dever, explique-se, apenas reflete, na forma de obrigação, a vedação contida na norma. Na base dessa

considerado como divulgação da informação privilegiada, uma vez que essa só atingiu o público em geral com a publicação da notícia propriamente dita, pelo órgão de imprensa.

⁷¹ PAS CVM nº RJ2013/8609, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 09.05.2017. A decisão citada foi proferida em processo no qual se apurava a prática de *insider trading*, mas o mesmo racional se aplica ao presente PAS, em que se apura a ocorrência de prática não equitativa mediante uso indevido de informação privilegiada no mercado de derivativos cambiais.

⁷² A utilização de informação privilegiada na negociação de valores mobiliários tem sido considerada modalidade de prática não equitativa, quando não se enquadre na tipificação mais específica do *insider trading*, prevista no art. 4º, inciso IV, “c”, da Lei nº 6.385/1976, no art. 155, §§ 1º e 4º, da Lei nº 6.404/1976 e regulamentada no art. 13 da ICVM nº 358/2002.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

construção encontra-se a proteção ao “princípio da equidade nas negociações”, tratado anteriormente⁷³.

89. A defesa, por sua vez, aduz que era condição *sine qua non*, para que Wesley Batista negociasse com os Derivativos Cambiais em posição de desigualdade com o mercado, que ele conhecesse exatamente a data em que a divulgação sobre as Delações Premiadas ocorreria, para que soubesse quando ocorreria a elevação da cotação do dólar e pudesse aproveitar-se disso de alguma forma. Isso porque, sem que conhecesse a data do vazamento, seria impossível realizar qualquer operação cambial em posição de desigualdade com os demais participantes do mercado, pois seria impossível ao acusado prever para quando deveria ajustar as datas do contrato de derivativos para que sua atuação fosse exitosa ou saber o que ocorreria no turbulento cenário político-econômico brasileiro da época até que as Delações Premiadas se tornassem de conhecimento geral.

90. Complementa, então, que nenhum dos colaboradores sabia quando as Delações Premiadas seriam reveladas (dada a dinâmica processual envolvida até a respectiva homologação pelo Poder Judiciário e o levantamento do sigilo), nem poderia saber (conforme corroborado por manifestação do MPF na Busca e Apreensão Criminal⁷⁴). E pontua também que tampouco Wesley Batista teria vazado o conteúdo das Delações Premiadas (nem tinha interesse em fazê-lo, ante o risco de perder os benefícios), de modo que Wesley Batista não teria como se beneficiar da Informação Privilegiada para fins de prática não equitativa (e, muito menos, as sociedades acusadas).

91. Como se vê, a defesa questiona como a informação poderia ser utilizada em favor do acusado sem que se desse exatamente o momento em que seria divulgada. O argumento, porém, a meu ver, não é convincente.

92. Não vislumbro como necessário, para fins de caracterização do uso de práticas não equitativas na negociação de valores mobiliários mediante uso de informação privilegiada, que o participante tenha absoluta certeza em relação ao momento em que a informação virá a público. Basta, que exista a expectativa de que isso ocorrerá e influenciará o comportamento do valor mobiliário adredemente negociado com o uso da referida informação, para que daí decorra a posição de desigualdade indevida⁷⁵.

93. Nesse sentido, Wesley Batista admitiu, em depoimento, que os colaboradores imaginavam que

⁷³ Divergindo de alguns entendimentos manifestados em precedentes do Colegiado sobre o tema, considero que a posição de desigualdade de que cuida o item II, “d”, da ICVM nº 8/1979 será indevida sempre que o participante infrinja o dever de atuar em condições equitativas no mercado de valores mobiliários, ínsito àquele mesmo dispositivo, e não apenas quando tal posição resulte de violação a dever legal ou fiduciário advindo de outra fonte normativa autônoma.

⁷⁴ Doc. 0371400. Para a defesa, a possibilidade efetiva de uma colaboração só se deu em 03.05.2017, com a assinatura dos acordos de delação (ainda não homologados).

⁷⁵ Expectativa está associada à probabilidade, e não à certeza, de que algo venha a acontecer.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

as Delações Premiadas fossem divulgadas em junho ou julho de 2017⁷⁶, o que indica que, em alguma medida, detinham informações a respeito do futuro levantamento do sigilo do processo criminal ou, no mínimo, de que não era totalmente imprevisível quando a informação seria formalmente divulgada.

94. Mesmo admitindo que Wesley Batista não soubesse do iminente vazamento da informação pela imprensa, nem dele tivesse participado, a conclusão também não se altera. O furo jornalístico que acarretou o vazamento do teor de informações acerca das Delações Premiadas e dos ilícitos objeto de delação (ainda que não em sua integralidade) apenas antecipou o que se esperava ocorreria oficialmente talvez em um ou dois meses, mas confirmou que se tratava, portanto, de informação relevante e restrita⁷⁷.

95. Por isso, é igualmente descabida a premissa, por vezes considerada pela defesa na tentativa de descaracterizar a posição de assimetria informacional dos Acusados, de que o mais relevante neste caso seria o conhecimento do momento do vazamento do conteúdo das Delações Premiadas.

96. Desse modo, restou evidenciado que as operações com os Derivativos Cambiais foram realizadas quando Wesley Batista já tinha a expectativa de que a Informação Privilegiada por si detida seria em breve divulgada, com os efeitos daí previsíveis sobre o mercado de derivativos de câmbio, de modo que era, em tese, possível que o acusado dela tivesse se valido na consecução das referidas operações.

d) O uso da Informação Privilegiada nas operações com Derivativos Cambiais

97. Extrai-se da tese acusatória que o uso da prática não equitativa teria se configurado por Wesley Batista ter decidido e ordenado a realização de operações com os Derivativos Cambiais motivado pelo conhecimento da gravidade da informação por ele detida acerca das Delações Premiadas e dos impactos que adviriam de sua divulgação sobre o mercado de dólar. O trecho a seguir transcrito, contido nas “considerações finais” do RI, resume bem o argumento:

“313. Conforme restou demonstrado ao longo do presente relatório, **Wesley Batista** detinha o **controle sobre as decisões** de operações e **ordenou a compra de contratos derivativos de dólar** de forma consciente, **motivado pelo forte efeito que a publicação do conteúdo do acordo de colaboração premiada ocasionaria** no preço do dólar, **informação sigilosa que o colocava em posição de desigualdade** em face dos demais participantes das operações e dos demais participantes de todo o mercado de dólar, que não conheciam a informação de

⁷⁶ Ao ser perguntado, em depoimento perante a Polícia Federal, se tinha alguma expectativa sobre quando a delação viria a se tornar pública, Wesley Batista afirmou que “o advogado [F.A.S.] fazia um cálculo grosso de que isto ocorreria de 30 a 60 dias após a audiência de homologação no STF, ou seja, algo em torno de junho ou julho” (Doc. 0372775) e, ao depor perante a Justiça Federal, reiterou que uma das advogadas atuantes no processo de delação premiada “chegou a falar: “olha, esse negócio deve demorar pra junho”, mas eu não me recordo exatamente se ela precisou data” (Doc. 1080530) (grifei).

⁷⁷ Com o levantamento do sigilo das Delações Premiadas, no dia 18.05.2017, foi divulgado pela JBS um Comunicado ao Mercado acerca do assunto. A forma de divulgação foi considerada inadequada, de modo que o DRI da JBS foi condenado pelo Colegiado da CVM à pena de advertência pela divulgação do fato relevante por meio equivocado (PAS CVM nº 19957.007010/2017-51, Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba, j. em 04.07.2018).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

extrema importância por ele detida.”

(grifos aditados)

98. Considerando, porém, que as operações foram efetuadas em nome da JBS, da Seara e da Eldorado, cabe analisar separadamente as situações de cada uma delas, tomando em conta as suas especificidades na atuação do mercado de derivativos de câmbio e tendo em vista que Wesley Batista ocupava posições distintas nas respectivas estruturas de governança.

JBS

99. Segundo a Acusação, nas operações com derivativos cambiais realizadas pela JBS não era observada a estrutura de aprovação e controle por órgãos superiores, separação de funções e formalização de diretrizes e estratégias em atas, prevista na Política de Hedge⁷⁸ da companhia. Embora as decisões quanto a montagem e desmontagem de posições da JBS em derivativos cambiais coubessem, formalmente à Comissão de Gestão de Risco (“Comissão”), era Wesley Batista quem, na prática, decidia sobre as operações, dado que a Comissão era composta por ele próprio e mais dois subordinados⁷⁹.

100. Também segundo a Acusação, as motivações para montagem e desmontagem de posições da JBS em derivativos cambiais eram marcadas pelo seu caráter especulativo, como se depreenderia do histórico de atuação da companhia⁸⁰.

101. Para a Acusação, o controle de Wesley Batista sobre as decisões tomadas no âmbito da Comissão ficou ainda mais evidenciado no caso das operações objeto deste PAS, uma vez que somente o próprio Wesley e R.H., Diretor de Controle de Riscos, responsável pela área que executou as operações, participaram das reuniões da Comissão realizadas no mês de maio de 2017, estando ausente o terceiro integrante. Nesse sentido, a Acusação aduziu que foi de Wesley Batista a decisão de montagem da

⁷⁸ Em resposta ao Ofício nº 152/2017/CVM/SPS/GPS-3, de 09.06.2017 (Docs. 0309541, 0309545, 0309552, 0309556, 0309558 e 0309561), a JBS enviou o documento denominado “Política de Gestão de Riscos” (Doc. 0372893), informando que este documento constituía a Política de Hedge da companhia, aprovada pelo CA em 15.12.2014 (Doc. 0372896).

⁷⁹ Segundo a Política de Hedge: “A Comissão de Gestão de Riscos é um órgão de caráter operacional, instituído pelo CEO da JBS, responsável por elaborar, propor e coordenar a implementação desta Política de Gestão de Riscos. Também são responsabilidades desta Comissão a avaliação de soluções propostas pela Diretoria de Controle de Riscos para mitigar riscos, a definição de limites de exposição e o estabelecimento da Diretriz de Proteção da Companhia para encaminha e aprovação do Conselho de Administração e seus respectivos órgãos de assessoramento”. As operações que extrapolassem o limite de alçada, que fossem realizadas com bancos ou com mudança de estratégia dependiam de decisão prévia da Comissão, composta pelo Diretor de Controle de Risco, pelo Diretor de Administração e Controle e pelo Diretor Presidente

⁸⁰ A Acusação apontou o suposto caráter especulativo dos movimentos realizados pela JBS no mercado de derivativos cambiais desde janeiro de 2013 até a desmontagem da posição em abril de 2016. Em resumo, segundo a Acusação, a JBS tinha dívida em dólar maior que os ativos em dólar, portanto era vendida em dólar. Assim, diferentemente de uma companhia que tem uma política de *hedge* na qual nunca fica exposta, na JBS, o *hedge* da posição vendida era ou não montado à escolha da companhia, de modo que, independentemente da fundamentação da montagem da operação, tratava-se de uma opção por operações que não seriam apenas *hedge*. Como a JBS optava, em alguns momentos, em ter o balanço em reais, pagar juros baixos em dólar e correr o risco, para o balanço, de oscilações na taxa de câmbio (em vez de fazer o *hedge* e pagar taxa de juros em reais), nesses momentos, a companhia especulava, deixando de pagar o diferencial de juros em troca de correr o risco de oscilações no câmbio (vide maiores detalhes nos itens 80 a 86 da Peça de Acusação).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

posição em dólar, em meio às formalidades finais para a celebração das Delações Premiadas com o MPF.

102. A Acusação alegou, ainda, que foi Wesley Batista quem também ordenou o efetivo início das compras, em 05.05.2017, logo após a assinatura das Delações Premiadas em 03.05.2017, tendo partido, igualmente, do acusado a decisão e a ordem para que a JBS entrasse em bolsa em 17.05.2017, durante a tarde, para efetuar a compra de expressiva quantidade de contratos futuros de dólar, indicando o senso de urgência, após provável conhecimento de que ocorreria o vazamento naquele mesmo dia⁸¹.

103. Tais circunstâncias reforçariam que a motivação para as compras foi o conteúdo das delações.

104. A defesa, por sua vez, buscou demonstrar que a realização de negócios com derivativos cambiais pela JBS era legítima e tinha racionalidade econômica, por atender a necessidades de *hedge*, alinhando-se, portanto, ao interesse social. Argumentou que operações com derivativos cambiais antes ocorridas já haviam sido objeto de supervisão da CVM, sem que tivessem sido apuradas quaisquer ilicitudes.

105. Entendo que a defesa logrou evidenciar que a realização de negociações com derivativos cambiais pela JBS não era algo que fugisse à normalidade, considerando que a JBS, pelas atividades que desempenhava, chegou a montar, no passado, posições em dólar inclusive em montantes superiores às tratadas neste PAS, consoante decisões tomadas a partir do monitoramento dos riscos cambiais decorrentes do ambiente político-econômico em que operava, realizado por uma equipe que contava com estrutura diferenciada e reconhecida *expertise* sobre a matéria⁸².

106. Vale dizer, segundo a estratégia da JBS, para evitar custos desnecessários, essa contratava *hedge* global⁸³ quando entendia haver risco de desvalorização do real frente ao dólar, preferencialmente via

⁸¹ Segundo a Acusação, os indícios de que as operações do dia 17.05 foram feitas em caráter de urgência e com provável conhecimento do vazamento que se seguiria foram: (i) a contradição entre a calma com que a JBS operou no início do dia e a pressa para entrar em bolsa no meio da tarde, incluindo requisição de caixa no próprio dia, provavelmente máximo para liquidez imediata, e a compra de títulos para liquidação no próprio dia, fora do padrão comum, a indicar que a decisão foi tomada no próprio dia e com urgência; (ii) a contradição entre a posição que Wesley Batista afirmou se teria decidido fazer em derivativos de dólar, a qual já teria sido atingida apenas com as operações de NDF, em 17.05.2017, e o volume excedente feito em bolsa, sinalizando que a decisão se deu no mesmo dia; (iii) o alto volume comprado após a ordem, alto até para os altos padrões da JBS, também indicando a urgência; e (iv) o padrão segundo o qual as compras ocorriam proximamente aos horários das operações de venda casadas com as compras de NDF, as quais pareciam ser próximas ao horário de confirmação de fechamento das operações. Esse padrão e o fato das compras no dia 17 terem sido realizadas no fim do dia indicariam que a ordem foi dada próxima a esse período, ou seja, perto do fim do dia (i.e., na tarde de 17.05.2017).

⁸² Restou evidenciado que a mesa de operações de tesouraria da JSB era altamente qualificada (como reconhecido também pelas áreas técnicas da CVM em outras ocasiões e em manifestações na fase investigativa deste PAS). Tal mesa de operações simulava a estrutura de um banco de investimentos (*backoffice, middleoffice, frontoffice*), e atuava em três frentes: (i) operacionalização da posição de *hedge* para proteger a exposição consolidada da companhia, também provendo a inteligência de mercado; (ii) execução de outras operações financeiras, inclusive *hedges* pontuais, relativo a ativos subjacentes particulares, tais como operações com commodities (em especial boi gordo e grãos), atreladas a um contrato ou operação específica, e derivativos contra riscos associados à variação da taxa de juros; e (iii) pequenas operações com derivativos variadas para gerar valor à JBS, dentro de alçadas definidas segundo a posição ocupada por cada profissional atuante (*book próprio*), de modo a atrair bons profissionais, conferindo-lhes remuneração variável.

⁸³ Em outras palavras, para minimizar o risco de sua exposição integrada líquida.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

NDF, via obtenção de limites de crédito perante bancos e, conforme o caso, visando baratear as taxas a serem cobradas, comprando contratos futuros em posição semelhante à adotada na NDF e os transferindo para os bancos para que esses não assumissem risco cambial na operação, ou, uma vez esgotados os limites de crédito, montando posições em contratos futuros na bolsa (que demandam depósitos de margem e ajustes diários), com isso preservando, o quanto possível, o respectivo caixa.

107. Não obstante, entendo que deve ser relativizada a importância do histórico de atuação da JBS no mercado de derivativos cambiais no deslinde deste PAS. É que nada impediria que alguém fizesse uso de práticas não equitativas em determinados tipos de negociações no mercado de capitais com os quais já estivesse habituado a atuar. A habitualidade, conforme o caso, pode, no limite, até mesmo dificultar a identificação de eventual conduta irregular, quando essa aparentemente não destoe das usualmente praticadas pelo infrator, ao efetuar operações de natureza similar. Se é verdade que a excepcionalidade do comportamento do acusado pode, em muitos casos, constituir indício de prática de irregularidade, o inverso não necessariamente ocorre.

108. Não ignoro, de outra parte, ter restado evidenciado, no âmbito dos Processos CVM nº SP-2009/32 e nº RJ-2015/1732, conduzidos pela SMI e pela SEP⁸⁴, que aquelas áreas técnicas, após examinarem as operações com derivativos cambiais realizadas pela JBS ao longo de vários anos, não as consideraram como meramente especulativas. Por outro lado, noto que aquelas Superintendências identificaram que a Política de Hedge da JBS, tal como concebida, possibilitava que ditas operações, a despeito das intenções com que contratadas, podiam, na prática, não necessariamente resultar em proteção patrimonial. Ou seja, a existência de um possível componente especulativo na Política de Hedge da JBS foi, de fato um ponto que chamou a atenção da CVM, à época, tanto que gerou a emissão de ofício de alerta à JBS para que adequasse as informações prestadas então sobre sua atuação no mercado de derivativos cambiais⁸⁵.

109. De todo modo, para fins de caracterização de uso de práticas não equitativas, esse aspecto também é secundário, pois o que se veda consoante a definição constante da alínea “d” do item II da ICVM nº 8/1979 é a negociação de valores mobiliários em posição indevida de desequilíbrio ou

⁸⁴ O Processo CVM nº SP-2009/32 teve por objeto a análise das negociações da JBS no mercado futuro, ao passo que o Processo CVM nº RJ-2015/1732 analisou as informações divulgadas pela JBS quanto à atuação no mercado de câmbio. As cópias dos autos dos referidos processos foram juntadas como docs. 9 e 10, anexos à defesa conjunta de JBS e Seara (Docs. 0520015, 0520050 e 0520077).

⁸⁵ Trata-se do Ofício de Alerta nº 1/2016-CVM/SEP/GEA-5, de 10.03.2016, expedido ao DRI da JBS, no Processo CVM nº RJ-2015/1732, em que constou o seguinte: “(...) verificou-se que o item 5.2e de seu Formulário de Referência 2015 informa que “a Companhia opera instrumentos financeiros com o objetivo exclusivo de proteção patrimonial (hedge)” (...) alertamos V.Sa. para que a Companhia revise o conteúdo do item 5.2e de seu Formulário de Referência, de modo a informar que as operações da Companhia com instrumentos financeiros podem não necessariamente resultar em proteção patrimonial, tendo em vista a norma da Política de Gestão de Riscos da Companhia, que permite “cobertura” entre 0 e 1,5 vez o fator de risco, bem como que reapresente o seu Formulário de Referência até o dia 24.3.2016 contendo a referida revisão, sem o que a Superintendência de Relações com Empresas poderá adotar as medidas administrativas cabíveis” (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.cvm.gov.br

desigualdade, o que prescinde da natureza especulativa da transação, e por isso, obviamente, a infração poderia ocorrer, em tese, até no bojo de operações que consubstanciassem *hedge*, após a devida consideração das circunstâncias do caso concreto. A especulação não integra o tipo administrativo.

110. Ainda que se reconheça a habitualidade e o caráter não especulativo das operações com derivativos de câmbio realizadas no passado pela JBS, isso não afasta a hipótese, sobre a qual se fundamenta o RI, de que as operações realizadas no Período Suspeito objeto deste PAS teriam sido motivadas pela Informação Privilegiada detida por Wesley Batista.

111. A defesa, sem embargo, argumenta que a Acusação teria ignorado os esforços da JBS em demonstrar a boa-fé da companhia, que podia ser evidenciada a partir dos estudos da Métrika, da NERA e da FIPECAFI⁸⁶, os quais, a seu ver, teriam demonstrado que, a exemplo das operações realizadas em anos anteriores, as negociações com os Derivativos Cambiais, no Período Suspeito, não foram atípicas e ostentavam racionalidade econômica, à luz da estratégia de *hedge* da companhia.

112. Também argumenta a defesa que a decisão de montar a posição teria sido tomada pela Comissão de Gestão de Risco da JBS ainda em abril de 2017, mês em que R.H. realizou uma apresentação ao Comitê Financeiro e de Gestão de Riscos, na qual teriam sido abordados os fatores que poderiam ensejar riscos cambiais, e, portanto, tal decisão teria se dado antes da celebração das Delações Premiadas.

113. A meu ver, busca-se com tais argumentos afastar, em alguma medida, a ideia de que a Informação Privilegiada tivesse motivado as negociações em questão, as quais, segundo a defesa teriam supostamente ocorrido com base em fundamentos econômicos concernentes à estratégia de *hedge*.

114. A defesa, a meu ver, conseguiu demonstrar a plausibilidade do argumento de que determinados fatores político-econômicos observados a partir do início de 2017 podiam indicar uma apreciação futura do dólar frente ao real, inclusive à luz de opiniões de gestores de carteiras de investimentos⁸⁷, destacando-se o relatório elaborado pelo Fundo Verde, nos meses de fevereiro a abril de 2017⁸⁸, e na

⁸⁶ O estudo FIPECAFI atestou, quanto às operações contratadas em maio de 2017, que: (i) não havia evidências de que as operações fossem anormais (resultados com derivativos foram inferiores a períodos anteriores e a companhia já havia realizado ganhos antes seguindo a mesma estratégia e exposição ao risco cambial era muito superior aos volumes contratados); (ii) a variação cambial no segundo trimestre de 2017 gerou prejuízo de R\$ 1,371 bilhão e os ajustes positivos com os derivativos foi de R\$ 263 milhões (restando uma diferença negativa de mais de R\$ 1 bilhão); (iii) as operações apresentavam fundamentos econômicos (outros participantes divulgavam expectativas de sobrevalorização do real; em 2015 a JBS teve ganhos de cerca de R\$ 10 bilhões com a mesma estratégia; e a CVM arquivou o processo em que questionou a companhia sobre essas operações, após as explicações dadas); (iv) as operações eram parte da rotina da companhia.

⁸⁷ Segundo alegado, JBS se valia de relatórios elaborados pelo Fundo Verde, JP Morgan, Goldman Sachs, Gávea, entre outros.

⁸⁸ Destaco os seguintes trechos: (i) Relatório de fevereiro/2017: “(...) *As perdas vieram da exposição de moedas (...) também na pequena posição comprada em Dólar contra o Real. (...) Acreditamos num contínuo fortalecimento do Dólar, especialmente contra moedas da Ásia, embora isso não tenha se refletido nos preços em 2017. (...) No câmbio, **montamos uma pequena posição comprada em Dólar, pois vemos o Real sobrevalorizado nos níveis atuais**, embora a força dos preços*”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Carta emitida pela SPX, relativa a março de 2017⁸⁹. As provas acostadas aos autos também dão conta de que tais fatores macroeconômicos vinham sendo monitorados pelas equipes responsáveis pelo controle de riscos da JBS⁹⁰ e começavam a aparecer em algumas interações internas⁹¹. Cabe desconsiderar, porém, o documento denominado Opinião Risk management⁹², contendo análise de cenário macroeconômico por C.C., gerente de investimentos da JBS, convergente com a tese de defesa, mas que foi elaborado já após o vazamento quanto às Delações Premiadas, como apontou a Acusação, que viu, inclusive, nesse fato um indício de tentativa de criação de cenário retroativo para justificar que as negociações com os Derivativos Cambiais tinham sido motivadas por fundamentos econômicos.

115. Por sua vez, os estudos técnicos produzidos após a instauração deste PAS e apresentados com a finalidade de corroborar os argumentos da defesa ajudaram a reconstruir o cenário macroeconômico existente à época dos fatos⁹³.

*de commodities até aqui venha nos surpreendendo”; (ii) Relatório de março/2017: “(...) E perdas vieram de moedas, principalmente no dólar contra moedas asiáticas (...) contrabalançado por **pequenos ganhos na compra de euro e posição comprada em dólar contra o real**. (...) A aprovação de uma reforma da previdência robusta (...) é condição necessária, mas não suficiente, para que (i) o teto dos gastos funcione; e (ii) para que a trajetória da dívida/PIB fique bem-comportada. Diante desse contexto, vemos com bastante preocupação os sinais vindos de Brasília nas últimas semanas. (...) **O aumento da nossa percepção de risco, até aqui pouco refletida nos preços dos ativos, nos levou** (...) e também **a um aumento da posição comprada em dólar contra real**. (...)”; (iii) Relatório de abril/2017: “(...) A votação da reforma no plenário da Câmara continua sendo postergada, e vemos risco de mais diluição (...) **O otimismo exacerbado com Brasil** (e mercados emergentes em geral) **continua permeando o universo de investidores globais e locais, o que é demonstrado pelos fluxos.**” (todos os grifos aditados) (Doc. 0372835).*

⁸⁹ Textualmente: “No Brasil, a já baixa popularidade do governo [M.T.] caiu ao longo do mês, com o impacto de notícias sobre a Operação Lava Jato, julgamento da chapa no TSE e a reforma da Previdência. **A grande força que o governo apresentava na aprovação das medidas no Congresso parece estar diminuindo** e dificultando a aprovação da reforma da Previdência. Sendo assim, algumas alterações devem ser feitas na proposta original, levando à aprovação de uma reforma menos ambiciosa. **O resultado final deve ser uma reforma da Previdência incompleta**, que precisará ser revista nos próximos anos para que o teto de gastos seja respeitado. (...) A seguir nossas principais alocações. (...) Moedas **Continuamos comprados no dólar** americano contra uma cesta de moedas. (...)” (grifos aditados). A referida carta é um dos anexos à defesa conjunta de JBS e Seara (Doc. 0519952).

⁹⁰ Em seus depoimentos perante a CVM, R.H. e C.C. comentaram sobre os fatores que indicavam uma mudança de comportamento do dólar frente ao real, valendo citar os seguintes: (i) a situação econômica voltou a se instabilizar no início de 2017; (ii) houve queda de 30% no minério de ferro sem afetar o dólar; (iii) a Operação Lava-Jato começa a chegar perto do núcleo da Presidência (assessores diretos começam a estar envolvidos nos escândalos), dificultando, com isso, o poder de aprovação de reformas pelo governo; (iv) sinais de dilapidação da Reforma da Previdência, com comprometimento do resultado fiscal (vide transcrição dos depoimentos nas razões de defesa conjunta da JBS e Seara).

⁹¹ Cite-se: (i) o entendimento apresentado pelo economista-chefe da JBS USA sobre as projeções para a oscilação da taxa de dólar ante o cenário econômico mundial; (ii) contatos de R.H. e C.C. com agentes de mercado sobre a percepção acerca da oscilação do dólar (com destaque para o Fundo Verde); (iii) reuniões do Comitê Financeiro e de Gestão de Riscos (que discute temas mas não decide) por 3 vezes em 2017, antes da montagem da posição em dólar (30.01, 06.03 e 27.04), para discutir, dentre outros assuntos, a questão da proteção da JBS contra riscos cambiais, sendo que (a) na primeira reunião, a questão ainda estava incipiente, não tendo havido qualquer deliberação sobre *hedge*; (b) na segunda reunião, houve apresentação sobre o tema, com menção ao risco cambial; (c) na terceira reunião, R.H., que estava formalmente de férias, fez, remotamente, apresentação sobre o risco cambial.

⁹² Doc. 0372827.

⁹³ Quanto à racionalidade econômica da montagem de posição em dólar pela JBS em maio de 2017, o Estudo FIPECAFI



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

116. A defesa conseguiu, ainda, demonstrar que a realização de operações com derivativos cambiais envolvia, na prática, uma estrutura integrada por diferentes pessoas e órgãos da JBS, ainda que seja necessário também reconhecer, como asseverado pela Acusação, que tal dinâmica não obedecesse rigorosamente aos termos da Política de Hedge da companhia⁹⁴.

117. Em suma, segundo o que restou apurado, tais operações seguiam o seguinte roteiro básico:

- (i) A Diretoria Financeira⁹⁵ ou a Diretoria de Controle de Riscos, ambas não estatutárias,

apontou que o Fundo Verde acreditava que o real estava sobrevalorizado em relação ao dólar, conforme notícia publicada em 08.03.2017, e que a análise da posição líquida dos participantes em derivativos de dólar indicou um aumento na tomada de posição em contratos futuros de dólar entre abril e maio de 2017 tanto para posições tomadas por fundos (...) e que, portanto, outros agentes de mercado compartilhavam da percepção de que o real estava sobrevalorizado (Doc. 0372990).

⁹⁴ Segundo o RI, constatou-se que: “42. De acordo com a política de hedge (...), após sua aprovação em 15.12.2014, o CA teria passado, imediatamente, a monitorar seu cumprimento (...). 43. Entre as determinações de atividades passíveis de monitoramento pelo CA pode-se observar o estabelecimento da Diretriz de Proteção da Companhia, pela Comissão de Gestão de Riscos (Comissão), a ser publicada em ata, para encaminhamento e aprovação do CA e seus respectivos órgãos de assessoramento (...). Após aprovada essa Diretriz de Proteção, a Comissão deveria propor estratégias que, se aprovadas pelo CA, seriam, então, executadas pela Diretoria Financeira (...). 44. Entretanto, questionada (...), a JBS não apresentou a esta CVM qualquer documento ou ata da Comissão ou do CA e de seus respectivos órgãos de assessoramento, desde 15.12.2014, com aprovação de alguma Diretriz de Proteção. 45. (...) ao ser demandada que enviasse as Diretrizes de Proteção da Companhia, vigentes desde 15.12.2014, e respectivas aprovações, a Companhia esclareceu: “que as Diretrizes de Proteção são discutidas em reuniões da Comissão de Gestão de Risco, contudo tais Diretrizes não são encaminhadas ao Conselho de Administração” (...) 46. Também não há evidência de aprovação alguma de estratégia em instrumentos financeiros derivativos proposta pela Comissão em ata do CA posterior a 15.12.2014, nem de algum de seus órgãos de assessoramento. 47. Além disso, Wesley Mendonça Batista, Diretor Presidente da JBS, em depoimento a esta CVM (0337186), (...) respondeu que “para o Conselho, não tem reporte nem diário nem semanal, nada, o Conselho o que tem é que ele dá um limite de que ‘olha, a Companhia pode estar zero de hedge ou até 150% hedgeado’. Quando que o Conselho toma conhecimento disso? A cada trimestre, quando fecha o trimestre, é publicado nas DFs a posição que a Companhia tem, ali o Conselho toma conhecimento disso, é o único momento. De Conselho é isso, o Conselho, ele não é informado durante o processo e tal, porque ele deu aquele limite e entende que dentro daquele limite ele não precisa estar envolvido no dia a dia” (15min26). 48. Portanto, observa-se que não havia controle, decisão ou deliberação prévia pelo CA sobre as operações com derivativos cambiais, a não ser a restrição imposta pela Política de Hedge de que oscilasse entre os limites de zero e 1,5 vez a cobertura total do fator de risco (...) 50. Ainda conforme a Política de Hedge, o Comitê de Gestão de Riscos teria a atribuição de verificar o enquadramento à Diretriz de Proteção vigente (...). Entretanto, (...), tais Diretrizes de Proteção não eram encaminhadas para aprovação pelo CA. Assim, conclui-se que o Comitê verificava o enquadramento à Diretriz de Proteção elaborada e executada pela Comissão, sem qualquer necessidade de submissão à aprovação do CA. (...) 52. Ou seja, o Comitê Financeiro e de Gestão de Riscos estaria acima da Comissão de Gestão de Riscos, a qual, conforme a Política de Hedge, determina as Diretrizes de Proteção e as estratégias (...). Entretanto, [R.H.], no depoimento já citado, declarou que “o Comitê não decide” (43min05), “o Comitê é informado apenas” (43min08), “o Comitê só fica sabendo” (43min47), o comitê não tem poder de veto, “não é a função dele” (43min50). Portanto, está claro, sobre o Comitê, que a expressão “acima da Comissão”, (...) refere-se apenas ao caráter informativo. Ou seja, nas operações objeto deste Inquérito, observou-se que o Comitê não decidia nem vetava, pois a Comissão era o órgão competente para decidir as operações com derivativos cambiais, não sendo necessária aprovação alguma de outro órgão nem de ninguém. A única restrição é a já citada no parágrafo 48, qual seja, a de serem respeitados os limites máximos de zero e 1,5 vez a cobertura total do fator de risco. 53. Além disso, Wesley Mendonça Batista, (...) em depoimento a esta CVM (0337186), declarou que “o Comitê de assessoramento ao Conselho também não define se faz hedge, quanto faz hedge, não é nesse nível” (19min51). (...) 68. Apesar da Política de Hedge definir que a Diretoria Financeira é a responsável por executar as estratégias de hedge (...), as investigações demonstraram que é a Diretoria de Controle de Riscos a real responsável pela execução. (...) 74. Ou seja, não havia, na JBS, nas operações com derivativos, a estrutura prevista na Política de Hedge, de aprovação e controle por órgãos superiores, separação de funções e formalização de diretrizes e estratégias em atas”.

⁹⁵ Essa diretoria não manejava instrumentos financeiros de risco, concentrando-se na captação de recursos e gestão do caixa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

constatavam exposição da companhia a determinado risco cambial;

- (ii) A Diretoria de Controle de Riscos reportava à Comissão de Gestão de Riscos o cenário;
- (iii) Se a Comissão aprovasse uma estratégia de proteção cambial, a Diretoria de Controle de Riscos era autorizada a atuar e operar derivativos para montar a posição de *hedge*, preferencialmente no mercado de balcão;
- (iv) O gerente de investimentos era informado e atuava para concretizar as operações, sob supervisão do diretor;
- (v) No sentido inverso, se a Diretoria de Controle de Riscos vislumbrasse baixa probabilidade de estresse no mercado, a Comissão era informada e poderia ponderar sobre a manutenção ou desmonte das operações, seguindo-se os mesmos passos acima;
- (vi) Na prática, a Diretoria de Controle de Risco executava a diretriz definida pela Comissão de Gestão de Riscos, à luz da Política de Gestão de Riscos aprovada pelo CA;
- (vii) Não havia controle, decisão ou deliberação prévia pelo CA sobre as operações com derivativos cambiais, a não ser a restrição imposta pela Política de Hedge de que oscilasse entre os limites de zero e 1,5 vez a cobertura total do fator de risco;
- (viii) A dinâmica acima referida, implementando, no dia a dia, a política de gestão de riscos da JBS, era acompanhada pelo Comitê Financeiro e de Gestão de Riscos⁹⁶;
- (ix) O Comitê reunia-se, também, de forma periódica, oportunidade na qual, seu secretário, R.H., apresentava os principais indicadores do cenário econômico e as perspectivas de risco⁹⁷;
- (x) A partir do exame e discussão da política financeira da JBS e das análises do cenário econômico mundial, cabia ao Comitê auxiliar o CA na aprovação dos termos macro de gerenciamento de riscos, como por exemplo a fixação de limite de posição de *hedge* em relação à exposição da JBS, além do acompanhamento das posições adotadas pela companhia e da sua adequação à exposição cambial do momento;
- (xi) O CA da JBS determinava o limite de posição de *hedge* da companhia e tinha o dever de acompanhar a adequação da exposição cambial adotada.

118. Não há também qualquer evidência de que os demais envolvidos nas operações com os Derivativos Cambiais soubessem da Informação Privilegiada, além de Wesley Batista⁹⁸.

119. Sem embargo, tais circunstâncias não constituem, a meu juízo, contraindícios suficientes para afastar os indícios apontados pela Acusação quanto a que as referidas negociações com os Derivativos Cambiais ocorreram em razão da Informação Privilegiada detida por Wesley Batista.

⁹⁶ O Comitê (reunindo-se, em geral, trimestralmente) tinha como função auxiliar a Diretoria estatutária e o CA da JBS nas análises do perfil da dívida da companhia e dos reflexos do cenário econômico mundial na política financeira da companhia, para que fossem traçadas estratégias macro de proteção contra riscos. Seus membros, à época dos fatos, eram Joesley Batista, Wesley Batista, E.S.P.F., A.N.S. e M.L.L., sendo secretário R.H.

⁹⁷ Tais reuniões podem ser verificadas por meio da leitura de suas atas.

⁹⁸ Os demais signatários das Delações Premiadas também detinham informação privilegiada, mas, quanto a eles, não se atribui qualquer participação nos fatos objeto de apuração neste PAS.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

120. Ainda que no âmbito da JBS pudessem estar em curso análises e interações quanto a uma possível retomada de posição comprada em dólar, alimentadas por suas respectivas equipes, com base em fundamentos econômicos que pudessem justificar uma evolução do entendimento da companhia sobre o comportamento da taxa de câmbio, tais discussões se mostravam ainda incipientes.

121. A defesa, com efeito, menciona que em 25.04.2017, R.H. fez uma apresentação ao Comitê Financeiro e de Gestão de Riscos em que teria demonstrado que a situação econômica brasileira e mundial apresentava um cenário em que a valorização do dólar frente ao real era iminente, uma vez que mesmo os números positivos da economia, principalmente no Brasil, se escoravam em bases frágeis incompatíveis com uma recuperação econômica.

122. No entanto, o estudo da Nera, trazido aos autos pela defesa, apurou que *“a apresentação foi realizada antes da decisão de começar a negociar NDF em US\$/R\$”, “[e]m geral, a apresentação apoiou a ideia de que contratos em US\$/R\$ eram mais atrativos do que haviam sido no passado”* e que *“[n]ão temos conhecimento de nenhuma conclusão ou resolução feita na reunião”,* tendo concluído que *“a apresentação de 25 de abril é confiável, embora não indique claramente um curso de ação recomendado”*⁹⁹, o que se coaduna com o fato de não haver registro de sugestão ou recomendação de montagem de posição em dólar na ata da reunião do Comitê em que feita a citada apresentação, *verbis*:

“Ordem do Dia:

De caráter informativo: apresentações e discussão sobre (i) a dívida de curto prazo da Companhia; (ii) o histórico do valor de negociação das ações da Companhia; e (iii) **o cenário macro econômico no Brasil.**

Deliberações:

De caráter informativo: a reunião iniciou-se com o Diretor de Controle de Riscos da Companhia, Sr. [R.H.], efetuando apresentações em relação aos números do 4T2017 sobre (i) a dívida de curto prazo (12 meses) da Companhia e a exposição frente aos principais bancos; (ii) o histórico do valor de negociação das ações da Companhia (JBSS3), comprado com o Índice IBOVESPA; e (iii) o cenário macro econômico no Brasil para 2017/2018 considerando os principais drivers políticos e a cotação do real/dólar.

A próxima reunião do Comitê Financeiro e de Gestão de Riscos ficou prevista para ocorrer em julho de 2017.

Encerramento: Nada mais havendo a ser tratado, foi oferecida a palavra a quem dela quisesse fazer uso e, como ninguém se manifestou, foram suspensos os trabalhos pelo tempo necessário à lavratura da presente ata, a qual, após reaberta a sessão, foi lida, aprovada por todos os presentes e assinada.”¹⁰⁰ (grifos aditados)

⁹⁹ Doc. 0385180.

¹⁰⁰ Doc. 0300334, Item E, doc.7. Vale mencionar que E.S.P.F., membro do Comitê presente à reunião de 27.04, declarou em depoimento que naquela ocasião R.H. *“apresentou um cenário para o câmbio que indicava uma tendência de alta do dólar e que seria recomendável que a companhia iniciasse tomada de posição em derivativos cambiais como proteção da exposição cambial da dívida da empresa, **mas não houve decisão do Comitê nesse sentido**; QUE a decisão sobre a proteção cambial coube à Comissão de Gestão de Riscos”* (grifos aditados).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

123. De se notar, ainda, que as projeções e estimativas acerca dos efeitos dos fatores macroeconômicos sobre o câmbio, contidas em relatórios de especialistas à época divulgados, não eram necessariamente convergentes. Assim, por exemplo, no relatório elaborado por uma gestora de recursos em maio de 2017 constou o seguinte acerca da sua estratégia que vinha sendo adotada até o advento do vazamento¹⁰¹:

“No Brasil, vínhamos incorporando ao nosso cenário um risco não desprezível de as turbulências políticas afetarem a aprovação das reformas. Por outro lado, **antes das revelações contra o Presidente virem à tona, nos parecia que os esforços para condução da reforma trabalhista e da previdência estavam melhorando gradualmente. Assim, começamos o mês com posições a favor da queda dos juros nominais e reais, abrimos posição comprada no Real (...). Com a eclosão do evento político, tivemos perdas principalmente nas posições em NTN-B e no câmbio (...).** Com o aumento da incerteza, decidimos então inverter o posicionamento da moeda, passando a comprar Dólar contra o Real. (...) **Olhando para frente,** acreditamos que a turbulência política vai atrapalhar a aprovação das reformas. (...)”

No Brasil tivemos perdas especialmente na **operação comprada no Real contra o Dólar que mantivemos até a eclosão da turbulência política (...).**” (grifos aditados).

124. Releva observar que o principal fator considerado pelo cenário apresentado por R.H. e pelos relatórios dos analistas citados - o então Presidente da República e sua capacidade de articulação política para aprovação das reformas - era justamente o que seria diretamente atingido pelo conteúdo das Delações Premiadas, como bem destacado na Peça de Acusação¹⁰².

125. Percebe-se, portanto, que a Informação Privilegiada detida por Wesley Batista agregava ao cenário esperado para o referido mercado de câmbio fatores de risco desconhecidos pelos demais agentes que nele operavam, mas que eram decisivos e, diante da expectativa de que o sigilo das Delações Premiadas seria levantado em junho ou julho, apontavam, particularmente para a iminência de uma crise política no País, com efeitos imediatos sobre os possíveis cenários econômicos que até então se projetavam. Nesse ambiente, aquele que detivesse a Informação Privilegiada e dela quisesse se valer, passando-se despercebido, deveria agir o mais rapidamente possível.

126. Ressalto, ainda, que o estudo da NERA concluiu que *“a prova é consistente com a JBS considerando cobrir seu risco em US\$/R\$ por motivos comerciais em abril de 2017; no entanto, **não***

¹⁰¹ Doc. 0372843.

¹⁰² Não passaram despercebidos pela Acusação certos detalhes do slide da apresentação de R.H. que, segundo a defesa, trazia uma lista de itens que deveriam ser considerados na projeção do preço de negociação do dólar frente ao real, a saber: (i) em vermelho, indicando relação com alta do dólar: vencimentos de *swaps*, cortes de juros, risco geopolítico; (ii) em verde, indicando relação com queda do dólar: fluxo de investimentos e *background* global positivo; e (iii) em cinza, indicando neutralidade: situação política, lava jato, reformas e atividade econômica. Como infere a Acusação, os três primeiros, considerados neutros, são os principais citados por R.H., em depoimento, e foi ele próprio quem fez a apresentação. A atividade econômica está listada no grupo cinza e a apresentação contém slides indicando dificuldades, mas ensaio de retomada, ou seja, não há uma direção clara, pelo contrário, há indicações nos dois sentidos, permitindo concluir que o entendimento era que não se indicava alta nem queda do dólar, era neutro, assim como todo o grupo cinza (N.R. 15 do RI).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

podemos excluir a possibilidade de que o tempo ou o tamanho das negociações de FX tenha sido influenciado pelo conhecimento de Wesley Batista sobre as informações confidenciais.¹⁰³ (grifei).

127. Por isso mesmo, considero que o *timing* das operações, aliado à participação ativa de Wesley Batista ao longo de todo o processo, são os principais indícios, fortes e convergentes, de que as negociações com os Derivativos Cambiais efetuadas no Período Suspeito foram motivadas pela Informação Privilegiada detida pelo acusado. É o que se depreende também da Peça de Acusação:

“92. Sobre isso, Wesley Batista, em depoimento a esta CVM (0337186), questionado se havia alguma fórmula objetiva para **definição do momento de montagem** ou não do hedge, foi claro ao afirmar que “não” e confirmou que o momento de montagem ou desmontagem **depende da opinião da Comissão** (25min41).

.....
212. Em 03.10.2017, a JBS enviou a esta CVM estudo contratado da Fipecafi (0372990) intitulado “Estudo Técnico Contábil-Financeiro Sobre Operações de Contratação de Derivativos Cambiais Pela JBS S/A no Mês de Maio de 2017”, cujo objetivo foi verificar se (...)“apresentaram evidências que pudessem caracterizá-las como operações anormais”.

.....
216. No entanto, o próprio estudo afirma que a Companhia contrata derivativos cambiais “nos momentos em que compreender” e que estes derivativos proporcionaram um “ganho”. Entretanto, o estudo não leva em consideração que desde abril de 2016 a companhia não dispunha de posições significativas nos mercados de derivativos de dólar, e que, **dois dias após (05.05.2017) a assinatura do acordo de colaboração premiada assinado pelos irmãos Batista, iniciou a montagem de posição relevante, timing perfeito.**

.....
228. Por fim, porém não menos importante, e mais uma vez rendendo as devidas vênias, observa-se que, para além do já exposto, todo o esforço empreendido pela renomada instituição cai por terra quando deixa de considerar em sua análise um único elemento, qual seja a existência de um **acordo de colaboração premiada** que se encontrava **em fase conclusiva exatamente no momento em que foram iniciadas as operações** objeto de análise em seu Relatório.

.....
237. Assim, motivado por informação de seu conhecimento **ainda não divulgada** ao público, sigilosa e capaz de impactar fortemente no mercado de câmbio, (parágrafos 91 a 111, 123, 139, 200), **Wesley Batista decidiu** (parágrafo 139) **comprar contratos derivativos de dólar** em nome da JBS, tendo ordenado o início das compras em 05.05.2017 (parágrafo 153), **logo após a assinatura da delação em 03.05.2017. O timing foi perfeito.**” (grifos aditados)

128. As negociações começaram logo após a celebração das Delações Premiadas e sob a expectativa de Wesley Batista de que sua divulgação ocorreria em junho/julho, após homologação pelo STF.

129. Além disso, em que pese houvesse o envolvimento de mais de uma pessoa ou órgão na consecução da estratégia cambial da JBS, é possível concluir, do conjunto probatório reunido nos autos,

¹⁰³ Doc. 0385180.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que houve participação direta e preponderante de Wesley Batista na decisão quanto ao início da montagem de posição em dólar, havendo igualmente evidências de que partiu dele a iniciativa para que as negociações com os Derivativos Cambiais começassem logo após celebradas as Delações Premiadas.

130. Nesse sentido, a prova dos autos dá conta que Wesley Batista enviou mensagem a R.H. em 29.04.2017 em que indagava: “[R.H.], os limites que nós temos nos bancos, de NDF, se quisermos voltar a usar, é coisa que tem que aprovar ou é coisa que está pré-aprovado nos bancos? Como é que funciona isso? Me dá uma posição sobre isso. E outra, se você puder, me passa uma relação, quais são os bancos e os limites que nós temos para usar e fazer NDF.”¹⁰⁴ (grifos aditados).

131. O teor da mensagem indica que na referida data Wesley Batista tomava pé das condições necessárias à obtenção de limites de crédito com os bancos para a realização de operações de NDF e, portanto, sequer havia sido tomada a decisão de efetivamente iniciar a montagem da posição em dólar¹⁰⁵.

132. Por sua vez, o senso de urgência em começar a operar com os Derivativos Cambiais se depreende do fato de R.H. ter sido contatado durante as suas férias, num sábado¹⁰⁶. A resposta de R.H. veio somente na noite de 02.05.2017 (às 18h19min44), após ele ter solicitado a C.C., seu subordinado, que obtivesse as informações acerca dos limites com os bancos¹⁰⁷, ou seja, o retorno para Wesley Batista se deu no dia anterior à assinatura das Delações Premiadas. Até então infere-se, igualmente, que não havia ainda a decisão quanto a se iniciarem, de fato, as operações com os Derivativos Cambiais.

133. Também chama a atenção a contradição entre os dois únicos membros da Comissão que teriam decidido sobre o quanto seria feito de *hedge*, algo elementar nesse tipo de decisão, uma vez que, em depoimento perante a CVM, Wesley Batista afirmou que: “falamos em fazer um terço [de hedge], cobrir um terço da posição nossa que a gente tinha de exposição cambial” (15min08), ao passo que R.H. disse que: “nosso plano, a gente teria feito mais, com certeza, a cabeça a gente ia hedgear pelo menos 50% [da posição passiva]” (1h13min26)¹⁰⁸.

¹⁰⁴ Cf. item 125 do RI.

¹⁰⁵ Observo que o estudo da Nera afirma que: “Entre 25 de abril de 2017 e 29 de abril de 2017: Decisão tomada na JBS para proteger o risco de FX” e “29 de abril de 2017: A JBS começa a discutir seus limites de negociação com uma série de bancos”. Mas como visto, pelo teor da conversa entre Wesley Batista e R.H. a decisão de fazer as operações ainda não tinha sido tomada até aquele momento.

¹⁰⁶ Segundo apurado, as férias de R.H. foram de 17 ou 18.04 a 08.05.2017. O contato entre o acusado e R.H. ocorreu nesse interregno, na noite de um sábado, poucos dias antes da assinatura do acordo de delação premiada, que se deu na quarta-feira seguinte (tendo havido feriado na segunda-feira).

¹⁰⁷ Corroborando os fatos em questão, C.C., em seu depoimento perante a CVM, afirmou o seguinte: “o [R.H.] pediu para eu, nesse dia, dar uma olhada no mercado para saber como estavam nossos limites”, “ele estava fora [de férias]”, “isso foi no dia 2 [de maio], se não me engano”, “nós tínhamos operações de NDF com 14 ou 15 bancos, diversos limites, e eu acabei ligando para todos para perguntar a situação de limite”, “de bate pronto nós tivemos o [Banco] Original e tivemos o [Banco BTG] Pactual”, “aí falei, [R.H.], bati todos os bancos aqui, dos 14, 15 bancos que nós tínhamos limite, que me deram limite foram o Banco Original e o Pactual”, “o restante ficou de voltar ao longo de dias, semanas” (Doc. 0309615, 27min53s).

¹⁰⁸ Docs. 0337186 e 0309607.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

134. Não há, inclusive, qualquer ata de reunião da Comissão aprovando a compra de derivativos de dólar em abril de 2017, para montagem de *hedge*, a corroborar que não houve tal decisão antes da celebração das Delações Premiadas. A defesa, no entanto, explica que as deliberações colegiadas, como praxe, eram registradas em ata apenas posteriormente à efetivação das operações nelas discutidas¹⁰⁹ e tais atas registravam apenas a execução do que restara decidido pela Comissão, dando a entender que não documentariam o momento da tomada da decisão em si (i.e., seriam “atas executórias”)¹¹⁰.

135. De toda a sorte, mesmo admitindo que a palavra final sobre o *timing* das operações tivesse competido à Comissão, como alegado pela defesa, tal decisão teria sido igualmente fruto do envolvimento direto do acusado, detentor da Informação Privilegiada, o qual compunha, na ocasião, o referido órgão, juntamente com o Diretor de Controle de Riscos, R.H.¹¹¹, ainda que esse último pudesse ter motivos próprios (i.e., desvinculados do conhecimento da Informação Privilegiada) para também acreditar na retomada das operações com derivativos cambiais.

136. Nesse contexto, não se pode tampouco ignorar que Wesley Batista, a par de integrar a Comissão, era, concomitantemente, o Diretor Presidente da JBS e um dos controladores do Grupo J&F, sendo evidente o seu poder de influenciar a administração da companhia, notadamente em deliberações de órgãos em que tinha assento¹¹². A propósito, cabe lembrar que as reuniões da Comissão eram informais, dinâmicas, geralmente por conferência telefônica, ambiente propício para exercer tal influência¹¹³.

137. Consequentemente, importa rechaçar também a alegação da defesa de que Wesley Batista detinha informação personalíssima, que apenas ele conhecia. Nas circunstâncias do caso concreto, a Informação Privilegiada estava em poder do Diretor Presidente da JBS, que integrava concomitantemente a Comissão à qual cabia, conforme a Política de Hedge, a decisão acerca das operações com derivativos cambiais, tratando-se, assim, de uma informação atribuível à própria companhia.

¹⁰⁹ Conforme depoimento de R.H., “as atas datadas dos dias 05, 09, 15 e 17 de maio foram feitas todas ao mesmo tempo ao final do mês de maio” (Doc. 0371447).

¹¹⁰ Vide Doc. 0300334, Item E, Doc. 8.

¹¹¹ O outro membro da Comissão, E.S.P.F., segundo alegado, não pôde participar das discussões relativas às operações com os Derivativos Cambiais, uma vez que era período de fechamento dos números referentes ao 1º trimestre de 2017, assunto ao qual estava prioritariamente dedicado.

¹¹² Em resposta ao Ofício nº 152/2017/CVM/SPS/GPS-3 (Docs. 0309541, 0309545, 0309552, 0309556, 0309558 e 0309561), a JBS informou que é “importante destacar que conforme reunião do Conselho de Administração realizada em 13 de junho de 2017, a Diretoria de Controle de Riscos, que anteriormente era subordinada à presidência da Companhia, passou a responder diretamente ao Comitê Financeiro e de Gestão de Riscos.” (grifei). Ou seja, como corretamente apontou o RI, a própria companhia reconheceu que o controle sobre operacionalização da Política de Hedge era concentrado, em última instância, nas mãos do Diretor Presidente, no período em que ocorreram as operações objeto deste PAS.

¹¹³ Consoante trecho do depoimento de Wesley Batista perante a CVM: “Assim, nós temos as formalidades necessárias, mas por outro lado nós... As coisas são dinâmicas. (...) Mas assim, documentação é o que é, tem o que tem, né? Tem uma ata do comitê financeiro, que o secretário faz, e da comissão não tem ata. É falado por telefone, e depois que compra algum dólar ou faz alguma coisa registra e assina. É isso.” (transcrição do depoimento contida nas razões de defesa da JBS e Seara).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

138. Além disso, se, consoante a versão da defesa, Wesley Batista e R.H. foram os membros da Comissão que decidiram sobre a montagem das operações com derivativos e se o primeiro, em 29.04.2017, ainda cogitava “*voltar a usar*” os limites de NDF, resta evidente que a Comissão também nada havia decidido a respeito do assunto até aquele momento.

139. As conclusões não se alteram ainda que se considere que a decisão quanto à montagem da posição em dólar tivesse ocorrido em abril de 2017, ou seja, antes da celebração das Delações Premiadas.

140. Com efeito, cabe recordar que, em março de 2017, os colaboradores firmaram termos de confidencialidade com o MPF. Sendo assim, mesmo que, teoricamente, houvesse a possibilidade de não se concretizarem os acordos de colaboração premiada que vinham sendo negociados, em razão do procedimento legalmente previsto para a sua homologação, entendo que, no caso concreto, os colaboradores tinham noção de que essa seria uma hipótese remota, considerando as provas envolvidas nas delações, que incluíam tanto a gravação de conversas privadas com agentes políticos de alto escalão, inclusive de ex-Presidente da República, ocorridas entre 07 e 24.03.2017, aliás, já após a primeira reunião de apresentação com a PGR, que havia se dado em 02.03.2017, como a realização de ações controladas monitoradas pela Polícia Federal e cujo posterior emprego pelo MPF, para quaisquer fins, dependia da homologação do acordo, o que reforçava o potencial interesse do órgão ministerial na consecução bem-sucedida das negociações. A Peça de Acusação não deixou de apontar esse aspecto:

“20. **Ainda em março de 2017, com a assinatura do Termo de Confidencialidade**, em 28.03.2017, os colaboradores Joesley Mendonça Batista e Wesley Mendonça Batista passaram a assumir a obrigação legal de manterem sigilo sobre todas as informações escritas e orais fornecidas durante a negociação, celebração e execução de eventual acordo de colaboração premiada, e que o segredo deveria ser mantido até eventual levantamento do sigilo do acordo a ser firmado. Como é sabido, tal acordo é sigiloso por força de lei (artigo 7º da Lei 12.850/13).

21. Nota-se que não somente o conteúdo da delação estava abarcado no Termo de Confidencialidade como também a própria existência de uma negociação, uma vez que qualquer divulgação acerca de uma possível delação premiada pelos dirigentes da JBS já seria suficiente para impactar o mercado nacional.

22. **Com a assinatura do Termo de Confidencialidade e protocolo formal dos supostos elementos de prova junto à Procuradoria Geral da República, os pretensos colaboradores tiveram aumentadas suas expectativas para a formalização do acordo e detinham o conhecimento de que tais informações, quando reveladas, impactariam negativamente os mercados financeiros e de capitais, gerando** duas consequências básicas, ao que inclusive aqueles que não conhecem a fundo as práticas dos mercados deduziriam, a saber: um elevado **aumento da cotação do dólar** e uma queda no valor das ações, não somente da JBS, mas da bolsa em geral.” (grifos aditados)

141. Em abril de 2017, portanto, Wesley Batista já tinha forte expectativa de assinar o acordo, em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

grau suficiente para iniciar os procedimentos necessários à realização das operações com os Derivativos Cambiais (notadamente a checagem de limites perante os bancos), a se antecipar e montar posição em dólar antes que viesse a público o conteúdo das Delações Premiadas.

142. Não vejo, portanto, como afastar a conclusão de que ele já detinha a Informação Privilegiada, até mesmo que decisão de voltar a operar com os Derivativos Cambiais tenha se dado ao final de abril.

143. De todo modo, a primeira operação que interessa a este PAS só ocorreu em 05.05 2017¹¹⁴, com a aquisição do primeiro contrato de NDF. Neste dia, Wesley Batista, além de ter solicitado que C.C. (gerente de investimentos) verificasse os limites perante os bancos, também demandou ao subordinado esforços para aumentá-los. Tudo isso ocorreu no período de férias de R.H., a corroborar a urgência na condução do assunto e, ainda, que a iniciativa quanto ao início da montagem da posição em dólar partiu, na prática, de Wesley Batista, e não resultado de uma decisão colegiada. A Acusação demonstrou, a meu ver, não haver evidências de que R.H. tivesse participado dessa primeira ordem de compra¹¹⁵, visto que:

- (i) R.H., em depoimento a esta CVM, informou que o contato era feito assim: “*se for ligação eu ligo do [celular] do trabalho [corporativo]*”, “*se for WhatsApp e estiver no wifi, pode ser no meu[celular] mesmo*” (11min40)¹¹⁶, e C.C., em depoimento à CVM, confirmou que o contato com R.H., quando ausente, era sempre por meio do celular corporativo (30min58)¹¹⁷;
- (ii) Como R.H. estava de férias em 05.05.2017, havia duas possibilidades de contato entre ele e Wesley Batista, por telefone ou via Whatsapp, mas não houve contato entre eles via WhatsApp, pois Wesley Batista questionara R.H., por tal aplicativo, sobre os limites que da JBS com os bancos no começo do dia 05.05 e a resposta de R.H. só veio no final do dia¹¹⁸;
- (iii) A Polícia Federal fez uma análise das ligações telefônicas feitas e recebidas por R.H., tanto de seu celular particular quanto do corporativo, no dia 05.05.2017¹¹⁹ e foi verificado que só havia ligações entre R.H. e a JBS no fim do dia, após a execução da maior parte das compras de NDF do dia (US\$ 700 milhões de um total de US\$ 800 milhões), sendo que os contratos de dólar futuro para entrega na operação casada com a compra dos US\$ 100 milhões que faltavam já estavam comprados, não havendo qualquer registro de que R.H. fez contato com

¹¹⁴ Cf. constou do RI: “*Em 2017, até o dia 05.05.2017 não há posições significativas em derivativos cambiais, a posição montada não ultrapassou os USD 80 milhões.*”

¹¹⁵ Nos registros de mensagens de WhatsApp compartilhados pela Polícia Federal consta que, em 05.05.2017, às 12h11m, houve uma ordem clara e direta de Wesley Batista a C.C. para a contratação de NDF no valor de US\$ 1,2 bilhão, ainda naquele dia, mas não foi localizada mensagem com a primeira ordem de compra, sendo, portanto, indiciária a prova de que tal ordem partiu de Wesley Batista, naquele mesmo dia.

¹¹⁶ Doc. 0309607.

¹¹⁷ Doc. 0309615.

¹¹⁸ Cf. constou do RI: “*129. No dia 05.05.2017, às 9h18min48, já com o acordo de colaboração premiada assinado, Wesley responde e demonstra a intenção de obter mais limites que o informado por [R.H.]: “Você viu mais com relação a limite para fazer NDF nos outros bancos? Como é que ficou Goldman, como é que ficou Morgan Stanley? E do Banco Original, nós não chegamos a ter um bilhão lá, por que só trezentos?”. 130. [R.H.] só responde à pergunta feita por Wesley às 17h36min25, com “Boa tarde Wesley. Acabei de pousar. O [C.C.] conseguiu aumentar o original para 700mm e fez 100mm no (...) não conseguiram confirmar o limite essa semana e está prometido para semana que vem”.*”

¹¹⁹ Doc. 0372786.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

a JBS por meio de ligações telefônicas no dia 05.05.2017, antes do início das compras¹²⁰.

144. A defesa não apresentou, a meu ver, argumentos que afastem a força desses indícios, limitando-se a alegar que a decisão teria sido tomada anteriormente pela Comissão, a qual, naquele momento, era apenas executada pela equipe da Diretoria de Controle de Riscos, à medida em que iam sendo liberados os limites de crédito pelos bancos¹²¹. A defesa pontuou, ainda, que a participação mais efetiva de Wesley Batista nos primeiros dias da montagem da posição teria se devido à ausência de R.H., que estava em férias até o dia 05.05, na medida em que ambos compunham, naquele momento, a Comissão de Gestão de Riscos, tendo decidido pela reestruturação de uma posição *hedge* pela Companhia, devendo, assim, transmitir as orientações cabíveis aos membros da Diretoria de Controle de Riscos para execução da decisão. É de se estranhar, porém, a pressa de Wesley Batista em ordenar que C.C. iniciasse as compras, na ausência de R.H., não podendo aguardar sequer um dia até o retorno do Diretor de Controle de Riscos, assim como o nível de aprofundamento de Wesley Batista no acompanhamento dos detalhes da execução das negociações junto a C.C., em nada compatível com o estilo com o qual declaradamente dizia atuar na gestão de operações dessa natureza¹²².

145. Por outro lado, considero que a defesa trouxe explicações razoáveis para o fato de as operações terem se intensificado na tarde do dia do vazamento da delação pela imprensa (17.05.2017), gerando,

¹²⁰ Adicionalmente, como bem demonstrou a Acusação, uma análise rápida das operações no dia 05.05.2017 revela que a primeira foi às 9h33min09. Daí até às 11h06min45, C.C. comprou 500 contratos em 1h33min36, o equivalente a compra de 2.885 contratos em nove horas (compras que podiam ser eventualmente operações do livro próprio de C.C. e não operações de hedge da JBS). Então, das 11h06min53 às 14h07min04, última operação antes das vendas de futuros casadas (operações que consistiam na compra de NDF e venda de futuro em nome da JBS, contra os bancos) com as compras da primeira NDF, ele comprou 13.500 contratos em 3h00min11, o equivalente a compra de 40.459 contratos em nove horas. Ou seja, o apetite de compra de C.C. aumentou muito após as 11h06min45, momento posterior à mensagem em que informa os limites obtidos a Wesley, e anterior à mensagem seguinte, quando Wesley Batista questiona: “*Como é que está aí, já começou?*”. Essa cronologia é mais um indício de que a ordem para o início das operações em 05.05.2017 foi dada por Wesley Batista, nesse intervalo, após ter sido informado dos limites, tendo entrado em contato logo após para acompanhar a execução.

¹²¹ Na defesa conjunta de JBS e Seara constou: “*(...) a posição foi aumentando na medida em que foram sendo disponibilizados novos limites de crédito, dentro de uma decisão já tomada pelos membros da Comissão (à época Wesley e [R.H.], visto a ausência de [E.S.P.F.]) de montar uma posição de hedge*”.

¹²² Cf. constou do RI, Wesley Batista esclareceu, em depoimento à CVM, que “*nosso negócio é um negócio dinâmico, a empresa é um negócio bastante dinâmico, assim, eu olho bastante coisa na empresa, não fico dedicado a isso, em resumo, sou responsável por muita coisa, por olhar a empresa no mundo inteiro, nos Estados Unidos, na Europa, na Austrália e assim por diante, então eu tenho um dia a dia bastante dinâmico e bastante corrido, então as coisas são feitas de forma simples*”, “*as coisas são dinâmicas*”, “*e assim, eu particularmente, eu tenho um time, sem falsa modéstia, eu considero extraordinário em todas as operações, e não fico gerenciando o detalhe do detalhe*”, “*a pessoa fala eu acho que nós devíamos fazer isso*”, “*eu falo ‘faz’, e a pessoa tem autonomia, liberdade, a pessoa vai lá, toca o dia a dia, as coisas são dinâmicas*” (41min19) (grifos aditados). E questionado se a palavra final na Comissão era sua, declarou que “*eu tenho um estilo, e não só nessa área, de muito mais me preocupar em ter a pessoa certa, que vai tomar a decisão certa, do que eu tomar a decisão pela pessoa, então não é assim, a palavra final é minha, se o cara falar ‘eu acho que nós devíamos fazer isso’ e eu falo ‘não vai fazer’, não acontece, lógico que eu discuto, eu debato, ‘mas você acha? por que você acha? Será?’ E tal, mas no final das contas a decisão é dos executivos, em que pese certo ou errado, eu suporto e felizmente tenho um time muito bom então se espera que as pessoas tomem mais decisões certas do que erradas*” (44min52).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

inclusive, alerta de atipicidade. Tais explicações contradizem a ideia de que Wesley Batista teria aumentado a velocidade de montagem da posição em dólar por conhecer exatamente o momento em que a delação seria vazada pela imprensa. Segundo consta dos autos:

- (i) A realização de operações no mercado futuro de dólar em bolsa independia de qualquer ordem, sendo um caminho natural sempre que encerradas as operações via NDF por utilização do limite de crédito (desde que houvesse caixa disponível, pois teriam um custo mais alto em razão do depósito de margem a ser feito para manutenção da posição e dos ajustes diários);
- (ii) Não houve pedido de urgência à Diretoria Financeira para liberação de caixa, o que, embora tenha se concretizado em 17.05.2017, decorreu de conversas que já vinham sendo mantidas entre a Diretoria de Controle de Risco e a Diretoria Financeira;
- (iii) Por volta do dia 15.05, a mesa da JBS já percebia que o limite com os bancos ia se esgotando e, em 16.05, o Diretor Financeiro acenou a C.C. com a possibilidade de liberar caixa no dia seguinte, ainda a ser confirmado, o que foi feito em 17.05, quando C.C. contactou o gerente de controle de riscos (F.T.H.) e pediu que confirmasse com o Diretor Financeiro a liberação;
- (iv) Previa-se que os limites de crédito se encerrariam por volta de 17.05.2017 com mais uma operação de NDF com o Banco Pactual (entre US\$ 80 a US\$ 100 milhões), após o que a companhia prosseguiu, na tarde daquele mesmo dia, contratando futuros de dólar em bolsa (a Diretoria Financeira liberou caixa para depósito de margem), porém, sobreveio limite adicional do BTG (US\$ 290 milhões) levando, com isso, a uma nova operação de NDF; e
- (v) Os volumes de negociação em 17.05 não fugiram dos padrões, reconheceu a Acusação¹²³.

146. Apesar disso, registro que Wesley Batista afirmou em depoimento: “*Nós estávamos com **receio de vazamento** ou **descobrirem coisas e atrapalhar** antes da colaboração estar homologada*” (grifei). A declaração indica que existia uma preocupação dele com possível vazamento das Delações Premiadas antes mesmo de sua homologação¹²⁴. Assim, não se descarta a hipótese de que ele possa ter tido à época conhecimento da possibilidade de a imprensa vazar.

147. De todo modo, como visto, o possível desconhecimento de Wesley Batista quanto ao momento preciso em que as delações seriam vazadas pela imprensa não infirma a tese acusatória de que houve uso da Informação Privilegiada. O mais importante, no caso, é o momento em que as negociações foram iniciadas, vis-à-vis a expectativa da homologação e o levantamento do sigilo que se seguiria.

148. Como detalhado nos parágrafos antecedentes, as negociações com Derivativos Cambiais foram iniciadas logo após a assinatura das Delações Premiadas e já sob a expectativa de Wesley Batista de que sua divulgação ocorreria entre junho ou julho, após a respectiva homologação – independentemente, portanto, de possível questionamento quanto ao conhecimento, ou não, de Wesley Batista acerca do

¹²³ Cf. o RI: “*Realmente o volume total feito no dia 17.05.2017, USD 751,5 milhões, está alinhado com o volume feito nos dias 05 e 09.05.2017, mas não com os outros dias (sic) do ano e não foi dada explicação capaz de afastar a coincidência do fato da JBS entrar em bolsa, após 8 dias de espera, logo nesse dia, no qual ocorreu o vazamento após o fechamento*”.

¹²⁴ Doc. 1080530.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

vazamento que ocorreria em 17.05.2017, antecipando a revelação de seu conteúdo.

149. Em resumo, do cotejo entre indícios e contraindícios trazidos aos autos, a meu juízo, é possível concluir, sob qualquer ângulo que se analise a questão, que a decisão quanto à montagem da posição em derivativos de dólar pela JBS e ao efetivo início das negociações foi de Wesley Batista e ocorreu quando o acusado já detinha a Informação Privilegiada, tendo sido por ela motivado a agir.

Seara

150. A Acusação verificou também que, em 10.05.2017, a Seara realizou a compra de contratos de dólar futuro, na bolsa, no total de US\$ 25 milhões e que a manutenção da posição, a partir daquela data, destoou do padrão de atuação da companhia verificado desde 23.08.2016¹²⁵, observando, ainda, que esse fato se deu poucos dias após a assinatura das Delações Premiadas, em 03.05.2017, e muito próximo ao dia do vazamento, em 17.05.2017¹²⁶. Outro aspecto destacado no RI foi o fato de a compra ter sido realizada por meio de operações diretas contra a JBS, nas quais um único operador transmitiu tanto a compra, em nome da Seara, como a venda, em nome da JBS¹²⁷.

151. Por sua vez, segundo a defesa, a alocação de operações à Seara em 10.05.2017 se deu porque, no final do pregão daquele dia, a JBS se viu com 500 contratos futuros de dólar que não conseguiria usar como contrapartida para NDF (porque não havia obtido limite de crédito suficiente) e se encontrava, ademais, sem caixa disponível para depósito de margem, optando-se por repassar a posição à controlada, que tinha recursos de margem depositados.

152. Foi mencionado, ainda, que a Seara tinha igualmente elevado endividamento em dólar e, além disso, adquiria farelo de soja (cujo preço é indexado em dólar), de modo que se valia das diretrizes definidas pela Comissão da JBS para a companhia e suas controladas, havendo, na mesa da JBS, um operador exclusivo da Seara, J.E.M.M., subordinado à Diretoria de Suprimentos da Seara, que operava no mercado futuro de grãos, ainda que sua atividade, no dia-a-dia, fosse, de fato, coordenada pela Diretoria de Controle de Riscos da JBS, mais especificamente por R.H. e C.C. Assim, uma vez que a Comissão de Gestão de Riscos determinasse a realização de operações no mercado futuro de moeda estrangeira com propósito de *hedge* cambial, caberia ao Diretor de Controle de Riscos da JBS avaliar,

¹²⁵ A Acusação averiguou que a Seara ficou com posição comprada entre 2013-2014 e 2016, mas em volumes que apenas em poucos dias ultrapassou US\$ 1 bilhão. A posição foi encerrada em abril de 2016, voltou a ficar comprada entre 11.05.2016 e 23.08.2016, em volumes entre US\$ 100 e 250 milhões e daí ficou zerada até 23.01.2017, quando começou a haver posições em dias esparsos, ora comprada, ora vendida e em volumes variáveis, só ultrapassando US\$ 10 milhões em um único dia.

¹²⁶ Houve, ainda, a compra de US\$ 5 milhões em 16.05.2017, mas a Acusação descartou qualquer irregularidade nessa operação, após ter apurado que se tratou de aquisição realizada pelo operador da Seara, J.E.M.M., em volume condizente com o padrão verificado a partir do dia 23.01.2017 (giro, inclusive com venda de US\$ 5 milhões também no dia 10.05.2017, antes da compra dos US\$ 25 milhões) e dentro do limite de seu próprio livro, como declarado em depoimento perante a CVM.

¹²⁷ Docs. 0297926 e 0356624.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

sob a perspectiva do grupo JBS (Companhia e controladas), a conveniência e necessidade de realizar operações pela Seara. Nesse contexto, caso fosse decidida a realização de determinada operação de *hedge* pela Seara, a execução poderia ser realizada por J.E.M.M., que era quem normalmente as realizava, mas também por R.H. ou C.C., sendo que, historicamente, a Seara acompanhava as posições adotadas pela JBS (salvo operações próprias relacionadas à oscilações do preço do farelo de soja ou de outros aspectos de sua atividade).

153. Por isso, ressalvadas as movimentações de operações próprias relacionadas às oscilações do preço do farelo de soja ou a outros aspectos de sua atividade, historicamente a Seara tendia a seguir as posições adotadas pela JBS em termos de *hedge* cambial contra os riscos da exposição ao dólar.

154. Na fase investigativa, foi também apresentada a justificativa de que essa compra teria constituído *hedge* de uma captação nova¹²⁸, mas a Acusação analisou os relatórios enviados por F.T.H.¹²⁹, subordinado a R.H., responsável pelo controle de riscos, verificando que, no dia 10.05.2017, não houve tal variação na dívida da JBS. A única variação dessa magnitude foi uma redução do caixa em dólar.

155. Como se observa, ainda que, em tese, aquela posição fizesse sentido dentro da estrutura de risco cambial da Seara, como aduzido pela defesa, a posição montada em 10.05.2017 decorreu, no fundo, de uma dificuldade de operacionalização da JBS, da qual a companhia era subsidiária. Como explicado no RI, essa posição de US\$ 25 milhões comprada em nome da Seara seguiu o padrão observado na posição de compra montada em nome da JBS também em maio de 2017.

156. A decisão, portanto, foi uma só, apenas foram divididas as posições entre JBS e Seara, no momento da execução de operações de compra de dólar futuro que se pretendia entregar em contrapartida à contratação de NDF. A esse respeito, J.E.M.M. esclareceu, em seu depoimento:

“INSPETOR CVM: Então a ordem veio da comissão, mas quem dentro... Como que isso chega? Chega pelo [C.C.]? Como que o senhor ficou sabendo?

[J.E.M.M.]: Então... Minha posição?

INSPETOR CVM: É.

[J.E.M.M.]: Ah, foi o [C.C.] e o [R.H.], né? Eles estavam anotando a posição, daí deliberou lá que tinha espaço pra manter e o pessoal: “Putá, a gente vai fazer o casado ali, vamos carregar essa posição”. “Tá, dá pra carregar na JBS?” Não dá porque não tem margem, então carrega a posição na Seara”. Isso”.¹³⁰

¹²⁸ Conforme declarou J.E.M.M., ao ser questionado sobre a operação de 10.05.2017: “essa operação do dia 10 na verdade foi uma captação nova que teve de dinheiro em dólar e aí o pessoal operou via casado, que você troca o spot por futuro, vendeu o dólar spot e comprou futuro, casado, aí, essa posição era da JBS, como a Seara tinha dinheiro alocado em margem que é para essas operações de derivativos de commodities, que é importante ter a margem sempre que é para travar custo e travar margem da origem, alocou esses USD 25 milhões na Seara, mas foi só uma questão de ter espaço lá e não ter espaço na S.A. [JBS S.A.]” (Doc. 0358662, 6min34).

¹²⁹ Docs. 0372950 e 0372952.

¹³⁰ Doc. 0358662. Vide transcrição do depoimento no doc. 32 anexado à defesa conjunta de JBS e Seara.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

157. Essa conclusão também fica evidenciada na comparação entre os históricos de operações das duas empresas, pois os períodos em que ficam compradas e zeradas são muito similares.

158. Ao se manifestar na fase investigativa, a Seara informou que “a tomada de decisão sobre a negociação de dólar no mercado futuro de moeda estrangeira obedece às diretrizes definidas na Comissão de Gestão de Riscos da JBS S.A” e “[u]ma vez que a Comissão de Gestão de Riscos determine a realização de operações no mercado futuro de moeda de (sic) estrangeira, caberá ao Diretor de Gestão de Riscos da JBS S.A. avaliar e ponderar o montante das operações realizadas pela Seara, tendo como base o seu endividamento, a demanda da Seara por “farelo de soja”, bem como nas condições desse mercado”¹³¹. Dos autos depreende-se, ainda, que Wesley Batista era um dos administradores da Seara e detentor de 0,01% do seu capital social, cabendo o restante das cotas à JBS¹³².

159. Logo, o mesmo raciocínio anteriormente desenvolvido para as operações da JBS se aplica às realizadas pela Seara. Ainda que possa não ter havido uma ordem de Wesley Batista especificamente no tocante à alocação de parte dos contratos na Seara¹³³, é certo que tal operação não teria se efetivado sem a sua iniciativa pela montagem da posição em dólar. Os envolvidos na operação foram, portanto, os mesmos, Wesley Batista, R.H. e C.C., a dinâmica igualmente, inclusive quanto ao papel formalmente atribuído à Comissão de Riscos e, portanto, a motivação foi também a Informação Privilegiada.

160. Discute-se, além disso, o comportamento de JBS e Seara após o vazamento.

161. Para a Acusação, caso a motivação para as compras dos Derivativos Cambiais não tivesse sido o conteúdo da delação, elas continuariam sendo realizadas após o dia 17.05.2017, mas a defesa aduziu que as referidas sociedades empresárias passaram a ter restrição de crédito para a realização de novas operações de NDF¹³⁴ e para a postergação do vencimento das existentes, ao passo que a realização de novas operações em bolsa (dólar futuro)¹³⁵, inclusive para substituir as posições em NDF vencidas e não renovadas, demandaria o depósito de margens e naquele momento, com a eclosão de crise, houve a

¹³¹ Doc. 0335438 (arquivo “Resposta_Seara_-_Ofício_n._207-2017-CVM-SPS-GPS-3.pdf”).

¹³² Doc. 0311125 (arquivos “Ficha_cadastral_14-01-2017.pdf” e “Ficha_cadastral_10-01-2019.pdf”); doc. 0311348 (arquivo “SEARA ALIMENTOS LTDA.pdf”, pp. 27-34).

¹³³ Questionado se as operações são alocadas apenas em nome da JBS ou também em nome da Seara, Wesley Batista, em depoimento a esta CVM, respondeu que “então, eu não tenho certeza, aí tem que perguntar para o [R.H.] como é que ele faz lá, se ele faz separado algumas vezes. Eu não tenho certeza.” (Doc. 0337186, 1h26min02).

¹³⁴ C.C., em depoimento perante a CVM, declarou que “os bancos que não voltaram com informação de limite, esquece, e os bancos que fizeram as operações conosco foi informado que eles não iriam rolar a posição com a gente”, “os únicos que conseguiram foram o Original e o Pactual”, “rolaram inteiro” (Doc. 0309615, 41min44). J.E.M.M., ao comentar sobre a situação da Seara, não destoou daquele: “Então todos problemas depois de negociação, foi tudo questão em volta de liquidez, né? Então, po, pode ser que seja bom manter o hedge ou não, mas a questão mais prioritária hoje é liquidez de caixa. Então pra evitar ter que desviar... Desencaixe de caixa, encaixe de caixa todo dia, pessoal deixou vencer a posição e... (...) e “Provavelmente tirou alguma coisa de dinheiro de margem. (...) É que essa margem não é tão significativa. (...) É, acho que é 15%” (Doc. 0358662) Vide transcrição do depoimento no doc. 32 anexado à defesa conjunta de JBS e Seara.

¹³⁵ Os contratos futuros em bolsa foram mantidos até os vencimentos, que se deram em 01.06, 03.07 e 01.08.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

necessidade premente de contenção de caixa, de modo que também foram desmontadas, nos respectivos vencimentos, as posições em bolsa, com a liquidação dos contratos futuros e devolução às sociedades dos montantes depositados a título de margem. A defesa argumenta, ainda, que, ante as incertezas que se colocavam em um cenário de médio a longo prazo e diante da percepção de que teria que realizar alguns adiantamentos de parcelas de financiamentos em curso, a JBS iniciou, poucos dias depois do vazamento das Delações Premiadas em 17.05.2017, um programa sério e consistente de reforço de caixa, que apenas se encerrou em março de 2018¹³⁶.

162. No caso vertente, não deixo de reconhecer que, considerados de forma isolada, a defesa apresentou argumentos plausíveis, corroborados por documentos e testemunhas, quanto aos motivos de ter deixado de operar com os Derivativos Cambiais após 17.05.2017. Contudo, a despeito disso, entendo que as circunstâncias do caso concreto identificadas pela Acusação contradizem, em parte, os citados argumentos, indicando que, antes do vazamento, a intenção era provavelmente de fazer mais operações, já que a expectativa era de publicidade das delações em junho ou julho, mas que, com o vazamento da notícia, o objetivo teria sido atingido (ou antecipado) e a motivação deixado de existir, além das próprias operações terem sido colocadas sob suspeita no noticiário.

163. Em resumo, a Acusação mencionou algumas contradições nas explicações apresentadas pelos envolvidos quanto ao comportamento da JBS e de sua controlada após o vazamento, a saber:

- (i) R.H. declarou que a intenção era fazer pelo menos 50% em derivativos de dólar, o que daria entre US\$ 3,5 e 4 bilhões, mas não fizeram mais operações após 17.05.2017 porque a situação de crédito havia mudado, porém, em 19.05.2017, o Banco Pactual informou que “*talvez conseguisse mais algum limite*”, contradizendo o argumento acerca da mudança na situação de crédito, não havendo registro que R.H. tenha sequer tentado obter o limite ofertado;
- (ii) Além disso, ao justificar porque não optaram por fazer as compras de futuro de dólar em bolsa, R.H. apontou a determinação para contenção de caixa por parte de Wesley Batista, a quem estava subordinado o Diretor Financeiro, E.M., responsável pela gestão de caixa e todo o relacionamento bancário, porém, em depoimento à Polícia Federal em 23.06.2017¹³⁷ –mais de um mês após o vazamento, tempo suficiente para serem verificadas tais mudanças no caixa –, E.M. informou que “*em nenhum momento a liquidez mantida pela diretoria do declarante no caixa da empresa esteve ameaçada, seja pelas atividades gerais da companhia, seja por*

¹³⁶ O programa compreendeu: (i) a venda de operações de carne bovina na Argentina, Paraguai e Uruguai, cf. Fatos Relevantes (“FR”) de 06.06.2017 e 31.7.2017; (ii) um Programa de Desinvestimentos de ativos, para fins de alienação (a) da participação acionária de 19,2% na empresa Vigor Alimentos S.A.; (b) da participação acionária na Moy Park, e (c) dos ativos da Five Rivers Cattle Feeding e fazendas, cf. FR de 20.6.2017, 01.08.2017, 03.08.2017, 11.09.2017, 26.10.2017, 17.01.2018 e 16.03.2018; (iii) a alienação da operação de confinamento no Canadá, cf. Comunicado ao Mercado de 14.07.2017; (iv) acordos com instituições financeiras, cf. FR de 25.07.2017; (v) emissão de US\$ 850 milhões em títulos de dívida pela Pilgrim’s Pride, cf. FR de 27.09.2017; (vi) adesão ao Programa de Parcelamento Fiscal, cf. FR de 07.11.2017; (vii) emissão de UDD 900 milhões em títulos de dívida, cf. FR de 01.02.2018; (viii) acordo de normalização com instituições financeiras, cf. FR de 14.05.2018 (Doc. 0519952, anexos 17 a 31 das razões de defesa conjunta da JBS e Seara).

¹³⁷ Doc. 0371432, pergunta 5.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

demandas específicas para atendimento da Diretoria de Controle de Risco”;

- (iii) Supondo que o depoimento de E.M. fosse prova de que não ocorreu qualquer ameaça ao caixa e como as posições em bolsa poderiam ser rapidamente desfeitas caso aparecesse necessidade urgente de caixa, ainda mais para os altos volumes que C.C. conseguia executar em um único dia, era perfeitamente razoável inferir que Wesley Batista poderia ter usado caixa para aumentar a posição em bolsa e, caso necessário, vendido a posição para liberar margem, em esforço compatível com a disposição apresentada até então nas compras realizadas;
- (iv) A JBS adquiriu ações de sua própria emissão no dia 19.05.2017, por ordem de Wesley Batista, ou seja, o acusado usou caixa da companhia em um programa de recompra que não precisava ser executado naquela data e que não apresentava qualquer característica que justificasse não ser abrangido pela alegada necessidade de contenção de caixa¹³⁸;
- (v) O esforço para obtenção de limites para NDF na montagem da posição até o dia 17.05.2017, com pedido de ajuda ao Diretor Financeiro, na interlocução com os bancos, como era possível ser feito, foi desproporcional ao pouco engajamento dos envolvidos na rolagem da posição, que não contou, por exemplo, com pedido semelhante de ajuda ao Diretor Financeiro;
- (vi) A posição em bolsa também não foi rolada, nem parte dela, nem mesmo com utilização do resultado positivo da posição mantida até o vencimento, sob a justificativa de contenção de caixa, o que era contraditório (a) com o declarado por E.M. quanto ao fato de a liquidez não ter sido ameaçada em nenhum momento até a data do seu depoimento, (23.06.2017), (b) com a alta liquidez e capacidade de execução de altos volumes pela JBS em bolsa, e (c) com o fato de ter sido usado caixa em compra de ações de emissão pela própria companhia;
- (vii) Há indícios de que decisão de não rolar a posição também foi de Wesley Batista, uma vez que tal decisão sobreveio depois de ele ter sido indagado a respeito, por R.H., nos dias 26.05 (“*Devemos proceder com os bancos que temos e com a rolagem na bolsa? Devemos passar o que couber para a bolsa?*”) e 30.05.2017 (“*podemos proceder com a rolagem?*”)¹³⁹.

164. Apesar das divergências entre as versões da Acusação e da defesa, acima referidas, que mostram, neste particular, um certo equilíbrio entre os indícios e contra-indícios apresentados, entendo que o comportamento das companhias após o vazamento é fator secundário, neste PAS, para o reconhecimento, ou não, do uso de práticas não equitativas, o que, como visto, se deu já na partida, com a montagem da posição comprada em dólar quando ainda era sigilosa a informação relativa às Delações Premiadas. Obviamente, demonstrar que a não rolagem das posições se deu de modo intencional poderia reforçar a tese de que os Acusados agiram motivados pelo conhecimento da Informação Privilegiada e buscaram se desfazer dos Derivativos Cambiais o quanto antes, auferindo lucros, mas isso seria apenas um indício adicional quanto à infração e não um elemento necessário à sua configuração. Por sua vez, a comprovação de que a não rolagem se deu contra a vontade dos Acusados, bem como a dúvida sobre

¹³⁸ Docs. 0372915 e 0397720. A defesa alegou que a aquisição de ações JBSS3 no programa de recompra ocorreu porque o preço da ação estava baixo e ainda estava compreendendo o cenário de então, tendo, além disso, envolvido movimentação financeira bem inferior. A explicação não condiz com a alegada premência de caixa para a JBS a partir de 17.05.2017.

¹³⁹ Doc. 0372940.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

porque as operações não foram roladas, não infirmam a conclusão acerca da consumação da infração.

Eldorado

165. Diferentemente da Seara, a Eldorado não era uma subsidiária da JBS, apesar de ser do mesmo grupo empresarial, já que compartilhavam da mesma controladora (a J&F).

166. A Eldorado contratou NDF nos dias 09 e 16.05.2017, envolvendo uma posição total no valor de US\$ 280 milhões. Para a Acusação, os negócios com os Derivativos Cambiais também foram motivados pela Informação Privilegiada detida por Wesley Batista, configurando o uso de prática não equitativa.

167. Em resumo, a Acusação apresentou os seguintes indícios de que o interesse e a decisão na realização dos negócios com Derivativos Cambiais pela Eldorado foram de Wesley Batista:

- (i) A grande semelhança entre os períodos em que a Eldorado e a JBS ficam compradas e zeradas, evidenciando que as decisões de investimento das duas eram tomadas pelo mesmo órgão ou pessoa, ou que, ao menos, havia conversa entre quem decidia em nome de cada uma delas;
- (ii) A influência exercida por Wesley Batista, então presidente do CA da Eldorado e controlador da companhia, sobre J.C.G., Diretor Presidente, e a própria declaração de J.C.G. de que a palavra final sobre as operações viria de um “*exercício permanente de influenciar e ser influenciado*”;
- (iii) As motivações para as negociações apresentadas pelo Diretor Presidente da Eldorado, J.C.G, e pelo gerente financeiro, L.S., durante a investigação, eram similares às apresentadas pela JBS;
- (iv) Em 08.05.2017, um dia útil após o início das compras em nome da JBS e cinco dias após a celebração das Delações Premiadas, Wesley Batista ligou para L.S., gerente financeiro da Eldorado, quando o Diretor Presidente estava ausente (em viagem), ocasião em que teria orientado que as compras de NDF fossem iniciadas, numa demonstração de urgência na efetivação das operações, claramente o mesmo *modus operandi* do que ocorrera na ausência de R.H. na operação com NDF iniciada pela JBS em 05.05.2017;
- (v) O manifesto interesse de Wesley Batista em acompanhar a posição da Eldorado em dólar e o seu resultado, ao ter buscado identificar, perante R.H. (diretor de controle de riscos da JBS), o limite de crédito disponibilizado à Eldorado por certos bancos e, ainda, por, a partir de 11.05.2017, o subordinado de R.H. ter enviado e-mails a Wesley Batista informando o resultado de marcação a mercado das posições montadas em nome da JBS e da Eldorado;
- (vi) O fato de Wesley Batista ter faltado com a verdade sobre ter dado a ordem a L.S., sobre saber ou não o que a Eldorado fazia e sobre o seu interesse em acompanhar as operações da Eldorado; e
- (vii) As explicações dadas por J.C.G. para não realizar as operações com os Derivativos Cambiais por meio de operações em bolsa antes de maio de 2017 e para não “rolá-las”, também em bolsa – J.C.G. alegou que havia, na Eldorado, uma preocupação com a liquidez (e operações com futuros afetam mais fortemente o caixa) – eram contraditórias com o fato de a Eldorado ter, em dezembro de 2016, assumido uma posição em bolsa (i.e., ficado vendida em operações de futuro de dólar) que lhe demandou um depósito de margem próximo ao dobro do que demandaria a manutenção, em bolsa, de posição equivalente à montada em maio, mediante NDF.

168. Quanto ao primeiro indício, a defesa demonstrou, satisfatoriamente, a meu ver, que, em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

determinados momentos, a JBS comprava e a Eldorado vendia, e vice-versa, havendo contraindícios de que as companhias tinham estratégias próprias, quando operaram nos períodos pretéritos citados, ainda que pudesse haver conversas e alinhamentos entre os respectivos responsáveis sobre as expectativas em relação à taxa de câmbio, o que seria natural, tratando-se de empresas do mesmo grupo econômico. A Tendências Consultoria Integrada (“Tendências”) também encontrou evidências de que JBS e Eldorado traçavam sua estratégia de derivativos de forma independente no período de abril de 2013 a maio de 2017, conforme parecer que elaborou acerca das operações com Derivativos Cambiais realizadas pela referida empresa (“Parecer Tendências/Eldorado”)¹⁴⁰. De toda maneira, neste PAS questionam-se operações realizadas especificamente nos dias 09 e 16.05.2017, de modo que o histórico de atuação não é, por si só, fator determinante para a análise do caso, sendo mais importante investigar o alegado papel de Wesley Batista na construção da estratégia de ambas as companhias no Período Suspeito.

169. Quanto à estrutura envolvida na contratação de operações de *hedge*, segundo a defesa, o Diretor Presidente J.C.G. era o responsável final em um processo com múltiplos atores, inclusive Wesley Batista. A dinâmica com que tais operações se desenvolviam pode ser assim resumida:

- (i) Havia uma avaliação constante, pela diretoria financeira ou, na sua vacância, pelo diretor presidente, do potencial risco de volatilidade do dólar e do impacto da variação cambial na exposição da companhia, para que, com base nisso, decidisse sobre a necessidade da contratação do *hedge*, informando a decisão ao responsável pela área financeira;
- (ii) O Diretor Presidente, J.C.G., que também respondia pela diretoria financeira (em razão de vacância desse cargo), mantinha discussões sobre o tema com agentes de mercado e colaboradores da Eldorado (notadamente L.S., gerente financeiro, com quem o assunto era discutido¹⁴¹), incluindo as discussões nas reuniões mensais entre os diretores da companhia e o presidente do CA (ou seu substituto, conforme o caso), nas quais, dentre outros temas, era igualmente discutida a exposição da companhia ao dólar;
- (iii) As conversas em questão eram rotineiras e prescindiam de maiores formalidades;
- (iv) Era, porém, de J.C.G., ao final, a sinalização para contratar o *hedge*, ainda que sua convicção pudesse resultar das diversas interações acima mencionadas¹⁴²; e
- (v) A execução das operações ficava a cargo do gerente financeiro, L.S., em conjunto com o especialista financeiro, P.T.O.S.

¹⁴⁰ Doc. 3, anexo às razões de defesa da Eldorado (Doc. 0520121).

¹⁴¹ Nesse sentido, L.S. declarou, em seu depoimento: “[n]o meu dia a dia, além de todas essas atividades que descrevi, tenho um contato muito frequente com o [J.C.G.], que é o CEO da empresa, sempre falando de temas que são recorrentes. Então, [sobre] nosso bond, [sobre] liquidez, [sobre] exposição e [sobre o] dólar (nível atual e perspectivas futuras). Essa análise de perspectivas futuras leva em conta indicadores econômicos, tanto Brasil quanto lá fora. Como a gente analisa isso? Lá fora a gente presta muita atenção em indicadores macroeconômicos, principalmente nos Estados Unidos (desemprego, commodities). Aqui dentro político, fiscal e econômico” (Doc. 0358694, 03min22s).

¹⁴² A defesa citou trechos dos depoimentos de J.C.G. (Doc. 0358706, 14min38s) e de L.S. (Doc. 0358694, 02min05s) que corroboram essa dinâmica e, principalmente, que cabia a J.C.G. a palavra final sobre a contratação de operações de *hedge*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

170. Ou seja, a defesa da Eldorado também procurou atribuir as decisões da companhia a um processo interno envolvendo várias pessoas e órgãos e não a uma ordem direta de alguém.

171. Embora caiba reconhecer, à luz das provas acostadas aos autos, que, de um modo geral, a percepção sobre o risco cambial no âmbito da Eldorado pudesse ser construída mediante interação de várias pessoas e órgãos, e que coubesse ao Diretor Presidente a decisão sobre a efetivação das operações de *hedge*¹⁴³, interessa saber se essa dinâmica também foi observada, de fato, por ocasião das operações com NDF de 09 e 16.05.2017. A esse respeito, entendo que não foi esse o caso, como detalharei adiante.

172. A defesa da Eldorado argumentou, em linha com o racional desenvolvido pelos demais acusados, que a decisão de montagem do *hedge*, em maio de 2017, foi resultado da percepção da provável valorização do dólar, em razão de questões políticas e econômicas¹⁴⁴, e que a preocupação com a taxa de câmbio era inerente ao fato de a Eldorado ser uma companhia exposta à variação do dólar, em razão do setor em que atuava¹⁴⁵. Ilustra que o risco de descasamento entre os fluxos de recebimento/pagamento em moeda estrangeira da Eldorado também teria sido evidenciado pelo Parecer Tendências/Eldorado.

173. Esclareceu, ainda, a defesa que, já em fevereiro de 2017, aumentou na Eldorado a expectativa de valorização do dólar, tendo ocorrido a retomada de busca por limites perante os bancos no final de abril (após a publicação das Demonstrações Financeiras). Com efeito, em seu depoimento perante a CVM, J.C.G., declarou que “[d]esde fevereiro nós tínhamos começado uma discussão no conselho e nós tínhamos percebido que o câmbio no brasil tinha começado a derrapar”¹⁴⁶ e que “[e]ntão com o [L.S.] nós tivemos uma conversa importante sobre câmbio e liquidez que começou lá de fevereiro”¹⁴⁷.

¹⁴³ A Eldorado, em resposta ao Ofício nº 206/2017/CVM/SPS/GPS-3 (Docs. 0344916, 0344924, 0344925 e 0344927), explicou, sobre o processo de tomada de decisão das operações de compra e venda de dólares, que: (i) “[o] processo de acompanhamento e monitoramento de mercado é constante na Companhia, inclusive para viabilizar a tomada de decisões”; (ii) o CA discute cenários e diretrizes acerca dos impactos da variação cambial nas atividades e resultados da Companhia, a partir de subsídios fornecidos por apresentações de economistas feitas sempre que solicitado, mas no mínimo anualmente; (iii) a gerência financeira analisa diariamente a exposição cambial da companhia e a conjuntura política e econômica; (iv) o Diretor Presidente (exercendo funções do cargo vago de Diretor Financeiro), além da interação com o gerente financeiro, L.S., participa de reuniões mensais com os diretores e o presidente do CA, de reuniões periódicas com os diretores e alguns gerentes, além de interações com os já referidos e encontros com diretores, gerentes e coordenadores, com a participação de convidados externos; (v) com base nisso, o Diretor Presidente “*avalia constantemente o potencial risco de volatilidade do dólar e o impacto da variação cambial na exposição da Companhia para, com base nisso, decidir a respeito da necessidade de contratação de operação de hedge e, então, informar o responsável pela área financeira a respeito de sua decisão*”.

¹⁴⁴ A defesa apontou alguns fundamentos econômicos que indicavam futura valorização do dólar: (i) pressão inflacionária nos Estados Unidos e perspectivas do Governo Trump (políticas protecionistas) e sinalização do Federal Reserve acerca do aumento dos juros americanos; (b) no Brasil: sinais sobre a reforma da previdência, incerteza quanto à superação da crise dos últimos anos, condição fiscal muito frágil, aumento dos riscos políticos e eleitorais.

¹⁴⁵ Explicou a defesa que a Eldorado era exportadora (como as demais empresas brasileiras atuantes no setor de celulose) com cerca de 90% de sua receita e parte significativa de seu endividamento (70%) atrelados ao dólar, mas tendo a maior parte de suas despesas pagas em reais, de modo que esse descasamento tornava natural e recorrente a preocupação com o câmbio.

¹⁴⁶ Doc. 0358706, a partir de 20min01.

¹⁴⁷ Doc. 0358706, a partir de 25min18.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

174. Essa perspectiva, segundo a defesa, foi se fortalecendo, paulatinamente, na medida em que as incertezas sobre o futuro cenário macroeconômico iam se confirmando, se refletindo no comportamento dos demais agentes de mercado¹⁴⁸, sendo que o convencimento quanto aos riscos existentes ocorreria em razão de um evento determinado ou da análise de como o conjunto de elementos estava evoluindo.

175. Não obstante, explicou a defesa que nem sempre a contratação da proteção cambial se justifica, ante os custos significativos envolvidos na montagem do *hedge*. Por sua vez, a opção por contratar NDF ou adquirir contratos de dólar futuro em bolsa, quando decidido que será iniciada a estratégia de proteção cambial, dependerá da situação da companhia em dado momento, diante das características de cada um desses instrumentos. No caso da Eldorado, os depoimentos prestados pelo Diretor Presidente da Eldorado, J.C.G.¹⁴⁹, e pelo gerente financeiro, L.S.¹⁵⁰, deram conta de que a companhia dava preferência à contratação de NDF, levando em conta, notadamente, o menor efeito sobre a disponibilidade de caixa.

176. A defesa acenou, ainda, com outras questões prementes que teriam exigido a atenção da administração da Eldorado, nos primeiros meses de 2017, e que, por isso, teriam afetado o ritmo e a intensidade das discussões quanto à proteção da companhia em relação ao risco de variação cambial, de modo que, apenas ao final de abril, foram retomadas conversas com os bancos na busca e limite de crédito para voltar a fazer *hedge*¹⁵¹. Segundo alegado, nos primeiros dias de maio, a exposição líquida da Eldorado ao dólar era de cerca de R\$1,5 bilhão, ao passo que a preocupação com o caixa da companhia (num cenário de não renovação das linhas de crédito) atingiu o ápice também em maio, o que teria levado à opção pela contratação de NDF, inclusive em razão da preocupação com *covenants* financeiros (como o de “dívida líquida”) em contratos com bancos credores.

177. A defesa então acrescentou que, no contexto acima, L.S., gerente financeiro da companhia, conseguiu perante o Bradesco limite de US\$ 100 milhões para operações de NFD. Depois disso veio o contato de Wesley Batista com L.S., em 08.05, indicando a conveniência de a companhia analisar o mercado de câmbio, dada a sua percepção de que o dólar se valorizaria, porém não teria se tratado de uma ordem para montar posição de *hedge*, tampouco houve qualquer menção às Delações Premiadas¹⁵². A defesa citou os seguintes trechos do depoimento de J.C.G. para ilustrar suas alegações:

“Inspetor CVM: Então, só para entender um pouquinho melhor: nessa operação no dia 9,

¹⁴⁸ A defesa cita que o Fundo Verde de que “[o] mercado [até marco de 2017] se mant[inha] complacente.” (Doc. 0372835).

¹⁴⁹ Doc. 0358706, 36min04s.

¹⁵⁰ Doc. 0358694, 11min54s.

¹⁵¹ A defesa trouxe exemplos de questões que teriam ocupado prioritariamente a companhia: (i) interações com o auditor independente com vistas à obtenção do parecer referente às DFs de 2016, que, a despeito de todo o esforço empreendido, somente puderam ser divulgadas em 27.04.2017, dada a necessidade de serem revisadas, tendo em vista o cumprimento de mandados de busca e apreensão na sede da companhia em julho e setembro de 2016; e (ii) discussões com credores financeiros para evitar o vencimento antecipado de contratos cujos *covenants* haviam sido descumpridos pela companhia.

¹⁵² Doc. 0358706, 24min39s.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

quem falou “agora, vamos comprar”? O senhor ligou para o [L.S.]? Como é que foi isso?

J.C.G.: Eu estava viajando, eu estava em Três lagoas nessa semana, houve uma orientação do Wesley [Batista] para o [L.S.] **olhar o mercado de câmbio.** (...)

Inspetor CVM: Mas quando o Wesley [Batista] liga e fala “olha o câmbio”, **esse “olha o câmbio” significa o que?** Esse olha o câmbio que você falou.

J.C.G.: “Olha o câmbio” quer dizer... **Tem que colocar isso no contexto** de que essas são **discussões permanentes**, nós vínhamos tentando buscar linhas de crédito para voltar a construir uma posição de hedge. Nós **tínhamos conseguido uma linha com o Bradesco.** Eu estava viajando. O Wesley [Batista] **orienta o [L.S.] a olhar o câmbio e falar comigo** para **ver se a gente tomava ou não uma posição de hedge** a partir daquele momento.”¹⁵³ (grifei)

178. Além disso, segundo a defesa, justamente por ter havido apenas uma orientação por parte de Wesley Batista, somente após uma série de interações entre J.C.G. e L.S. é que foi tomada a decisão de fazer uma primeira tranche, cabendo a palavra final a J.C.G., tal como comumente ocorria.

179. Explicou que dias depois veio a notícia de que um novo limite de US\$ 200 milhões tinha sido disponibilizado pela mesma contraparte e, após rápida discussão entre J.C.G. e L.S., pois a decisão de iniciar a montagem do *hedge* havia sido tomada em 09.05.2017, novas operações foram executadas.

180. Assim, argumentou a defesa que a ligação de Wesley Batista para L.S. em 08.05 foi apenas mais um dos elementos considerados por J.C.G. na tomada de decisão e nada teve de estranho (como eram as interações nas reuniões mensais com o presidente do CA da Eldorado), sendo de se esperar o envolvimento dos administradores na matéria, inclusive Wesley Batista, dada sua *expertise* no assunto.

181. Sobre a circunstância de o contato ter ocorrido na ausência de J.C.G., a defesa aduziu que tal fato se explica uma vez que percepções sobre o mercado são efêmeras e aguardar o retorno do Diretor Presidente poderia prejudicar a utilidade dessa opinião. Pontuou, ainda, que já tinha ocorrido algo parecido no passado envolvendo um contato de Joesley Batista, na ausência do Diretor Presidente¹⁵⁴.

182. Mencionou, ademais, a defesa que o interesse de Wesley Batista sobre a situação da Eldorado era coerente com o seu papel de conselheiro, considerando a importância desse tipo de operação à luz do objeto social, mas que esse acompanhamento não se confundia com tomada de decisão, pois, do contrário, quanto mais rigoroso fosse o papel desempenhado pelo CA, em vista do art. 142, II, da LSA, mais forte seria a conclusão de que ele seria o efetivo responsável pela decisão, o que não faria sentido.

183. A defesa também destacou que não foi utilizado pela Eldorado todo o limite de crédito disponibilizado para a contratação de NDF. Por fim, justificou que quando chegou o vencimento dos

¹⁵³ Doc. 0358706, 24min39s.

¹⁵⁴ Esse fato foi mencionado por L.S., em seu depoimento, como algo não corriqueiro, mas que já teria ocorrido uma outra vez, quando Joesley Batista, então Presidente do CA, o contactou diretamente, na ausência de J.C.G.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

NDF, o Grupo J&F já sofria os efeitos decorrentes do vazamento das Delações Premiadas, inclusive quanto à restrição de crédito, contexto em que a contraparte informou que não “rolaria” a operação. Tampouco foi possível substituir a posição por meio de operações em bolsa, já que o cenário passou a ser de contenção de caixa, dada a incerteza quanto às dificuldades que se enfrentaria a partir de então.

184. Tal como aponte em relação à JBS, ainda que determinados fatores político-econômicos observados a partir do início de 2017 pudessem indicar uma apreciação futura do dólar frente ao real e que, de fato, tenham ocorrido discussões no âmbito da Eldorado, entre os seus executivos, em níveis variados (conversas entre J.C.G e L.S., reuniões entre o Presidente do CA e a diretoria etc.), acerca de projeções para o dólar e possíveis ações a serem adotadas pela companhia para fazer frente ao risco cambial, inclusive com a busca por limites de crédito perante bancos, no final de abril, que pudessem amparar futuras contratações de NDF – o que parece plausível, à luz dos elementos constantes dos autos¹⁵⁵–, tais circunstâncias não afastam, por si só, a possibilidade de ter havido, nas operações realizadas nos dias 09 e 16.05.2017, negociação de valores mobiliários em condições não equitativas, motivada pela Informação Privilegiada detida por Wesley Batista.

185. Note-se que a Informação Privilegiada impactaria sobremaneira as expectativas dos responsáveis pelo monitoramento do risco cambial da Eldorado quanto ao esperado comportamento do dólar, à semelhança do que aponte em relação à JBS. Desta forma, o envolvimento de Wesley Batista na decisão da Eldorado de iniciar igualmente as operações com NDF no início de maio de 2017, logo após a celebração das Delações Premiadas, a depender de como se deu, pode indicar que a verdadeira motivação para os negócios foi, de fato, a Informação Privilegiada, caracterizando, o uso de prática não equitativa.

186. Mais uma vez, é especialmente importante analisar o *timing* das operações da Eldorado de 2017 e as circunstâncias em que se deu a participação de Wesley Batista na dinâmica de sua consecução.

187. A esse respeito, ao contrário do alegado pela defesa, entendo que a Acusação reuniu evidências suficientes de que a iniciativa para início da montagem da posição em dólar teve lugar em 08.05.2017 e decorreu da intervenção direta de Wesley Batista.

188. Em primeiro lugar, não convence a explicação dada pela defesa de que a administração da companhia teria tido outras prioridades nos primeiros meses do ano de 2017 e que, por isso, a montagem da posição em dólar só veio a ser efetivada em maio. A própria defesa ressaltou a importância da proteção

¹⁵⁵ Embora fosse plausível também interpretar que o cenário era ainda de incerteza. O Parecer Tendências/Eldorado acenava com um cenário bastante incerto, mas também reconhecia que uma série de indicadores econômicos apontavam uma melhora nas condições macroeconômicas do País, concluindo que: “*Em suma, nos primeiros meses de 2017, o balanço dos riscos que deveriam ser considerados quando da decisão pela realização de uma operação de hedge era misto, com diversos elementos indicando a existência de racionalidade econômica para a realização de operações de hedge por uma empresa com exposição ao dólar norte americano.*” (grifos adotados).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

cambial para a Eldorado, em virtude do setor em que a companhia atuava e da composição de seus ativos e seu endividamento, de modo que não é crível que o tratamento de tema de tamanho relevo tivesse sido relegado a segundo plano por mais de dois meses, caso já existisse, de fato, desde fevereiro, a convicção formada de que era necessário fazer o *hedge*.

189. Sendo assim, ainda que a taxa de câmbio pudesse constituir tema recorrente nas discussões da companhia e mesmo que já pudesse começar a se desenhar uma perspectiva de apreciação do dólar entre alguns dos envolvidos no assunto, as evidências contidas nos autos são de que, em maio de 2017, ainda não havia sido formada convicção quanto à necessidade do efetivo início da montagem da posição comprada, seja para L.S., que acompanhava o mercado e reportava suas impressões ao Diretor Presidente, seja para J.C.G., a quem caberia, em princípio, a palavra final no assunto.

190. O depoimento de L.S. perante a CVM corrobora essa percepção e constitui, a meu ver, prova contundente de que foi Wesley Batista quem deu a ordem para o início das compras dos derivativos cambiais. Com efeito, ao ser questionado sobre quem resolveu que deveriam dar início à compra dos derivativos de dólar, L.S. respondeu: “you diz esse caso específico? esse caso específico de maio eu recebi uma ligação do Wesley [Batista] orientando que deveríamos começar nossa estratégia de proteção, só que eu não faço, o que eu faço, eu entro em contato com meu CEO, só que isso aconteceu porque o CEO estava fora, estava ausente, senão eu receberia do próprio CEO.”¹⁵⁶ (grifos aditados).

191. Em seguida, ao ser perguntado sobre se, uma vez recebida a ligação de Wesley Batista, teria demorado para começar a fazer as operações, L.S. explicou que a ligação de Wesley Batista ocorreu no dia 08.05 e que, no mesmo dia, tentou contato com J.C.G., mas não era fácil a conexão no local onde o Diretor Presidente se encontrava, de modo que conseguiu efetivamente contato apenas no dia 09.05, de manhã cedo: “essa ligação foi no dia 8 e começou a fazer dia 9” e “dia 8 eu entrei em contato com o [J.C.G.], acho que ele estava em Três Lagoas, não era fácil a conexão, mas aí eu consegui contato com ele dia 9 de manhãzinha cedo” (grifei). Ainda segundo depôs, quando J.C.G. foi avisado por ele da ligação de Wesley Batista, autorizou de imediato que L.S. começasse a montar a posição em dólar¹⁵⁷.

192. Como se percebe, a dinâmica narrada por L.S. não corresponde à versão descrita pela defesa, segundo a qual Wesley Batista teria dado uma mera opinião sobre o assunto, expressando suas impressões em relação à volatilidade do dólar, a qual J.C.G. teria apenas levado em consideração (mais um *input*) para então, após várias interações com L.S., decidir pelo início das operações.

193. Diferentemente, L.S. deixa claro, ao depor, que estaria, naquele momento se referindo a uma dinâmica observada num “*caso específico*”, ou seja, o caso específico da decisão tomada em maio de

¹⁵⁶ Doc. 0358694, 06min55s.

¹⁵⁷ Doc. 0358694, 07min51s.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

2017. As palavras do depoente já informam que naquela ocasião não se seguiu o roteiro comum.

194. A preponderância da vontade de Wesley Batista na decisão tomada no âmbito da Eldorado foi clara. Ao Diretor Presidente coube, em seguida, um papel formal e mais reduzido, já que ao ser comunicado por L.S. sobre a ligação recebida de Wesley Batista imediatamente autorizou o gerente financeiro a iniciar as operações. Em suma, em 08.05, Wesley Batista deu nitidamente uma ordem para que se iniciasse a montagem da posição, que foi cumprida tão logo L.S. conseguiu repassá-la ao seu superior hierárquico. Como dito em depoimento, Wesley Batista contactou diretamente L.S. apenas porque também não conseguira contatar o Diretor Presidente naquele dia. Do contrário, como se depreende, a ordem de Wesley Batista teria sido dada ao próprio J.C.G. e seu comportamento, consequentemente, não teria sido diferente: teria observado de imediato a “orientação” recebida.

195. A defesa fia-se nas palavras de J.C.G. que, em seu próprio depoimento, declarou que Wesley Batista teria apenas orientado L.S. a “*olhar o mercado de câmbio*”, mas essa conotação não é condizente com o depoimento do gerente financeiro e, diante da contradição entre ambos, entendo que deve ser dada prevalência à versão de L.S., que foi quem manteve o contato telefônico direto com Wesley Batista.

196. Logo, é de se deduzir que Wesley Batista agiu motivado pela Informação Privilegiada que detinha, pois em 08.05, já se passaram cinco dias da celebração das Delações Premiadas. Não há como admitir, por razões lógicas, que Wesley Batista, ao contatar L.S., tivesse esquecido dessa informação relevante ou a anulado em sua mente, e tivesse se baseado tão somente nos indicativos de mercado e nas informações públicas, ao tomar a iniciativa para “orientar” a montagem da posição.

197. Vale repisar que se tratava de informação que gerava, para seu detentor, forte expectativa de alta do dólar, pois, como declarado em depoimento por Wesley Batista, aguardava-se que o sigilo fosse levantado em junho ou julho. A Informação Privilegiada sobrepunha-se, ademais, a quaisquer especulações ou previsões que os demais envolvidos na condução da política de *hedge* da Eldorado até então pudessem fazer sobre o câmbio, a partir dos dados disponíveis ao mercado em geral.

198. Corroborando a motivação de Wesley Batista e seu protagonismo na condução do assunto, a preocupação manifestada em acompanhar direta e diariamente as posições da Eldorado em dólar, perante a equipe de R.H. (diretor de controle de riscos da JBS), não se contentando em receber os informes que normalmente circulavam, ao final de cada dia, acerca das negociações realizadas, preparados pela equipe da Eldorado. De fato, um dia depois de ligar para L.S., Wesley Batista, contactou R.H., para acompanhar a montagem da posição pela JBS, demonstrando também claro interesse pela posição da Eldorado e pelo resultado desta, o que reforça, a meu ver, que a decisão adveio dele¹⁵⁸.

¹⁵⁸ Como descrito na Peça de Acusação, em 09.05.2017, R.H. enviou e-mail para Wesley Batista com a posição comprada



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

199. Não era de se esperar tamanho envolvimento daquele que, segundo alegado, ocupava circunstancialmente a presidência do CA, em virtude do afastamento de Joesley Batista, que até o final de março de 2017 era o titular do referido assento¹⁵⁹. Ao contrário do que alega a defesa, o micro gerenciamento das operações de *hedge* por Wesley Batista tampouco era condizente com o cumprimento do dever do conselheiro de “*fixar a orientação geral dos negócios da companhia e de fiscalizar a gestão dos diretores*”, de que cuida o art. 142 da Lei nº 6.404/1976.

200. Ainda assim, faz-se necessário enfrentar outro argumento trazido pela defesa, segundo o qual, dentre os envolvidos, era o Diretor Presidente a pessoa que detinha poderes de representação da Eldorado e, portanto, para decidir em nome da companhia na eventual prática da infração, de modo que é a conduta de J.C.G. (e não de Wesley Batista) que deve ser atribuída à Eldorado e essa conduta seria atípica, porquanto não se poderia presumir que J.C.G. conhecia a informação acerca das Delações Premiadas (diferentemente dos casos de *insider trading*), uma vez que nada haveria a comprovar que ele sabia e seria totalmente improvável que Wesley Batista pusesse o acordo de delação em risco compartilhando a informação com o Diretor Presidente, com L.S. (com quem falou sobre o câmbio) ou com qualquer outra pessoa na companhia, inclusive porque, mesmo depois do vazamento, o acusado evitou assumir internamente que teria ocorrido a delação, o que só fez no fim do dia, quando o STF levantou o sigilo¹⁶⁰.

201. Tampouco havia por que J.C.G. desconfiar que o fato de Wesley Batista ter falado sobre câmbio com L.S. significaria o conhecimento de alguma informação relevante e sigilosa com impacto na exposição cambial da companhia. Haveria, assim, no limite, erro de tipo essencial, porque J.C.G., ainda que possa ter sido influenciado por Wesley Batista, não sabia que estava realizando as operações com base em informação privilegiada (que decorreria do conhecimento de Wesley Batista sobre as delações e, no limite, sobre seu iminente vazamento).

202. Em outras palavras, a defesa alega que faltava a J.C.G., a quem cabia, segundo a governança da

até então montada em nome da JBS e a situação dos limites para contratação de novos NDF (Doc. 0372964). Wesley Batista respondeu ao e-mail questionando: “*Isso é só JBS ou inclui também Eldorado?*”. R.H. respondeu que era só JBS e Wesley Batista questionou: “*E a Eldorado?*”. R.H. respondeu: “*A Eldorado está executando 100MM com o Bradesco. E aguardando o BNP confirmar se o limite deles foi aprovado também*”. Ato contínuo, Wesley Batista envia nova mensagem questionando: “*Quanto é o limite da Eldorado no BNP?*”. Então, a partir de 11.05.2017, F.T.H., subordinado a R.H., passa a enviar quase diariamente para Wesley Batista, com cópia para R.H., e-mails com a posição montada, e resultado da marcação a mercado, de JBS e Eldorado (Docs. 0372975, 0372976, 0372977, 0372978, 0372979, 0372981, 0372982, 0372983 e 0372984).

¹⁵⁹ Em suas razões de defesa, Wesley Batista declarou que, a rigor, não existia nenhum documento societário da Eldorado contendo sua eleição como presidente do CA, mas que, a partir de abril de 2017, ante a impossibilidade de Joesley Batista (histórico representante do controlador, desde sua formação) representar a acionista controladora no CA, por força de ordem judicial, e na posição de pessoa de confiança da acionista controladora da Eldorado, tomou para si uma posição mais ativa (sempre dentro dos limites legais) e se aproximou do acompanhamento do dia-a-dia da Eldorado. Esclareceu que até o seu afastamento, Joesley Batista conduzia todos os demais negócios do grupo, enquanto ele era responsável pela JBS.

¹⁶⁰ A defesa afirma que chegou a haver, em certo momento, algum receio de Wesley Batista de que J.C.G. pudesse ser uma espécie de informante e que pudesse tê-lo delatado ao MPF.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Eldorado, à decisão pela contratação dos NDF, e a L.S., que interagiu diretamente com Wesley Batista, a consciência de que figuravam em uma posição de desequilíbrio ou desigualdade, de modo que o que se poderia, no limite, dizer é que a conduta em questão foi protagonizada por instrumentos impuníveis (J.C.G. e L.S.), que teriam agido em claro erro de tipo, decorrendo a impunidade do instrumento da falta de dolo proveniente da incorreta representação da realidade quando da ação praticada¹⁶¹.

203. Por outro lado, ainda segundo o mesmo raciocínio, o eventual conhecimento de uma informação privilegiada por Wesley Batista não poderia ser imputado à Eldorado, pois não caberia aplicar despropositadamente a ideia de mente corporativa (que o Colegiado teria usado em casos envolvendo instituições financeiras, diante das peculiaridades envolvendo a circulação de informações nesse tipo de atividade, ressalvando-se que mesmo nesses casos, a sua aplicação poderia ser afastada demonstrando-se a existência de *chinese wall* e/ou de controles internos).

204. Mesmo sob a lógica da acusação (de que Wesley Batista determinou a realização das operações), a Eldorado teria sido um instrumento impunível utilizado no cometimento da infração, uma vez que não pode ser imputado à essa o domínio do fato manifestado: (i) seja como domínio da ação (o autor realiza a conduta típica pessoal e dolosamente); (ii) seja como domínio funcional do fato (pois não houve coautoria – acordo de vontades para realização do ilícito); (iii) seja como domínio da vontade, que fundamenta a autoria mediata (a companhia não se valeu de terceiro, impunível, para a prática do crime).

205. Em suma, para a defesa, tem-se que a Eldorado, desconhecendo qualquer informação sobre as Delações Premiadas, entendeu ser o início de maio de 2017 momento oportuno para montar posição em operações com dólar, agindo sem dolo de valer-se de uma posição de desigualdade indevida.

206. De fato, diferentemente de quanto à JBS, Wesley Batista não ocupava, na estrutura de governança da Eldorado, posição que lhe atribuisse a representação da companhia, nem integrava o órgão responsável por decidir sobre a consecução das operações, o que cabia, no caso, ao Diretor Presidente.

207. Entretanto, não vejo como essa distinção possa afetar a análise da culpabilidade da sociedade empresária. Para fins de responsabilização administrativa da pessoa jurídica, não se exige que a conduta irregular tenha sido necessariamente praticada pelo respectivo representante legal, até porque não há que perquirir poderes de representação para o cometimento de ilícitos. Ademais, tal premissa, trazida pela defesa, restringiria indevidamente o escopo do exercício do poder sancionador da CVM no tocante à atuação irregular das pessoas jurídicas no mercado de capitais.

208. A Acusação reconheceu não haver provas ou indícios suficientes de que J.C.G. ou L.S. tivessem tido acesso à Informação Privilegiada antes de sua divulgação, não formulando acusação contra os dois.

¹⁶¹ A Eldorado apresentou, em anexo às razões de defesa, parecer jurídico corroborando a referida argumentação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

209. Porém, restou evidenciado, em linha com a tese acusatória, que Wesley Batista, valendo-se de sua influência preponderante sobre a administração da Eldorado, foi o responsável, em última instância, pela decisão que se formou no âmbito da companhia acerca da montagem da posição em dólar, considerando-se, ainda, para tanto, a dinâmica de sua interação com L.S. e J.C.G.

210. Ao mesmo tempo, é incontroverso que Wesley Batista ocupava o papel de presidente do CA da Eldorado, integrando o topo de sua estrutura administrativa, sendo, concomitantemente, um de seus controladores indiretos, tendo sido essa sua condição peculiar que lhe permitiu fazer valer sua vontade, orientando a atuação da companhia no mercado de derivativos de câmbio, motivado pelo conhecimento da Informação Privilegiada. Sem sua atuação, nada indica que as operações teriam ocorrido a partir de 09.05, antes do vazamento da notícia ou, ainda, da homologação das Delações premiadas.

211. Forçoso, então, concluir, nessas circunstâncias e para fins de responsabilização administrativa, que a Informação Privilegiada detida por Wesley Batista deve ser imputada também à Eldorado. Não se trata de recorrer à teoria da mente corporativa, mas de reconhecer que o liame institucional entre ambos é, no caso concreto, suficientemente forte para ensejar a atribuição da conduta irregular do administrador à própria companhia, em nome e em benefício da qual as operações de NDF foram afinal contratadas, ainda que, no limite, se considere que Wesley Batista, ao interferir ativamente na formação da vontade social (e não apenas tentado influenciá-la), tenha, em certa medida, usurpado parte da competência que cabia formalmente ao Diretor Presidente.

212. Nesse sentido, a Acusação atribuiu a Wesley Batista o domínio final do fato, pois era dele, no plano fático, o controle sobre a decisão de realizar as operações, em nome da companhia¹⁶². A teoria do domínio final do fato é normalmente empregada na análise de condutas criminosas, de modo que cabe aqui uma ressalva. O recurso a institutos do Direito Penal, para fins de apuração de infrações administrativas, embora ocorra com frequência, deve se dar com cautela e sofrer as devidas adaptações, sempre que necessário, em vista das especificidades do regime jurídico do Direito Administrativo Sancionador, sendo a responsabilização das pessoas jurídicas um dos aspectos em que esses ramos claramente se diferenciam. Desse modo, enquanto na seara penal se fala, diante de certas circunstâncias, em crime com utilização de empresa (até porque a responsabilidade penal das pessoas jurídicas, em si, é, ainda, excepcional, em nosso ordenamento jurídico, e apurada de forma objetiva), no Direito

¹⁶² Na Peça de Acusação, consta, sobre a teoria do domínio do fato, transcrição de trecho do voto da Ministra do STF, Rosa Weber, ao apreciar a Ação Penal nº 470: “*Em verdade, a teoria do domínio do fato constitui uma decorrência da teoria finalista de Hans Welzel. O Propósito da conduta criminosa é de quem exerce o controle, de quem tem poder sobre o resultado. Desse modo, no crime com utilização de empresa, autor é o dirigente ou dirigentes que podem evitar que o resultado ocorra. Domina o fato quem detém o poder de desistir e mudar a rota da ação criminosa. Uma ordem do responsável seria o suficiente para não existir comportamento típico. Assim, o que há de se verificar, no caso concreto, é quem detinha o poder de controle da organização para o efeito de decidir pela consumação do delito*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Administrativo sancionador, é comum que ocorra a responsabilização da própria empresa em nome da qual a infração é praticada¹⁶³. Nesse sentido, não pode ser aceito, no âmbito deste PAS, o argumento da defesa de que a Eldorado seria um instrumento impunível.

213. Quanto ao fato de as operações não terem sido roladas após o vazamento, entendo que a defesa apresentou contraindícios de que a Eldorado não conseguiu manter limite de crédito perante a contraparte, o que impossibilitou a “rolagem” dos NDF, ao passo que as incertezas em que a companhia se viu naquele momento a teriam levado a um movimento (ao menos nos primeiros dias após o vazamento) de contenção de caixa, para preservar a liquidez, não cabendo uma comparação com o fato de a companhia ter, em dezembro de 2016, assumido posição vendida na bolsa que demandava margens próxima ao dobro do que demandaria a compra de US\$ 280 milhões, como se pudesse necessariamente ter feito o mesmo em maio, caso o objetivo não fosse lucrar com as operações, dado que as condições financeiras da companhia em 2016 eram bem diferentes da situação após o vazamento¹⁶⁴.

214. Entretanto, como dito, a não rolagem da posição (ainda que tenha sido não intencional) não infirma a conclusão acerca da consumação da infração, com a montagem da posição quando ainda era sigilosa a informação relativa às Delações Premiadas.

215. A defesa arguiu, além disso, que o completo afastamento de Wesley Batista das operações da Eldorado até o início de abril do ano de 2017, um mês antes do ocorrido, explica a razão de ele ter se equivocado quando das perguntas formuladas em relação à Eldorado, em seu depoimento perante a CVM, uma vez que a empresa, suas operações e a própria administração dessa eram completamente novas para o acusado. O argumento não se sustenta, dado que Wesley Batista, além de ser controlador da Eldorado, integrava o CA da companhia em todo o período tratado pela Acusação (assim, por exemplo, nas atas de reunião do CA juntadas aos autos, que remontam a janeiro de 2016, Wesley Batista já figurava como membro do órgão). E, como a própria defesa asseverou, o CA participava das interações e discussões sobre as estratégias da Eldorado para proteção contra os riscos cambiais.

e) Dolo

¹⁶³ Veja-se, a propósito do tema: “O Direito Administrativo Sancionador possui, como já se disse em várias oportunidades, regime jurídico próprio e distinto do regime normalmente dispensado ao Direito Penal. Uma das grandes peculiaridades do regime sancionador administrativo, nos mais diversos sistemas do Direito comparado, é, justamente, a histórica possibilidade de se responsabilizarem pessoas jurídicas nesse terreno. É pacífico, em doutrina, até mesmo na voz dos radicais defensores da “penalização” do Direito Administrativo Sancionador, que a pessoa jurídica é passível de responsabilização nessa esfera, devendo a culpabilidade adaptar-se a essa realidade.” (OSÓRIO, Fábio. Direito Administrativo Sancionador. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2020. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/doutrina/direito-administrativo-sancionador/1201070599>. Acesso em: 6 de Outubro de 2023).

¹⁶⁴ O Parecer Tendências/Eldorado apontou, quanto a esse aspecto: “É bastante provável que este cenário de instabilidade em face da divulgação do referido acordo de delação, dada suas características, tenha impactado não apenas os limites para contratação de NDFs, mas também a relação geral da Eldorado com as instituições financeiras e demais agentes de mercado, o que justificaria a adoção pela empresa de uma estratégia de preservação de caixa”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

216. O dolo, no ilícito administrativo de uso de práticas não equitativas, é a intenção do agente de negociar valores mobiliários em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade. A norma pune, nesse caso, a mera conduta porque se entende que ela é prejudicial ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários. Para caracterização da tipicidade, não se exige um resultado material específico e, por conseguinte, não se exige do infrator a intenção de atingir um dado resultado.

217. Entendo ter restado demonstrado, ao longo deste voto, que Wesley Batista aproveitou-se conscientemente da Informação Privilegiada para decidir pela montagem das posições compradas, em nome e em benefício da JBS, da Seara e da Eldorado, agindo a partir da elevada posição que ocupava na hierarquia nessas empresas, como administrador e um de seus controladores finais. Como dito, tais negociações foram motivadas pela informação quanto ao teor das Delações Premiadas, destacando-se no caso, a questão do *timing*, sendo a conduta e a intenção atribuíveis igualmente às pessoas jurídicas¹⁶⁵.

218. Logo, a meu ver, não resta dúvida de que os Acusados agiram dolosamente.

219. Porém, não se exclui, com isso, a possibilidade de que os negócios efetuados pudessem vir igualmente ao encontro de necessidades de *hedge* das empresas do Grupo J&F. Como dito, para fins de responsabilização dos acusados, as operações não precisariam ser exclusivamente especulativas, pois isso não afeta a tipificação da conduta. Vale dizer, usar indevidamente informação privilegiada em operações no mercado de valores mobiliários viola a ICVM nº 8/1979, sejam ou não especulativas.

220. Deste modo, não afasta o dolo o argumento da defesa de que Wesley Batista tinha a intenção de proteger JBS, Seara e a Eldorado dos riscos da variação cambial com as operações de dólar aqui tratadas (i.e., tinha a intenção de realizar *hedge*) e não de especular, tendo agido no interesse das empresas.

221. Tampouco cabe a alegação de que o acusado não tinha o intuito de obter vantagem indevida, pois, como visto, a única “vantagem indevida”, por assim dizer, que o tipo infracional prevê é a posição indevida de desequilíbrio ou desigualdade do agente frente aos demais participantes das operações e não um resultado econômico indevido. Neste PAS, a meu juízo, restou comprovada essa posição de

¹⁶⁵ A doutrina tem se debruçado sobre a questão do elemento subjetivo nas infrações administrativas cometidas por pessoas jurídicas, bem assim acerca de sua culpabilidade, porém não de forma uníssona. A propósito do tema, destaco Rafael Munhoz de Mello: “*Se não têm vontade e consciência próprias, não se aplicam as pessoas jurídicas os conceitos de dolo e culpa*”, mas “*para que seja observado o princípio da culpabilidade, há que se investigar se a atuação das pessoas físicas que integram a pessoa jurídica é dolosa ou culposa*” (Princípios Constitucionais de Direito Administrativo Sancionador. São Paulo: Malheiros, 2007, pp. 208-209). Em sentido semelhante, Herald Garcia Vitta explana: “*Diante de tantos argumentos em prol da responsabilidade das pessoas jurídicas, concluímos podem ser-lhes imputadas penas administrativas. uma vez presentes o dolo, ou a culpa, como pressupostos subjetivos do ilícito, praticado por pessoa física, como preposta, representante, ou outra denominação qualquer que se deseje rotulá-la desde que tenha agido (em benefício do ente coletivo, exprimindo a ‘vontade’ da pessoa jurídica*” (A Sanção no Direito Administrativo. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 52).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

desequilíbrio indevido, bem assim a intenção dos acusados de dele se valerem, que é o quanto basta¹⁶⁶.

222. A defesa também tenta afastar o dolo a partir da constatação de que os Derivativos Cambiais foram mantidos até ao menos os seus vencimentos originais (tendo uma parte menor sido rolada), quando o esperado seria que os Acusados liquidassem as operações logo após o vazamento quando a cotação do dólar disparou e haveria maiores possibilidades de ganhos extraordinários.

223. O argumento deve ser recebido com reservas.

224. Veja-se que a prática não equitativa já se deu na montagem da carteira de Derivativos Cambiais com o uso da Informação Privilegiada à luz da grande probabilidade de iminente alta do dólar, e, assim, da valorização dessa carteira. O que ocorreu após o vazamento, quando a informação disseminou-se no mercado e a posição de desigualdade deixou de existir, é indiferente para a consumação da infração.

225. Por outro lado, não se refuta que o comportamento posterior do acusado pode servir, por vezes, como indicativo de qual teria sido sua intenção, o que parece ser aqui o ponto trazido pela defesa.

226. Sem embargo, outros motivos podem ter feito com que os Acusados tenham decidido manter as posições por mais tempo. No caso vertente há que se ter em conta que, logo após o vazamento das Delação Premiadas, já começaram a surgir na imprensa as primeiras notícias sobre possíveis negociações das empresas acusadas no mercado de derivativos de câmbio com suspeita de uso da Informação Privilegiada. Nesse cenário, não seria de se estranhar que as acusadas buscassem manter as posições até o vencimento ou mesmo as tentassem rolar, para dar ares de normalidade às operações e afastar as suspeitas de irregularidades que já circulavam na mídia, assim como entre as autoridades que, a exemplo da CVM, começavam quase de imediato a investigar os fatos.

f) Beneficiárias

227. A defesa também se insurge contra o fato de JBS, Seara e Eldorado terem sido acusadas, no RI, por terem sido meras “beneficiárias” de operações com uso de práticas não equitativas, tendo a Peça Acusatória sido calcada na atuação pessoal de Wesley Batista e não lhes tenha atribuído uma atuação em coparticipação ou concurso ou apontado os motivos pelos quais elas teriam cometido a infração ou, ainda, porque as condutas de Wesley Batista lhes poderiam ser atribuídas.

228. Transcrevo, a seguir, os correspondentes trechos da Peça Acusatória:

“241. Portanto, como os derivativos cambiais são valores mobiliários (art. 2º, VIII, da Lei

¹⁶⁶ A própria defesa aduziu sobre a tipicidade da infração de uso de práticas não equitativas: “Quanto ao resultado da conduta, o Colegiado da CVM firmou posição, recentemente, de que a produção de dano não é elemento do tipo administrativo. Exige-se, apenas, a conduta do agente e a posição de desequilíbrio em relação ao mercado por ele alcançada (ainda que potencial), ou seja, basta restar comprovado o privilégio decorrente do tratamento que tenha colocado, efetiva ou potencialmente, umas das partes em situação de desequilíbrio em relação aos demais participantes do mercado.” (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.cvm.gov.br

6.385/76), Wesley Batista **e a JBS, por ser beneficiária**, devem ser acusados por uso de prática não equitativa (Instrução CVM nº 8/1979, II, d).

.....
260. Portanto, **como concluído em relação à posição montada** em derivativos cambiais em maio de 2017 **em nome da JBS** nos parágrafos 235 a 247, **com relação à posição montada** em bolsa em 10.05.2017, **em nome da Seara**, Wesley Batista **e a Seara, por ser beneficiária**, devem ser acusados por uso de prática não equitativa (Instrução CVM nº 8/1979, II, d).

.....
296. Como concluído para a posição montada em derivativos cambiais em maio de 2017 em nome da JBS nos parágrafos 235 a 247, e para a posição montada em derivativos cambiais em 10.05.2017 em nome da Seara no parágrafo 261; **com relação à posição montada** em NDF entre 09 e 16.05.2017 **em nome da Eldorado**, Wesley e **a Eldorado, por ser beneficiária**, devem ser acusados por uso de prática não equitativa (...).” (grifos aditados)

229. Para a defesa, a conduta imputada às acusadas não se subsume ao tipo previsto na alínea “d” do item II da ICVM nº 8/1979, pois não teria sido demonstrado o dolo das pessoas jurídicas (notadamente o exigido dolo específico), por não ter havido comprovação de que agiram para obter vantagem indevida.

230. Entendo, contudo, que não procede a alegação, sendo hígida a acusação formulada em desfavor das acusadas JBS, Seara e Eldorado.

231. Este PAS versa sobre infração cuja consumação pressupõe, nos termos do item II, alínea “d”, da ICVM nº 8/1979, ter havido uma “prática” “no mercado de valores mobiliários”, de que resultou, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para “qualquer das partes”, em “negociações com valores mobiliários”, que a coloque em uma “indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”.

232. No caso vertente, observo que as negociações com valores mobiliários (os Derivativos Cambiais) acarretaram, nas palavras da Acusação, “posiç[ões] montada[s]”, ou seja, operações contratadas “em nome” de JBS, Seara e Eldorado e, portanto, juridicamente atribuíveis a essas sociedades empresárias. Em outros termos, foram elas que, no plano normativo, negociaram com os Derivativos Cambiais, ainda que, materialmente, tais negociações tenham decorrido da conjugação das condutas de diversas pessoas naturais (dentre as quais Wesley Batista) que, em alguma medida, no exercício de suas respectivas funções e poderes no âmbito das referidas organizações empresariais, delas participaram, compreendendo desde aquelas que conceberam e decidiram pela realização das operações até as que, na ponta, as executaram, no mercado de valores mobiliários, ou seja, celebrando os contratos de NDF com os bancos, no balcão, ou dando ordens, em bolsa, para compra ou venda dos contratos de dólar futuro¹⁶⁷.

¹⁶⁷ Tratando-se de pessoas jurídicas, necessário reconhecer que sua atuação se dará, na maioria dos casos, notadamente no campo dos ilícitos, mediante condutas praticadas, em concreto, por ações ou omissões de pessoas naturais, mas que lhes são atribuíveis, segundo critérios normativos. Diz-se na maioria dos casos porque a intervenção humana nem sempre será



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

233. Por sua vez, o uso da Informação Privilegiada nessas negociações foi precisamente a prática da qual resultou um tratamento, para a JBS, Seara ou Eldorado, em cada caso (qualquer das partes), que as colocou numa posição indevida de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação (posição de assimetria informacional indevida em relação às contrapartes dos contratos NDF e em relação às demais contrapartes no mercado de dólar futuro, conforme o caso).

234. Tal prática (não equitativa) era atribuível tanto a Wesley Batista quanto às referidas sociedades empresárias, considerando-se, para tanto, como já detalhado neste voto, que a atuação do acusado, desenvolvida de modo consciente e intencional (i) foi determinante para a concretização das operações, a partir da posição de proeminência que ele ocupava naquelas organizações empresariais, como administrador e controlador, condição em que agiu, na ocasião, para ordenar que as negociações fossem realizadas em nome das pessoas jurídicas; e, ao mesmo tempo, (ii) foi motivada (ou orientada), primordialmente, pelo seu conhecimento acerca do conteúdo das Delações Premiadas, da proximidade de sua divulgação e dos prováveis efeitos que daí decorreriam sobre o preço dos valores mobiliários negociados, não tendo sido evidenciado que a Informação Privilegiada tivesse sido compartilhada com as demais pessoas naturais envolvidas nas operações, as quais não foram acusadas.

235. Depreende-se, portanto, que o uso da Informação Privilegiada por Wesley Batista se deu em negociações com valores mobiliários realizadas pelas sociedades empresárias e em benefício dessas. Nesse sentido, as referidas sociedades empresárias foram acusadas por terem sido “*beneficiária[s] de operações com uso de práticas não equitativas*”¹⁶⁸. Vale dizer, quando o RI as caracteriza como “beneficiárias”, está a ser referir ao benefício inerente ao uso da prática não equitativa, que é a “*indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação*” em que se colocaram, não se devendo atrelar o termo “*beneficiária(s)*” com o mero conceito de benefício econômico, que a Acusação também abordou na Peça Acusatória, ao apurar o “resultado” econômico (potencial ou efetivo) eventualmente decorrente das operações, de que tratarei na seção seguinte do voto,

imprescindível, a exemplo de atos jurídicos que resultem de certos tipos de práticas omissivas ou de vontade manifestada por comandos automáticos gerados em sistemas informáticos, como inclusive tem se tornado frequente no mercado bursátil.

¹⁶⁸ Em textual: “312. Diante do exposto, devem ser responsabilizadas as seguintes pessoas físicas e jurídicas: a) Wesley Mendonça Batista, (...), na qualidade de Diretor Presidente da JBS S.A. e Presidente do Conselho de Administração da Eldorado Brasil Celulose S.A., à época dos fatos, por (sic) ordenado a compra de contratos derivativos de dólar com uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, d, conforme concluído nos parágrafos 234 a 246, 260 a 264, 295 a 300 e 301 a 307 para operações em nome da JBS S.A., em nome da Seara Alimentos Ltda. e em nome da Eldorado Brasil Celulose S.A.; b) JBS S.A. (...), por ter sido beneficiária de operações com uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, d, conforme concluído nos parágrafos 234 a 246 e 301 a 307; c) Seara Alimentos Ltda., (...), por ter sido beneficiária de operações com uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, d, conforme concluído nos parágrafos 260 a 264 e 301 a 307; d) Eldorado Brasil Celulose S.A., (...) por ter sido beneficiária de operações com uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, d, conforme concluído nos parágrafos 295 a 300 e 301 a 307 (...) 314. Portanto, como os derivativos cambiais são valores mobiliários (art. 2º, VIII, da Lei 6.385/76), Wesley Batista e as empresas beneficiárias devem ser acusados por uso de prática não equitativa, infração prevista na Instrução CVM nº 8/1979, II, d” (grifos adotados).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

mas que sequer integra o tipo administrativo como elemento imprescindível.

g) Deveres fiduciários de Wesley Batista

236. Por fim, cabe afastar o argumento de que não havia outra opção lícita para Wesley Batista, como Diretor Presidente da JBS que não suportar as operações de *hedge* com Derivativos Cambiais, diante do cenário que se apresentava, face aos deveres fiduciários de diligência e lealdade para com as companhias, ainda que se considerasse que ele detinha informação privilegiada.

237. Nesse sentido, aduz a defesa, em síntese, que:

- (i) Dentro do contexto de proteção contra variações cambiais, seria, no mínimo, imprudente, que o acusado, na posição de administrador com deveres fiduciários em relação à companhia e a seus acionistas, cessasse a prática e as expusesse a riscos tão relevantes em função de uma informação que sequer sabia quando viria a público, ou seja, deixar de contratar com os Derivativos Cambiais na função de prevenção contra perdas relacionadas a flutuações da moeda estrangeira por tempo indeterminado significaria submeter a companhia ao risco de perdas imensuráveis;
- (ii) Tal comportamento corresponderia a uma omissão no exercício da sua função, em violação dos seus deveres legais para com a JBS e seus *stakeholders* e poderia indicar para o mercado a existência de alguma prática não equitativa, haja vista o padrão histórico da companhia de adotar medidas nesse sentido, bem como pela perspectiva da tendência de alta do dólar frente ao real;
- (iii) As operações com Derivativos Cambiais executadas pela JBS seguiram a linha de atuação da companhia e as tendências do mercado, não apresentando uma mudança na conduta de Wesley Batista no comando dessas, ante a informação personalíssima que detinha sobre as delações;
- (iv) Faz-se necessário afastar quaisquer argumentos que sugiram que Wesley Batista pudesse ter agido diferentemente na qualidade de diretor presidente da JBS quando da aquisição de derivativos pela companhia. Deveria ele determinar que a companhia não adotasse medidas adequadas de proteção cambial exclusivamente porque tinha conhecimento das tratativas relacionadas aos acordos de colaboração? Importa dar especial relevo ao dever de fidelidade ao interesse social, previsto no artigo 154, e ao dever de lealdade, contido no artigo 155, com ênfase no seu inciso II, que veda ao administrador omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia. E o melhor interesse da companhia justificava, em maio de 2017, a montagem da posição em Derivativos Cambiais. Não poderia, por ter uma determinada informação ainda não divulgada, proibir a JBS de dar continuidade às práticas de proteção à exposição cambial;
- (v) Ainda que se venha a concluir que Wesley Batista deveria ter impedido a JBS de buscar proteção cambial naquele momento, as particularidades do caso são suficientes para afastar sua culpabilidade. Se não por outro motivo, porque ele se deparou com uma decisão negocial complexa, não podendo ser punido por ter privilegiado um dos seus deveres fiduciários em detrimento de outro. Eventual ilegalidade na sua conduta só poderia se caracterizar caso a aquisição fosse feita com base apenas ou, ao menos, predominantemente, na informação sigilosa, o que não ocorreu. O conhecimento da informação não o levou a desconsiderar as recomendações imparciais sobre aquisição dos títulos e os movimentos do mercado nesse sentido; e
- (vi) Tivesse ele interrompido ou desviado o curso das decisões e das operações com valores mobiliários pela JBS, cujos fundamentos econômicos e mesmo jurídicos eram outros que não a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

informação de que dispunha sobre os acordos de colaboração, então teria de fato feito uso dessa informação. Não foi o que ocorreu. Wesley Batista não se valeu de tal informação no processo de tomada de decisão da companhia para a prática dos atos indicados.

238. A meu juízo tais argumentos não merecem prosperar.

239. Foi demonstrado que foi dele a iniciativa para o início da montagem da posição comprada em dólar na JBS, motivado preponderantemente (senão exclusivamente) pela Informação Privilegiada, cujo conhecimento não tinha como abstrair, em sua mente, ao tomar as decisões em nome da JBS.

240. Até que o acusado começasse a intervir perante os seus subordinados para que se iniciassem as negociações com os Derivativos Cambiais, o que havia, no início de 2017, como visto, era basicamente um cenário de incertezas quanto aos rumos da economia e, no máximo, uma indicação, ainda incipiente, de que o risco cambial devesse passar a ser um ponto de atenção da administração da companhia.

241. Em maio de 2017, não estava em curso na JBS uma estratégia de *hedge* que o acusado pudesse vir a frustrar, se tivesse agido corretamente e evitado colocar-se em uma indevida posição de desigualdade, eximindo-se de iniciar a negociação com os Derivativos Cambiais. Tampouco se tratou, como alegado, de proibir a JBS de dar continuidade a práticas de proteção cambial, até porque tais práticas se iniciaram por provocação do próprio acusado.

242. Nesse contexto, era obrigação de Wesley Batista abster-se de usar a Informação Privilegiada para orientar os negócios da companhia, uma vez que o contrário implicaria grave violação às normas que regem o funcionamento do mercado de capitais e, conseqüentemente, aí sim, o descumprimento do próprio dever fiduciário de lealdade do administrador, que, como ressaltado pela Acusação, inclui o dever de agir conforme a lei¹⁶⁹. Com efeito, não se admite que o administrador descumpra as leis e a regulação a pretexto de atender ao interesse social, porque esse interesse não pode ser *contra legem*.

243. Mesmo se, por hipótese (pois sequer foi evidenciado ter sido esse o caso), a concepção quanto à necessidade da montagem da posição em Derivativos Cambiais tivesse se sedimentado originalmente nos órgãos técnicos ou nos executivos subordinados a Wesley Batista, sob a crença de que essa seria a melhor alternativa para a JBS naquele momento a fim de protegê-la dos riscos cambiais, o mínimo que se esperaria é que Wesley Batista, dada a situação em que se encontrava, se cercasse dos necessários cuidados e adotasse procedimentos que assegurassem que eventual decisão sobre tais negociações fosse

¹⁶⁹ Segundo a Peça de Acusação: “*Note-se que, diferentemente do argumento apresentado pela defesa da JBS e noticiado pela imprensa (0402179) no sentido de que Wesley Batista “trairia a empresa e violaria o dever de diligência e de lealdade” se as operações não fossem realizadas, as oportunidades decorrentes desse cenário jamais poderiam ter sido “aproveitadas” de modo a aparentar pretensa lealdade para com a Companhia diante do mal muito maior causado ao adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários e a seus participantes ao atuar em condições de desigualdade informacional de maneira inexorável. Ademais, sua lealdade com a Companhia inclui o dever de não infringir a lei*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

tomada pela companhia sem a sua participação ou interferência, sem o uso da Informação Privilegiada¹⁷⁰.

244. Mas nada parecido com isso ocorreu. Pelo contrário, como detalhado, a participação e influência de Wesley Batista foi, desde o início, decisiva para a montagem da posição em derivativos de dólar pela companhia no Período Suspeito. Sem o ritmo (urgência) e *timing* imprimidos pelo acusado perante os colaboradores envolvidos na gestão dos riscos cambiais da JBS, havia efetiva possibilidade de a estratégia aquisição dos Derivativos Cambiais não ter sido implementada antes do vazamento na imprensa ou mesmo da divulgação das Delações Premiadas em virtude de sua homologação e consequente levantamento do sigilo, que ele mesmo aduziu que esperava ocorresse em junho ou julho.

245. Assim, não há como admitir a tese pela qual Wesley Batista estava forçado a agir como fez.

IV O CÁLCULO DAS VANTAGENS PATRIMONIAIS INDEVIDAS

246. Em tese, mesmo que o acusado não obtenha vantagem decorrente do uso da prática não equitativa ou mesmo na hipótese em que obtenha resultado negativo com as negociações, tais circunstâncias não alteram a reprovabilidade da conduta do infrator, pois como reiterado, a existência de vantagem econômica não é requisito para a caracterização do referido ilícito administrativo, conforme entendimento consolidado desta CVM. Aliás, a existência de lucro ou prejuízo não é elemento do uso de prática não equitativa nem de qualquer outro tipo previsto na ICVM nº 8/1979¹⁷¹.

247. Não obstante, a Acusação apontou suposta vantagem econômica obtida pelos acusados com o ilícito. Para a quantificação do resultado potencial obtido por JBS, Seara e Eldorado, foi utilizado o preço médio das compras contra o preço médio do dia 18.05.2017¹⁷², dia seguinte ao da noite em que ocorreu o vazamento da informação que até então colocara os acusados em condição de desigualdade em face

¹⁷⁰ A esse respeito, vale citar, *mutatis mutandis*, manifestação de voto da então Diretora Luciana Dias, no julgamento do PAS CVM nº 02/2010, em 09.07.2013: “(...) acredito que seja importante observar que a delegação da decisão de investimento e desinvestimento para terceiros de acordo com critérios objetivos previamente estabelecidos, ou mesmo de acordo com a discricionariedade deste terceiro, é uma prática legítima e até mesmo saudável para evitar o impedimento de negociar imposto pela regulamentação. De um lado, há certas pessoas, como os controladores e administradores, que estão frequentemente impedidos de negociar por possuírem informações não disponíveis ao mercado. No entanto, controladores e administradores, assim como quaisquer outros investidores, precisam, de tempos em tempos, reorganizar patrimônio, liquidar investimentos, enfim, negociar com suas ações. Harmonizar essas duas realidades é, muitas vezes, desafiador, em especial quando essas pessoas estão ligadas a uma companhia que, frequentemente, analisa novas aquisições e negócios, em que há perspectiva de reestruturação, ou mesmo que se comunica rotineiramente com o mercado. E este parecia ser o caso da COSAN S.A., que por muitos meses estudou a reorganização e, durante todo este período, com mais ou menos relevância e concretude, os seus controladores e administradores possuíam informações não divulgadas ao mercado. (...) desde que a delegação prove-se efetiva e que não haja comunicação de informações relevantes ou ingerência de quem a detenha, acredito que tal mecanismo seja suficiente para uma absolvição.” (grifos adotados).

¹⁷¹ PAS CVM nº SP2017/315, de minha relatoria, j. em 06.07.2021. Vide, também, voto do Dir. Relator Wladimir Castelo Branco Castro no PAS CVM nº 04/00, j. em 17.02.2005, em que ressalta a desnecessidade de se apurar prejuízo (dano) para a caracterização da referida infração.

¹⁷² O preço médio do dólar futuro DOLM17 no dia 18.05.2017 foi R\$ 3.373,6720.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

dos demais participantes das operações. Assim, para a Acusação, foram apurados os seguintes valores¹⁷³:

- (i) O resultado potencial obtido pela JBS pelo fato de ter operado com uso de práticas não equitativas foi de R\$ 520.039.078,00 $(2.736.500.000 \times (3.373,6720 - 3.183,9978) / 1.000)$;
- (ii) O resultado potencial obtido pela Seara pelo fato de ter operado com uso de práticas não equitativas foi R\$ 4.716.800,00 $(25.000.000 \times (3.373,6720 - 3.185,0000) / 1.000)$; e
- (iii) O resultado potencial obtido pela Eldorado pelo fato de ter operado com uso de práticas não equitativas foi R\$ 64.692.160,00 $(280.000.000 \times (3.373,6720 - 3.142,6286) / 1.000)$.

248. A defesa, contudo, contesta o referido cálculo, alegando, em síntese, que:

- (i) Não faz sentido falar em “resultado potencial obtido” – ou o resultado é potencial ou foi efetivamente obtido –, ademais não houve liquidação dos contratos em 18.05.2017;
- (ii) Embora seja possível calcular o benefício ou a perda evitada com as operações objeto deste PAS, uma vez que estas foram efetivamente liquidadas, é incontroverso que Wesley Batista não auferiu qualquer vantagem econômica com as operações. Isso porque foram as próprias pessoas jurídicas acusadas (JBS, Seara e Eldorado) que negociaram com os Derivativos Cambiais, utilizando os seus respectivos recursos, e foram elas próprias que auferiram os benefícios daí decorrentes. Em relação a Wesley Batista, simplesmente não há benefícios resultantes das operações com os Derivativos Cambiais. Os resultados dessas operações são das empresas que os contrataram, não do executivo que supostamente tomou a respectiva decisão. Tampouco houve ganhos indiretos para Wesley Batista como acionista (aumento do preço das ações ou do lucro distribuível);
- (iii) No hipotético e remoto caso de condenação, o Colegiado deve pautar-se no art. 11, §1º, I, da Lei nº 6.385/1976, para calcular eventual multa pecuniária a ser aplicada a Wesley Batista;
- (iv) O resultado das operações nunca chegou a se materializar nos termos narrados no RI, uma vez que a liquidação dos Derivativos Cambiais se deu apenas em junho, julho e agosto de 2017, ou seja, dias ou até mesmo meses após a data de vazamento sobre as Delações Premiadas;
- (v) O BACEN fez observação nesse mesmo sentido à CVM, destacando que o *fluxo de caixa efetivo* das operações com os Derivativos Cambiais, ou seja, o seu *real resultado*, deveria levar em consideração a data de liquidação de cada contrato¹⁷⁴;
- (vi) O Parecer Tendências/JBS acerca do resultado das operações da JBS com derivativos¹⁷⁵ apontou resultado efetivo consolidado (NDF e dólar futuro) de R\$ 9.979.785,00;
- (vii) O Parecer Tendências/Seara acerca do resultado das operações da Seara com derivativos¹⁷⁶ apontou resultado efetivo de R\$ 1.732.630,00;
- (viii) Os negócios não resultaram em benefício econômico algum, pois, conforme atestou o Parecer Tendências/JBS, a JBS auferiu lucro de R\$ 9,979 milhões, correspondente a 130 vezes menor do

¹⁷³ Vide tabelas 5, 6 e 7 da Peça de Acusação.

¹⁷⁴ Segundo Ofício 8936/2017-BCB/DESIG (PE 111665), de 24.05.2017, encaminhado à CVM pelo BACEN: “Os ganhos efetivamente auferidos com as operações somente seriam verificados, como registrado pelo Banco Central, por ocasião da liquidação dos contratos em seu vencimento, segundo a cotação da moeda estrangeira na data pactuada para o cálculo e ainda tal ganho deveria levar em conta, para os contratos futuros, o ajuste acumulado desde o início do período até a saída da posição, e no caso dos contratos de termo de moeda, o seu valor marcado a mercado no vencimento”.

¹⁷⁵ Doc. 33 anexo às razões de defesa conjunta da JBS e Seara (Doc. 0519952).

¹⁷⁶ Doc. 34 anexo às razões de defesa conjunta da JBS e Seara (Doc. 0519952).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

que a exposição da companhia a variações cambiais (da ordem de R\$ 1,3 bilhão) e plenamente comum considerando a impossibilidade do “*hedge* perfeito”¹⁷⁷;

- (ix) No caso dos contratos de dólar futuro adquiridos pela Seara, o Parecer Tendências/Seara questionou o fato de a Acusação ter desconsiderado, no cálculo, as operações de *day trade* em Bolsa, de maio e junho (até 28.06.2017), que refletiam a estratégia de derivativos da empresa¹⁷⁸;
- (x) A defesa da Eldorado argumenta, ainda, que eventual multa à Eldorado deve se limitar a R\$ 500 mil, uma vez que a própria Acusação não apurou o benefício auferido (só o potencial) ou, no limite, ao valor do benefício efetivamente auferido, em linha com precedentes do Colegiado (e não um suposto benefício potencial, caso a companhia tivesse liquidado as operações logo após o vazamento), que, no caso, foi de R\$ 28,3 milhões, informado pela contraparte da companhia e corroborado pelo Parecer Tendências/Eldorado¹⁷⁹.

249. A controvérsia instaurada, embora não esteja atrelada à caracterização, em si, da infração, pode repercutir na pena aplicável aos acusados, quando se tratar de multa, como se depreende, inclusive, de alguns dos argumentos trazidos pela defesa, acima referidos. Assim sendo, embora o Colegiado tenha formado maioria pela absolvição dos acusados, cabe-me analisar o tema, para os fins deste voto, uma vez que considero que devem ser responsabilizados no âmbito deste PAS.

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

251. Em princípio, seria possível considerar que a “*vantagem econômica obtida*” correspondeu ao acréscimo patrimonial observado no dia seguinte ao vazamento, considerando o valor de ajuste dos Derivativos Cambiais detidos pelas empresas acusadas em 18.05.2017, ou seja, logo que cessada a

¹⁷⁷ Segundo a defesa de Wesley Batista, tendo em vista que “*as variações cambiais do segundo trimestre de 2017 afetaram negativamente o resultado da JBS em um montante na ordem de R\$ 1.371 (um bilhão e trezentos e setenta e um milhões de reais) (...), somente deveriam chamar a atenção ganhos com derivativos que superassem esse montante, pois poderiam estar indicando um excedente de instrumentos de proteção vis-à-vis o volume potencial de perdas*”. Tais ganhos, contudo, foram pouco significativos ante a exposição, uma vez que, conforme atestou o Parecer FIPECAFI, “[o]s ganhos com ajuste a valor justo de instrumentos derivativos auferidos em junho de 2017 de R\$216 milhões”.

¹⁷⁸ Ao negociar com contratos futuros, são permitidas as chamadas operações *day trade*, em que a compra e a venda são realizadas no mesmo dia, com a mesma quantidade de contratos para o mesmo vencimento, que se liquidarão de forma automática desde que realizadas em nome do mesmo comitente, por intermédio da mesma corretora e sob a responsabilidade do mesmo membro de compensação. A liquidação financeira dessas operações ocorrerá no dia útil subsequente, sendo os valores apurados de acordo com a fórmula utilizada para o cálculo do Ajuste do Dia. O Ajuste do Dia decorre somente dos negócios realizados no próprio dia, enquanto o Ajuste Diário ou Total (AT) é composto pelo Ajuste do Dia e pelo ajuste das posições em aberto do dia anterior (Ajuste por Carregamento). O Ajuste Diário, se positivo, é creditado ao comprador e debitado do vendedor. Caso o cálculo apresente valor negativo, é debitado do comprador e creditado ao vendedor. Em negociações *day trade*, em que a venda e a compra de ativos ocorre no mesmo dia, o lucro ou prejuízo apurado na operação é representado pelo valor do Ajuste do Dia, que coincide com o valor do Ajuste Total (ou Diário).

¹⁷⁹ Doc. 3 anexo às razões de defesa da Eldorado (Doc. 0520121).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

situação de assimetria informacional, capturando-se mais eficazmente os efeitos do uso indevido da Informação Privilegiada. De fato, outros fatores supervenientes podem, na prática, influenciar a decisão do investidor de não se desfazer de imediato da posição ou, por vezes, até mesmo impedi-lo de o fazer, o que não invalida a constatação de ele que terá tido naquele momento um acréscimo patrimonial quando da divulgação da informação, cujo enquadramento no conceito aberto da norma seria admissível.

252. Esse, contudo, não tem sido, de um modo geral, o entendimento da CVM nos precedentes em que se apurou vantagem econômica obtida em negociação de valores mobiliários com uso de informação privilegiada. Nesses casos, sempre que possível, tem-se prestigiado o critério do ganho financeiro alcançado na reversão da posição, o que o torna igualmente pertinente no presente caso de uso de prática não equitativa, dadas as suas peculiaridades¹⁸⁰. Observo, além disso, que embora o RI tenha nomeado o que seriam, na visão da Acusação, os “resultados potenciais” obtidos por JBS, Seara e Eldorado, a intenção por trás parece ter sido também apontar o prejuízo sofrido pelas contrapartes de mercado¹⁸¹.

253. Sendo assim, notadamente nas circunstâncias do caso concreto, concordo que a vantagem econômica obtida não deve ser calculada com base no “resultado potencial” (ainda que o momento da desmontagem das posições compradas em dólar possa ter sido afetado pelo fato de terem surgido, logo após o vazamento das Delações Premiadas, notícias chamando a atenção para a possibilidade de os

¹⁸⁰ Nesse sentido: PAS CVM nº 05/2014, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 15.06.2021; PAS CVM nº 26/2010, rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 27.11.2018; PAS CVM nº SP2013/0094, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 15.12.2017; PAS CVM nº 25/2010, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 04.07.2017; PAS CVM nº RJ 2013/9904, Rel. Dir. Roberto Tadeu, j. em 28.04.2015; e PAS CVM nº RJ2011/3665, Rel^a. Dir^a. Luciana Dias j. em 03.04.2012. Note-se que os precedentes citados se referem a julgamentos de casos de *insider trading*, mas cuja lógica de apuração da vantagem econômica obtida se aplica ao presente PAS, por envolver igualmente de uso de informação privilegiada em negociação de valores mobiliários.

¹⁸¹ Em depoimento à Justiça, um dos servidores que subscreveu a Peça de Acusação, assim se pronunciou a respeito dessa questão: “Advogado: As posições montadas pela Seara na Bolsa e pela Eldorado em NDF elas foram encerradas, liquidadas no dia 18 de maio de 2017? –[F.R.P.]: “(...) eu não me recordo, não me recordo. A JBS eu tenho certeza que não. Das duas eu acho que não, mas eu não posso afirmar, não tenho certeza. -Advogado: A CVM procurou saber o momento que esses contratos foram liquidados, o resultado efetivo das (ininteligível) investigadas? [F.R.P.]: (sinal positivo com a cabeça). Advogado: Então posso escrever que não? [F.R.P.]: Não, certamente sim. Durante a condução do inquérito sim. Só que pra nós esse é um item apenas de curiosidade, não é, não é levado em consideração no cálculo do resultado. Advogado: É, porque os senhores calcularam um resultado potencial, né? [F.R.P.]: Exato. Advogado: Mas não exibiram o resultado real? [F.R.P.]: Não. Porque a nossa análise ela é, o meu interesse não é saber unicamente se a pessoa teve lucro. Meu interesse é saber qual foi o prejuízo que o mercado como um todo sofreu. Então, por exemplo, eu posso comprar e aí eu não vendo no dia seguinte, eu carrego a posição e esse preço volta ao nível que tava quando eu comprei. Eu não ganho nada. Só que a oscilação no primeiro dia ela pode ser tão grande que ela causa, por exemplo, o que a gente chama de stop, que é, pode ter algum operador lá posicionado vendido, aí o dólar sobe demais, o resultado de marcação e mercado ele não vendeu ainda, mas o resultado potencial, né, de marcação e mercado ele é tão grande, o prejuízo é tão grande com essa subida muito alta do dólar (...) ele é obrigado à (sic) vender. Então ele é obrigado à (sic) realizar o prejuízo. Então mesmo que eu que comprei, esperei baixar o preço, não tive resultado, aquela pessoa sofreu com esse stop, ela teve um prejuízo efetivo. Então não é só o ganho efetivo que me interessa, na verdade não é só e não é o principal, pra mim o principal é o prejuízo sofrido. Só que esse prejuízo eu não posso calcular exatamente (...) Advogado: De todo modo esse lucro potencial ele interessa pra CVM pelo impacto que a operação tem no mercado? [F.R.P.]: Isso. Advogado: E não exatamente pelo ganho da operação? [F.R.P.]: Isso. Advogado: Ganho da operação é outra coisa, produto da operação é o que se obteve com a liquidação? [F.R.P.]: É, é. Assim...” (grifos aditados) (Doc. 1080527).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Acusados terem operado no mercado de valores mobiliários de posse da Informação Privilegiada¹⁸²).

254. A defesa apresentou, apoiada nos citados pareceres elaborados pela Tendências, quais seriam, a seu ver, os resultados efetivos, atribuíveis às empresas acusadas.

255. Quanto aos resultados auferidos pela JBS, observo que os montantes apurados no Parecer Tendências/JBS consideraram os resultados obtidos em novas operações de NDF contratadas após o dia 18.05.2017, por meio das quais foram “roladas” total ou parcialmente as operações originais, que haviam sido contratadas com as contrapartes no Período Suspeito, ou seja, o cálculo da defesa considerou, na verdade, negociações que se deram após o vazamento da Informação Privilegiada, e seus respectivos resultados. Com isso, de acordo com o Parecer Tendências/JBS, o resultado global dos contratos de NDF, ao final das últimas rolagens, acabou sendo negativo em R\$ 36.977.600,00¹⁸³.

256. Ocorre que, para os fins de calcular vantagem efetiva decorrente da indevida posição de desigualdade da JBS, o pertinente, a meu ver, seria ter apurado o resultado obtido em 01.06.2017, quando venceram os contratos originais de NDF contratados no Período Suspeito, pois, do contrário, já se estaria a tratar de novas decisões de investimento. Assim, segundo se depreende do próprio Parecer Tendências/JBS, quando se consideram apenas os resultados obtidos nos vencimentos dos NDF contratados até 17.05.2017, os ganhos da JBS com os contratos de NDF passam a ser positivos em R\$ 122.255.900,00¹⁸⁴. O mesmo resultado pode ser obtido considerando os dados apresentado em outro parecer da Tendências, que analisou informações disponibilizadas na Petição nº 7003¹⁸⁵, também apresentado pela defesa de Wesley Batista, ao produzir prova documental suplementar (“Parecer Tendências/PET7003”)¹⁸⁶.

257. Crítica similar deve ser feita ao alegado resultado efetivo com contratos de dólar futuro apresentado pela defesa, igualmente apoiado no Parecer Tendências/JBS, que computou resultados de negociações realizadas pela JBS (i) antes do Período Suspeito, em relação às quais não houve indícios de que pudessem ter sido afetadas pela atuação de Wesley Batista, com o uso da Informação Privilegiada, nem de que pudessem ter sido contratadas em decorrência da reunião de 27.04 quando, admitindo-se a

¹⁸² Vide reportagens nos Docs. 0286039, 0286041, 0286042, 0286049 e 0286052.

¹⁸³ Doc. 1080528. Concluiu o Parecer Tendências/JBS: “O resultado total das NDFs adquiridas de 01/01/2017 a 17/05/2017, com renovações totais ou parciais destes contratos após 17/05/2017, foi negativo em R\$ 36.977.600,00 (...).” (grifos aditados). Vide, ainda, dados nas Tabelas 3 e 5 do Parecer Tendências/JBS.

¹⁸⁴ Cálculo realizado também a partir dos dados na Tabela 3 e 5 do Parecer Tendências/JBS, expurgando-se as operações de NDF contratadas após 17.05.2017.

¹⁸⁵ Trata-se de processo ajuizado perante o STF, relativo à decisão da Procuradoria-Geral da República (PGR) de rescindir os benefícios do acordo de delação premiada celebrado com Wesley Batista.

¹⁸⁶ Doc. 1080528. V. Tabela 10 do Parecer Tendências/PET7003, em que é apresentado o “Resultado de todos os contratos NDFs adquiridos de 01/01/2017 até 17/05/2017, considerando após este período, as suas renovações mesmo que parciais”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

tese da defesa, teria sido decidida a montagem do *hedge*, a partir da apresentação feita por R.H.¹⁸⁷; e (ii) após o Período Suspeito, compreendendo operações realizadas após o vazamento quanto às Delações Premiadas, com vencimento em 01.06.2017 (DOLM17), 03.07.2017 (DOLN17) ou 01.08.2017 (DOLQ17), conforme o caso¹⁸⁸. Com isso, obteve-se um lucro bruto de R\$ 46.957.385,00 em contratos futuros de dólar, que, subtraído do saldo negativo de R\$ 36.977.600,00, em NDF, apurado no mesmo parecer, resultou num total consolidado de R\$ 9.979.785,00 a título de benefício econômico efetivamente auferido nas operações com Derivativos Cambiais efetuadas pela JBS, segundo a defesa¹⁸⁹.

258. O pertinente, no entanto, a meu ver, é considerar apenas as posições compradas em dólar futuro montadas nos dias 10 e 17.05.2017, desprezando-se, ademais, as operações de *day trade* compreendidas no Período Suspeito, em linha com a tese acusatória¹⁹⁰. Desse modo, o resultado das operações de dólar futuro efetuadas em nome da JBS foi de R\$ 42.114.800,00¹⁹¹. Por conseguinte, os ganhos auferidos pela JBS a serem considerados são a soma dos resultados dos contratos de NDF e dos contratos de dólar futuro contratados no Período Suspeito, auferidos até 01.06.2017, quando todos eles venceram, obtendo-se, portanto, um montante total de **R\$ 164.370.700, 00** (R\$ 122.255.900,00 + R\$ 42.114.800,00).

259. Por fim, o fato de a JBS não ter coberto toda a sua exposição vendida (cerca de R\$ 1,3 bilhão) de modo algum afasta o resultado econômico obtido com as operações de Derivativos Cambiais. O cálculo deve considerar a posição montada pelos Acusados e não a que deixaram de montar, qualquer que tenha sido o motivo (não se descarta que possa ter havido a intenção de cobrir a exposição total quando Wesley Batista decidiu pela montagem da posição, e que tal intenção tenha sido frustrada com

¹⁸⁷ Com efeito, considerando o quesito que se buscava responder, a Tabela 11 do Parecer Tendências/PET7003, contendo o “Resultado das operações em dólar futuro da JBS S.A. no primeiro semestre de 2017”, incluiu o resultado dos contratos em dólar futuro adquiridos pela JBS antes do Período Suspeito, a saber: (i) janeiro de 2017: -R\$577.599,99; (ii) fevereiro de 2017: -R\$ 4.650.850,00; (iii) março/2017: R\$ 4.589.841,00; e (iv) abril/2017: R\$ 4.547.249,68.

¹⁸⁸ Vide Tabelas 2 e 4 do Parecer Tendências/JBS. Vale, porém, notar que o Parecer Tendências/JBS computou o resultado de um *day trade* (montante de R\$ 59.167,50) realizado em 28.06.2017, tendo por objeto contratos de dólar futuro com vencimento 01.08.2017 (DOLQ17), ao passo que o Parecer Tendências/PET7003, mesmo quando considerou as operações de *day trade* realizadas após 17.05, chegou a um resultado total das operações da JBS com dólar futuro de R\$ 46.898.217,14 (vide Tabela 13), uma vez que, diferentemente do Parecer Tendências/JBS, só considerou as transações realizadas até o final de maio de 2017 (DOLM17 e DOLN17), descartando o referido montante de R\$ 59.167,50.

¹⁸⁹ Vide tabela 1 do Parecer Tendências/JBS e tabela 13 do Parecer Tendências/PET7003

¹⁹⁰ Como explicado pela Acusação: “154. (...) No que se refere aos contratos derivativos cambiais de bolsa, de 05 a 16.05.2017, a Companhia só encerrou o dia com consolidado entre compras e vendas não zerado no dia 10.05.2017, quando o saldo foi compra de USD 15 milhões. Em todos os demais dias, foram realizados apenas day-trades, com saldo final do dia zerado. 155. (...) a JBS então executava uma posição ‘casada’, comprando NDFs do banco e vendendo diretamente ao próprio banco contratos futuros de dólares em montantes e vencimentos exatamente iguais; que desta forma a JBS neutralizava ao banco o risco de mercado, vindo a pagar nas NDFs apenas o risco de crédito, que por serem operações de curto prazo pode ser considerado um risco baixo” (pergunta 11), o que explica os day-trades em bolsa, comprava e depois vendia para o banco junto com a compra da NDF. 156. Vale destacar que no dia 17.05.2017, além de comprar USD 370 milhões em contratos de balcão, a Companhia encerrou o dia com saldo comprado de USD 381,5 milhões em bolsa, deixando de seguir o padrão narrado no parágrafo anterior (...)” (grifos adotados).

¹⁹¹ Vide tabelas 2 e 4 do Parecer Tendências/JBS.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

o vazamento da informação em 17.05.2017, quando o esperado, como visto, era a divulgação em junho ou julho, após a homologação do acordo pelo STF).

260. Quanto às operações de Derivativos Cambiais realizadas pela Seara, tem-se que a Acusação considerou como suspeita a operação de compra de contratos de dólar futuro realizada no dia 10.05.2017, no montante de US\$ 25 milhões, pois essa operação foi a que destoou do histórico de negociações da empresa, tendo restado evidenciado que foi realizada para comportar a estratégia de montagem de uma posição comprada pela JBS, em razão de restrições de caixa daquela companhia para fazer frente ao depósito de margem exigido. O montante apurado pela Acusação, contudo, também não considerou o lucro efetivamente obtido pela acusada, visto que ela não se desfez da posição no dia 18.05.2017.

261. Por outro lado, o Parecer Tendências/Seara, no qual baseou-se a defesa para impugnar o resultado potencial das operações apresentado no RI, chegou a um resultado efetivo de R\$ 1.732.630,00, porém acabou por considerar, ao apurá-lo, os resultados obtidos: (i) com a compra de contrato futuro no valor de US\$ 5 milhões realizada em 16.05.2017, que fora expressamente descartada pela Acusação dentre as operações tidas como suspeitas; (ii) em operações de *day trades* realizadas entre 10 e 17.05.2017; e (iii) em transações com dólar futuro feitas antes ou após o Período Suspeito, tal como ocorreu com o cálculo para a JBS (os contratos futuros negociados após 17.05 também tinham vencimento em 01.06 (DOLM17), 03.07 (DOLN17) e 01.08.2017 (DOLQ17)).

262. Expurgando-se tais montantes, que não condizem com as operações tidas como irregulares, chega-se ao resultado de **R\$ 1.467.500,00** para a posição comprada montada em 10.05.2017.

263. Quanto aos contratos de NDF da Eldorado, o valor do resultado efetivo indicado pela defesa foi de **R\$ 28.300.000,00**, apurado no Parecer Tendências/Eldorado¹⁹². Esse montante considera devidamente o vencimento dos NDF em 01.06.2017, sendo também condizente, como alegado, com o valor informado a esse título pela contraparte, de modo que pode ser utilizado como parâmetro.

264. Por fim, em que pese as operações terem sido contratadas em nome da JBS, da Seara e da Eldorado, em favor das quais reverteram os benefícios econômicos propriamente ditos¹⁹³, restou comprovado que Wesley Batista coparticipou do cometimento da infração, aliás, como elemento-chave. Desse modo, nada impediria que as vantagens econômicas ora apuradas fossem utilizadas também como parâmetro para a responsabilização desse acusado.

265. Observo que os incisos I a III do 1 do art. 11 da Lei nº 6.395/1976 (redação vigente à época dos

¹⁹² Vide resposta ao Quesito 13 e Tabela 10 do Parecer Tendências/Eldorado.

¹⁹³ Se houve algum benefício econômico indireto para Wesley Batista, ele não chegou a ser apurado ou mensurado pela Acusação. Parece-me, aliás, que eventuais benefícios econômicos indiretos aproveitariam, em última instância, indistintamente aos sócios (diretos e indiretos) das empresas acusadas, não tendo repercussão para os fins deste PAS.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

fatos)¹⁹⁴ trazem apenas referenciais para a fixação de penalidades administrativas pecuniárias em desfavor dos acusados condenados pela CVM, não tendo, porém, relação com uma eventual pretensão indenizatória ou compensatória estatal (nem mesmo quanto a danos difusos) – matéria, ademais, afeta à esfera cível – que restrinja sua aplicabilidade apenas aos acusados patrimonialmente (ou financeiramente) beneficiados com as vantagens econômicas decorrentes da conduta irregular.

266. Por isso, o critério concernente à “*vantagem econômica obtida*” ou à “*perda evitada*” (inciso III) está relacionado à infração praticada (“*em decorrência do ilícito*”), podendo, assim, servir como parâmetro de responsabilização de todos aqueles que tenham concorrido para a sua ocorrência¹⁹⁵.

267. De todo modo, neste caso, tendo em vista a proeminência da atuação de Wesley Batista na tomada de decisões feitas na prática dos ilícitos de que é acusado e que às pessoas jurídicas beneficiárias podem ser imputadas integralmente as multas pecuniárias pelo parâmetro acima referido, entendo pertinente a aplicação ao referido acusado da penalidade mais grave, de inabilitação temporária para o exercício para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta.

V CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

268. Pelo exposto, divergindo respeitosamente em relação aos fundamentos e conclusões do voto do ilustre Diretor Relator, concluo que os acusados devem ser responsabilizados pelas infrações que lhes são imputadas neste PAS, passando, assim, à dosimetria da pena.

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

270. Em cada caso, cabe ao Colegiado avaliar a gravidade em abstrato do ilícito¹⁹⁶ e as condutas em concreto, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência. Os Acusados praticaram ilícitos de elevada reprovabilidade, que abalam seriamente a confiança dos investidores na simetria de informações e no funcionamento eficiente do mercado.

271. Consoante detalhado na seção anterior deste voto, foram apuradas vantagens econômicas com a prática das infrações, razão pela qual em relação à pessoas jurídicas beneficiadas, revela-se mais adequada, a meu ver, a aplicação de penalidade de multa segundo o critério previsto no art. 11, § 1º,

¹⁹⁴ Rezava o citado dispositivo legal: “§ 1º - A multa não excederá o maior destes valores: I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito”.

¹⁹⁵ Cito decisões do Colegiado em que o critério em questão foi aplicado indistintamente a todos que praticaram a conduta irregular, a despeito de para quem tenha fruído a vantagem econômica obtida: (i) PAS CVM nº 05/2014, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 01.12.2020; e (ii) PAS CVM nº 19957.002923/2017-81, Rel. Dir. Otto Lobo, j. em 26.09.2023.

¹⁹⁶ À época dos fatos, tais infrações eram consideradas graves, conforme item III da ICVM nº 8/1979, tratamento esse que foi mantido pela RCVM nº 62/2022 (art. 4º).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

inciso III, da Lei nº 6.385/1976. Pela proeminência da atuação na prática do ilícito pela pessoa natural acusada, entendo apropriada a aplicação da pena mais grave, de inabilitação temporária.

272. Considerando, assim, a gravidade das infrações, os antecedentes dos Acusados¹⁹⁷, a proeminência de cada um na prática dos ilícitos e, ainda, à luz dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, voto pela **condenação** dos Acusados às seguintes penalidades:

- i. **Wesley Mendonça Batista**, na qualidade de Diretor Presidente da JBS e Presidente do Conselho de Administração da Eldorado, à pena de **inabilitação temporária** pelo prazo de **7 (sete) anos**, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, por ter ordenado a compra de contratos derivativos de dólar com uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, “d”, para operações em nome da JBS, em nome da Seara e em nome da Eldorado;
- ii. **JBS S.A.** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 568.497.023,21** (quinhentos e sessenta e oito milhões e quatrocentos e noventa e sete mil e vinte e três reais e vinte um centavos), correspondente a 2,5 vezes a vantagem econômica obtida, atualizada pelo IPCA¹⁹⁸, como beneficiária de operações com uso de práticas não equitativas, por infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, “d”;
- iii. **Seara Alimentos Ltda.** à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 5.075.535,86** (cinco milhões e setenta e cinco mil e quinhentos e trinta e cinco reais e oitenta e seis centavos), correspondente a 2,5 vezes a vantagem econômica obtida, atualizada pelo IPCA¹⁹⁹, como beneficiária de operações com uso de práticas não equitativas, por infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, “d”; e
- iv. **Eldorado Brasil Celulose S.A.**, à pena de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 97.879.158,25** (noventa e sete milhões e oitocentos e setenta e nove mil e cento e cinquenta e oito reais e vinte e cinco centavos), correspondente a 2,5 vezes a vantagem econômica obtida, atualizada pelo IPCA²⁰⁰, como beneficiária de operações com uso de práticas não equitativas, por infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, “d”.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de outubro de 2023.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro
Diretora

¹⁹⁷ Wesley Batista foi condenado por infração aos arts. 153 e 154, §2º, “b”, da LSA, no PAS nº RJ2018/8378, j. 21.07.2020.

¹⁹⁸ Montante de R\$ 164.370.700,00 x 2,5 = R\$ 410.926.750, atualizado pelo índice de 38,3451%, entre junho de 2017 a setembro de 2023, obtido a partir da Calculadora do Cidadão, no site do BACEN, resultando em R\$ 568.497.023,21.

¹⁹⁹ Montante de R\$ 1.467.500,00 x 2,5 = R\$ 3.668.750,00, atualizado pelo índice de 38,3451%, entre junho de 2017 a setembro de 2023, obtido a partir da Calculadora do Cidadão, no site do BACEN, resultando em R\$ 5.075.535,86.

²⁰⁰ Montante de R\$ 28.300.000,00 x 2,5 = R\$ 70.750.000, atualizado pelo índice de 38,3451%, entre junho de 2017 a setembro de 2023, obtido a partir da Calculadora do Cidadão, no site do BACEN, totalizando R\$ 97.879.158,25.