



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003549/2018-12

Reg. Col. 1613/19

**Acusados:** Emerson Fernandes Loureiro  
Joesley Mendonça Batista  
J&F Investimentos S.A.

**Assunto:** Apuração de operações com contratos derivativos de taxas de juros, com eventual uso de práticas não equitativas, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, “d”.

**Diretor Relator:** Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SPS, em conjunto com a PFE-CVM, em face dos Acusados para apurar eventual responsabilidade por suposto uso de práticas não equitativas (ICVM nº 8/1979, II, “d”) em operações com derivativos de taxa de juros, consoante resumido na Peça de Acusação:

“i. Emerson Fernandes Loureiro, superintendente de tesouraria do Banco Original à época, por ter decidido e executado as operações no dia 17.05.2017 em nome do Banco Original S.A. de posse de informação que o deixou em indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes das operações (...);

ii. Joesley Mendonça Batista, Presidente e responsável pelas decisões de investimento em nome da J&F Investimentos S.A. à época, a qual era a detentora da integralidade das ações do Banco Original S.A., por ter passado as informações a Emerson para que atuasse diretamente em benefício do Banco Original S.A. e, indiretamente, da J&F Investimentos S.A. (...);

iii. J&F Investimentos S.A., beneficiária indireta do resultado obtido com as operações

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

realizadas por Emerson Loureiro no dia 17.05.2017 de posse de informação passada por Joesley Batista, deve ser acusada por uso de prática não equitativa (...).”

2. Conforme descrito no Relatório, a Acusação apontou que as operações com contratos derivativos de taxa de juros, realizadas em 17.05.2017 em nome do Banco Original, teriam sido motivadas pela expectativa de valorização da taxa de juros quando da divulgação do Acordo de Colaboração Premiada, uma vez que implicava relevantes agentes políticos — informação sigilosa que colocava os Acusados em indevida posição de desigualdade em face dos demais participantes das operações e dos demais participantes de todo o mercado.

3. A Acusação destacou como indícios do uso de prática não equitativa:

- (i) o estreito vínculo de longa data entre Emerson Loureiro e Joesley Batista, sendo o primeiro uma das duas pessoas para quem Joesley Batista ligava quando buscava informações sobre o mercado financeiro. No dia 10.05.2017, os dois conversaram por telefone sobre demanda de Joesley Batista com termos que indicam intenção de compra de DI por parte deste<sup>2</sup> e, na manhã de 11.05.2017, Emerson Loureiro enviou e-mail a Joesley Batista sobre o assunto tratado na conversa telefônica<sup>3</sup>. Além disso, haveria indícios de que Joesley Batista soube por um ex-procurador da República, no dia 17.05.2017, que haveria operação da Polícia Federal relacionada ao conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada no dia seguinte;
- (ii) Emerson Loureiro e Joesley Batista entendiam o suficiente de mercado financeiro para saber o potencial efeito da divulgação do conteúdo do Acordo de Colaboração Premiada nos preços dos ativos operados por Emerson e sabiam que seriam pessoalmente beneficiados pelo resultado positivo obtido com essas operações;
- (iii) a atipicidade da posição montada por Emerson Loureiro para a mesa proprietária do Banco, no dia 17.05.2017, considerando o padrão histórico da mesa proprietária, por ele comandada. O resultado obtido por essa mesa no dia 18.05.2017, um único dia, com a posição montada em 17.05.2017, foi maior que os resultados anuais obtidos pela mesa desde a entrada de Emerson na função e mesmo maior que todo o acumulado desde então. Também teria sido atípico o volume operado em DI1F21 em nome do Banco em comparação com o volume operado por todo o mercado;
- (iv) a posição foi montada a partir das 14h do dia 17.05.2017 e gerou resultado positivo de R\$ 55.742.415,64; e
- (v) a fundamentação apresentada por Emerson Loureiro para a montagem da posição

<sup>2</sup> Docs. 0508399, 0508412, 0508426, 0508443, 0508448, 0508450, 0508453 e 0508461.

<sup>3</sup> Doc. 0417413.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

no dia 17.05.2017 apresenta contradições, não há justificativa suficiente para a troca de dólar por DIIF21, nem para o grande aumento no potencial de ganho da posição. O racional apresentado como argumento também não é compatível com o fato de Emerson Loureiro ter começado o dia vendendo DIIF21 a ponto de ficar com posição consolidada vendida e na hora do almoço, ter acionado seus subordinados para verificação da maior posição que poderia montar. Também aparecem contradições nos argumentos apresentados por Joesley Batista para a demanda solicitada a Emerson Loureiro de que trata a ligação do dia 10.05.2017 e na afirmação de que teria vendido DI no dia 10.05.2017, após a ligação que indicava compra.

4. Os Acusados, por sua vez, arguiram preliminarmente **(i)** ausência de competência da CVM em relação a Emerson Loureiro e Joesley Batista; **(ii)** inépcia da Peça de Acusação; **(iii)** ilegitimidade passiva da J&F Investimentos; e **(iv)** vinculação da Administração Pública a seus próprios atos.

5. No mérito, sustentaram, em síntese:

- (i)** a racionalidade econômica das operações com derivativos de taxa de juros;
- (ii)** a imprevisibilidade do vazamento da notícia sobre o Acordo de Colaboração Premiada;
- (iii)** a tipicidade das operações com derivativos de taxa de juros;
- (iv)** a inexistência de repasse da alegada informação privilegiada por Joesley Batista a Emerson Loureiro; e
- (v)** a ausência dos elementos do tipo “prática não equitativa”.

6. Ademais, pleitearam pela produção de prova pericial e apresentação de quesitos eventualmente necessários.

## II. CONEXÃO

7. Entendo não haver necessidade de que o presente PAS, em conjunto com os PAS CVM n<sup>os</sup> 19957.005388/2017-11 e 19957.005390/2017-90, seja apreciado na mesma sessão de julgamento do PAS CVM n<sup>o</sup> 19957.001225/2018-40 — não obstante o reconhecimento de conexão dos 4 (quatro) processos —, consoante previsto no art. 36, §5º da Resolução CVM n<sup>o</sup>



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

45/01<sup>4</sup>.

8. Com efeito, os processos têm acusados distintos e acusações autônomas e distintas:

- (i) PAS CVM n° 19957.005388/2017-11: figuram como acusados Wesley Mendonça Batista, JBS S.A., Seara Alimentos Ltda. e Eldorado Brasil Celulose S.A., em que se apura responsabilidade por operações com uso de práticas não equitativas, em violação à Instrução CVM n° 8/1979, II, alínea “d”, em operações com derivativos de dólar;
- (ii) PAS CVM n° 19957.005390/2017-90: figuram como acusados Wesley Mendonça Batista, FB Participações S.A. e Joesley Mendonça Batista, em que se apura a responsabilidade por alegada manipulação de preços (ICVM n° 08/79, itens I e II, alínea “b”), uso indevido de informação privilegiada (LSA, art. 155, §1º e ICVM n° 358/02, art. 13, *caput*), negociação de ativos em período vedado (ICVM n° 358/02, art. 13, §3º, II), violação ao dever de lealdade (LSA, arts. 116, parágrafo único, e 155, §1º) e abuso de poder de controle (LSA, art. 117, *caput* e ICVM n° 323/00, art. 1º, XIII), em negócios da JBS e FB Participações com ações JBSS3;
- (iii) PAS CVM n° 19957.003549/2018-12: figuram como acusados Emerson Fernandes Loureiro, Joesley Mendonça Batista e J&F Investimentos S.A., em que se apura responsabilidade por suposto uso de práticas não equitativas (ICVM n° 8/1979, II, alínea “d”) em operações com derivativos de taxa de juros realizadas pelo Banco Original;
- (iv) PAS CVM n° 19957.001225/2018-40: figuram como acusados Joesley Mendonça Batista, Wesley Mendonça Batista, José Batista Sobrinho, Humberto Junqueira de Farias e Tarek Mohamed Noshy Nasr Mohamed Farahat, em que se apura responsabilidade dos conselheiros de administração da JBS por alegada infração ao art. 153 da Lei n° 6.404/76 no monitoramento da Política de Hedge da JBS.

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 n° 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 n° 45, art. 36, II), as questões a serem esclarecidas sobre os negócios jurídicos em análise nos processos indicados nos itens (i), (ii) e (iii) acima não devem influenciar o julgamento do processo mencionado no item (iv), uma vez que não se analisará, nesse último, a motivação ou legalidade das referidas operações, e sim o cumprimento dos deveres fiduciários

---

<sup>4</sup> Art. 36. Os processos devem ser distribuídos por conexão quando: (...) § 5º Os processos conexos devem ser apreciados na mesma sessão de julgamento, salvo decisão fundamentada do Relator



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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.

12. Naqueles autos, ao emitir parecer sobre a legalidade das novas propostas apresentadas, a PFE-CVM apontou que, *“embora o Relatório nº 2/2018-CVM/SPS/GPS-3, efetivamente, não aponte prejuízos individualizados, sua leitura não pode se dar de forma dissociada dos fatos apurados no PAS CVM nº 5388/2017 e PAS CVM nº 5390/2017, os quais lhe deram origem e possuem relação direta com a violação da Política de Gestão de Riscos da JBS (Política de Hedge), objeto do presente feito”*<sup>5</sup>.

13. Nesse sentido, entendo que o julgamento dos PAS CVM nºs 19957.005388/2017-11, 19957.005390/2017-90 e 19957.003549/2018-12 antes do PAS CVM nº 19957.001225/2018-40 não só é possível, como desejável, para fins de análise das propostas de termo de compromisso.

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).

15. Sobre o tema, o Sr. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, do e. Superior Tribunal de Justiça, sedimentou:

“Na linha da jurisprudência desta Corte, a reunião dos processos por conexão configura faculdade atribuída ao julgador, sendo que o art. 105 do Código de Processo Civil (‘Havendo conexão ou continência, o juiz, de ofício ou a requerimento de qualquer das partes, pode ordenar a reunião de ações propostas em separado, a fim de que sejam decididas simultaneamente’) concede ao magistrado certa margem de discricionariedade para avaliar a intensidade da conexão e o grau de risco da ocorrência de decisões contraditórias. (...) Na mesma linha, consoante entendimento assente nesta Corte, justamente por traduzir faculdade do julgador, a decisão que reconhece a conexão não impõe ao magistrado a obrigatoriedade de julgamento conjunto. A avaliação da conveniência do julgamento simultâneo será feita caso a caso, à luz da matéria

<sup>5</sup> Doc. 1761574 (NOTA TÉCNICA n. 00001/2023/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

controvertida nas ações conexas, sempre em atenção aos objetivos acima declinados (evitar decisões conflitantes e privilegiar a economia processual)<sup>6-7</sup>.

16. Cumpre destacar que a exposição da fundamentação referente à decisão de julgamento de processos conexos em sessões de julgamento distintas observa os princípios da transparência e da eficiência a que a Administração Pública se submete.

17. Dessa forma, em atenção ao princípio da eficiência processual e razoável duração do processo, não vislumbro prejuízos no julgamento dos processos indicados nos itens (i), (ii) e (iii) acima antes do PAS n° 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<sup>8</sup>.

### III. PRELIMINARES

#### III.A Ausência de competência da CVM

18. Preliminarmente, Emerson Loureiro argumentou que, em razão de ser empregado do Banco à época dos fatos, não se inseria como “participante do mercado”, consoante definido no Anexo I da então vigente ICVM n° 510/2011, motivo pelo qual ele não estaria sujeito ao poder sancionador da CVM no presente PAS.

19. De igual modo, Joesley Batista sustentou que não se enquadra como “participante do mercado” e que “*a suposta informação privilegiada não está relacionada com qualquer emissor de valor mobiliário, mas com a conjuntura nacional*”.

20. No entanto, entendo não assistir razão aos defendentes.

21. Conforme bem discriminado pela Acusação, Joesley Batista teria repassado informação confidencial a Emerson Loureiro — operador da mesa de tesouraria do Banco — para que, através do Banco, fosse obtida vantagem indevida por meio de operações com contratos de derivativos de juros.

<sup>6</sup> STJ, REsp n° 1.255.498 - CE, 3ª Turma, j. em 19.06.2012.

<sup>7</sup> No mesmo sentido: STJ, REsp n° 1.366.921, 3ª Turma, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. em 24.02.2015; TJRJ, Agravo de Instrumento n° 0040312-91.2015.8.19.0000, 24ª Câmara Cível, Rel. Des. Celso Silva Filho, j. em 19.08.2015.

<sup>8</sup> PAS CVM n° 19957.004381/2021-68, Rel. Pre. João Pedro Nascimento, j. em 11.04.2023.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

22. A Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre mercado de valores mobiliários, assim estabelece:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...)

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;

23. Nos termos do art. 9º, inciso V, da referida lei, compete à CVM “*apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado*”.

24. Não há que se falar, portanto, de incompetência da CVM de fiscalizar os defendentes, tendo em vista que, no entendimento da Acusação, agiram em coautoria, utilizando-se de prática não equitativa ao realizarem operações com contratos derivativos de câmbio.

### **III.B Inépcia da acusação**

25. Em sua defesa, J&F Investimentos arguiu inépcia da peça acusatória, tendo em vista “*seu cunho genérico e da absoluta ausência de indícios mínimos de autoria em relação à [ela]*”.

26. Entendo, contudo, que a preliminar suscitada não merece acolhimento.

27. A peça acusatória descreve satisfatoriamente os fatos apurados e as evidências que, supostamente, demonstrariam as condutas irregulares imputadas aos Acusados, incluindo-se a J&F Investimentos. Com efeito, a defendente apresentou robusta defesa, não havendo qualquer prejuízo aos princípios do contraditório ou da ampla defesa.

28. Ademais, a Peça de Acusação foi apresentada pela SPS em conjunto com a PFE-CVM, que observou os requisitos estabelecidos no art. 6º da Deliberação CVM nº 538/08, notadamente os incisos II e III, que exigem a “*narrativa dos fatos investigados*” e “*a análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas*”.

29. Não obstante, a análise quanto à suficiência dos elementos probatórios constante dos autos para embasar a acusação é atinente ao mérito, conforme será realizado a seguir.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### III.C Ilegitimidade passiva da J&F Investimentos

30. Segundo a Acusação, a J&F Investimentos teria sido o “veículo de investimento” utilizado por Joesley Batista e Emerson Loureiro. Por ser detentora de 100% das ações do Banco, a J&F Investimentos teria figurado como beneficiária indireta das operações com suposto uso de prática não equitativa.

31. A J&F Investimentos, por sua vez, arguiu que *“Joesley agiu como pessoa natural, por seus próprios meios de comunicação e de interesse em investimento, logo não cabe a J&F ser condenada por suposto ilícito, alegado por essa D. CVM, do qual não teve nenhum conhecimento”,* de modo que *“a ausência de imputação de fato determinado que tenha sido praticado pela J&F e que tenha relação com o ilícito de prática não equitativa denota a sua ilegitimidade para figurar como acusada neste PAS”*.

32. Entendo que a preliminar não merece acolhimento.

33. Conforme se constata do Estatuto Social da J&F Investimentos, a sociedade tinha como objeto *“[a] participação societária, como acionista controladora ou quotista controladora, em instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil”*<sup>9</sup>. Ou seja, a J&F Investimentos era uma *holding*<sup>10</sup>, não possuindo atividade operacional propriamente dita.

34. No entanto, a J&F Investimentos detinha 100% (cem por cento) das ações do Banco à época dos fatos.

35. No dia 10.05.2017, Emerson Loureiro e Joesley Batista conversaram por telefone sobre mercado futuro de juros, tendo este último solicitado ao primeiro que adotasse medidas junto a bancos<sup>11</sup>. No dia seguinte, Emerson Loureiro enviou e-mail para o endereço eletrônico corporativo de Joesley Batista com informações acerca de possíveis retornos de uma posição tomada em

---

<sup>9</sup> Doc. 0643047 (Artigo 3º).

<sup>10</sup> *Holdings* são sociedades cuja atividade principal é deter participação acionária em uma ou mais empresas, isto é, deter a maioria das ações de outras empresas e controlar sua administração e suas políticas.

<sup>11</sup> Docs. 0508399, 0508412, 0508426, 0508443, 0508448, 0508450, 0508453 e 0508461.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

opções de IDI com vencimento em janeiro de 2021<sup>12</sup>.

36. Segundo o entendimento da Acusação, como Joesley Batista não poderia realizar operações com derivativos de juros em nome da J&F Investimentos — eis que seria uma atividade estranha ao seu objeto social —, teria utilizado sua posição como Diretor Presidente para que Emerson Loureiro realizasse os negócios em nome do Banco, subsidiária integral da *holding*.

37. Assim, entendo que a análise da legitimidade passiva da J&F Investimentos, beneficiária indireta das operações objeto deste PAS, se confunde com o mérito, razão pela qual rejeito a preliminar suscitada.

### III.D Vinculação da Administração Pública a seus próprios atos

38. Ainda em sede de preliminar, Joesley Batista destacou que “*a Administração Pública, ao arquivar o Processo Administrativo 19957.004547/2017-60, declarou uma situação de fato: a inexistência de atipicidade nas operações realizadas pelo Banco Original*”.

39. No entanto, apontou que, após receber comunicação do Banco relatando o desligamento de Emerson Loureiro por “*desvio de finalidade no exercício de mandato de trader da Mesa Proprietária por ter realizada atividade típica da Mesa de Clientes*” — e a CVM não ter considerado o fato de que Joesley Batista fez perguntas a Emerson Loureiro sobre opções de compra de DI —, a Autarquia decidiu reabrir investigações sobre a matéria, tendo desenvolvido “*nova metodologia de cálculo para determinar que as operações realizadas pelo Banco fossem consideradas atípicas, de forma totalmente contrária ao atestado anteriormente pelo Banco Central e pelo SMI [Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários]*”.

40. Entendo, contudo, que a preliminar suscitada não merece acolhimento.

41. Como bem destacado pela SMI, as diligências realizadas no Processo Administrativo 19957.004547/2017-60 não incluíram (i) a “*tentativa frustrada de se montar uma estratégia com opções de compra de IDI com vencimento em janeiro de 2021*”; e (ii) a informação sobre a ocorrência do desvio de finalidade do exercício da atividade de Emerson Loureiro, que manteve contato direto com Joesley Batista em 10.05.2017.

---

<sup>12</sup> Doc. 0417413.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

42. Com efeito, novas evidências de irregularidades permite a reabertura das investigações pela Administração Pública, sem que seja configurada violação aos princípios da coerência administrativa e da segurança jurídica.

43. A análise quanto à suficiência das provas e indícios carreados aos autos para embasar as imputações formuladas, contudo, é atinente ao mérito da acusação, conforme será realizado a seguir.

### IV. AUTORIA E MATERIALIDADE

#### IV.A Considerações iniciais

44. O tipo administrativo imputado aos Acusados consiste no ilícito de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, assim descrita na ICVM nº 8, inciso II, alínea “d”:

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.

45. Conforme se depreende do aludido dispositivo e da jurisprudência do Colegiado desta Autarquia, o tipo administrativo resta configurado diante da constatação de **(i)** ocorrência de negociação com valores mobiliários; **(ii)** posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes, direta ou indiretamente, efetiva ou potencial; **(iii)** que o desequilíbrio ou desigualdade existente seja ilícito; e **(iv)** conduta dolosa<sup>13</sup>.

46. Sobre o referido dispositivo, Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch explicam:

“A redação [do inciso II, alínea “d”, da ICVM nº 8/79], como já se pôde perceber, é bastante ampla e, durante o período em que não havia regra específica neste particular, foi utilizada

---

<sup>13</sup> Consoante explícita a manifestação de voto do conselheiro Johan Albino Ribeiro, no Acórdão CRSFN nº 8381/08, referente ao Recurso CRSFN 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

como tipo administrativo destinado a reprimir, também, o uso de informação privilegiada.

O *insider trading*, aliás, pode ser considerado 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.”<sup>14</sup>

47. Naturalmente, é de se esperar que existam poucas provas claras acerca do uso de práticas não equitativas, na medida em que os agentes envolvidos envidam grandes esforços para ocultar rastros de tal grave infração e, assim, eximir-se das consequências legais decorrentes.

48. Nesse sentido, a análise de indícios e contra-indícios é de suma importância para apuração dos fatos e correto julgamento da lide.

49. Consoante dispõe o art. 239 do Código de Processo Penal, “[c]onsidera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. No entanto, indícios, de forma isolada, não autorizam a condenação dos acusados, mas sim a prova indiciária, consistente em indícios convergentes e robustos aptos a permitir uma conclusão acerca dos fatos a serem provados, conforme jurisprudência pacífica desta Autarquia<sup>15-16</sup>.

---

<sup>14</sup> Mercado de Capitais: regime sancionador. Coordenadores da coleção: Gilmar Ferreira Mendes, José Levi Mello do Amaral Júnior e outros. São Paulo, Escola de Direito do Brasil & Ed. Saraiva, 2012. p. 127.

<sup>15</sup> Neste sentido, importante transcrever excerto do voto do Diretor Otavio Yazbek, proferido no julgamento do PAS 13/2009, julgado em 13.12.2011: “Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal”. No âmbito do PAS CVM nº SP2021/374, j. 19.07.2016, o Diretor Gustavo Tavares Borba, assinalou que “[...] amplamente aceita pela jurisprudência da CVM, a prova indiciária, ou seja, a existência de 'indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriz[em] uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado é válida para o convencimento do julgador.” No mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 09.02.2021; PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Rel. Dir. Henrique Machado, j. 15.06.2021; PAS CVM nº 19957.003480/2021-22, Rel. Dir. Fernando Galdi, j. 14.10.2021.

<sup>16</sup> De igual modo, o Poder Judiciário já se manifestou em diversas situações: “Diante do sistema de livre convicção do juiz, encampado pelo Código de Processo Penal, a prova indiciária, também chamada circunstancial, tem o mesmo valor das provas diretas. [...] Assim, indícios múltiplos, concatenados e impregnados de elementos positivos de credibilidade são suficientes para dar base a uma decisão condenatória, máxime quando excluem qualquer hipótese favorável ao acusado” (TRF-2, Segunda Turma Especializada, Processo nº 2009.51.01.800930-0, Rel. Des. Liliane Roriz, j. 13.04.2010).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

50. De forma contrária, como bem pontuado pela então Diretora Norma Parente, “[a] existência de contra indícios suficientes para inspirar dúvida nos julgadores deve conduzir à absolvição, em homenagem ao princípio da presunção de inocência”<sup>17</sup>.

51. A esse respeito, destaco o entendimento exarado pelo Diretor Alexandre Rangel sobre o tema:

“27. O *standard* da prova em processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM deve ser alto e bastante preciso, principalmente, em virtude dos valores e bens jurídicos cuja proteção integra o mandato legal da Autarquia. Cuida-se, em última análise, da proteção da higidez do mercado de valores mobiliários, da poupança popular, de um regime informacional transparente, da confiança e segurança jurídica que tal mercado deve inspirar na economia como um todo.

28. Nesse contexto, notadamente em matérias relacionadas a direito probatório, parece-me mandatário que sejam interpretados com extremo zelo, cautela e parcimônia os chamados princípios do formalismo moderado, da verdade material e da economia processual – discutidos de forma geral na seara do direito administrativo brasileiro. Uma aplicação extremada de tais conceitos a discussões probatórias em processos administrativos sancionadores na CVM – principalmente em matérias de *insider*, que possuem consequências cíveis, criminais e

---

“Desde os primórdios do Direito, ou seja, da mais remota antiguidade, os indícios e presunções sempre foram admitidos em doutrina, como elementos de convicção. Assim, na ausência de confissão voluntária, a prova da condição subjetiva, tal como o saber ou o conhecer, somente pode ser feita através de indícios e presunções, desde que veementes, ao prudente arbítrio do Juiz. Quando este se despe de seu poder-dever de firmar convicção, por todas as evidências, relegando-se à análise de provas diretas, a impunidade se estabelece como regra geral (TASP, Rel. Carvalho Neto...). O indício vale como qualquer outra prova e impossível o estabelecimento de regras práticas para apreciação do quadro indiciário. Em cada caso concreto, incumbe ao juiz sopesar a valia desse contexto e admiti-lo como prova, à luz do art. 239 do CPP. Uma coleção de indícios, coerentes e concatenados, pode gerar a certeza reclamada para a condenação (TASP, Rel. Renato Nalini...). É válido, de acordo com o sistema adotado pelo Código de Processo Penal, que o juiz forme sua convicção através de prova indireta, ou seja, a partir de indícios veementes que induzam àquele convencimento de maneira induvidosas (TAMG, Rel. Francisco Brito...). A prova indiciária só por si poderá decidir sobre o verdadeiro convencimento do julgador, face ao princípio adotado em nossa processualística penal e consolidado na disposição do art. 157 do diploma adjetivo (TJMT, Rel. Raul Bezerra...).’ (in Código de Processo Penal e sua Interpretação Jurisprudencial, vol. 2, ed. RT, 1999, pág. 1.887)” (TJRS, 1ª Câmara Criminal, Processo nº 0043934-81.2012.8.21.7000, Rel. Des. Sylvio Baptista Neto, j. 18.07.2012).

<sup>17</sup> PAS CVM nº 06/95, Rel. Diretora Norma Jonssen Parente, j 05.05.2005. No mesmo sentido é o voto proferido pela mesma Diretora, no PAS CVM nº 24/00, j. 18.08.2005: “3. A prova indiciária é uma prova indireta, circunstancial, de inferências, partindo de dados e circunstâncias conhecidos (fatos provados) para os fatos desconhecidos (fatos probandos), através de um raciocínio de estrita lógica formal. Não é uma prova menor, nem imperfeita, e constitui prova suficiente a autorizar a condenação. É inquestionavelmente válida, porque fundada na razão, e tem um significativo peso na elucidação dos fatos. Distingue-se da presunção, que não é meio de prova, mas mero exercício de abstração lógico-dedutiva, prescindindo de qualquer elemento específico sem amparo concreto e probatório. Já o indício subordina-se à prova, não subsistindo sem uma premissa, que é a circunstância indiciante provada. 4. Conforme entendimento reiterado desta CVM, não é qualquer indício que enseja a condenação, mas a prova indiciária, quando representada por indícios graves, precisos e concordes que levem a uma conclusão robusta e fundamentada acerca do fato que se quer provar.” (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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

reputacionais sobremaneira onerosas – poderia conduzir, a depender do caso concreto, a eventuais condenações desprovidas de substância probatória, o que não se pode admitir. Ao mesmo tempo em que é importante aumentar as chances de que os responsáveis por irregularidades sejam punidos de forma justa e eficiente, também é fundamental garantir, com o mesmo grau de importância, que inocentes não sejam condenados indevidamente”<sup>18</sup>.

52. Não obstante os controladores do grupo econômico da família Batista e as sociedades relacionadas terem sido objeto de graves operações policiais e enfrentarem relevantes litígios judiciais — tendo, inclusive, Joesley Batista e outros administradores celebrado Acordo de Colaboração Premiada, em que confessaram alguns crimes a eles imputados —, cumpre à Administração Pública exercer seu poder punitivo à luz da lógica do constitucionalismo garantista, voltada à proteção dos administrados em face do *jus puniendi* estatal.

53. Sobre o tema, o professor Gustavo Binembojm leciona:

“Assim, o regime jurídico aplicável ao poder punitivo da Administração deve encontrar fundamento e limite na sistemática constitucional de maneira semelhante àquela estabelecida no âmbito do direito penal. Aplicam-se, portanto, ao direito administrativo sancionador as garantias consideradas inerentes ao Estado democrático de direito, bem como seus diversos desdobramentos no ordenamento jurídico infraconstitucional. Nesse sentido, além das cláusulas do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa (CF, art. 5º, LIII, LIV e LV), destacam-se: o princípio da legalidade, sob o viés da tipicidade (CF, arts. 5º, II e XXXIX, e 37, *caput*); os princípios da segurança jurídica e da irretroatividade, salvo de norma mais benéfica (CF, art. 5º, *caput*, XXXIX e XL); o princípio da presunção de inocência (CF, art. 5º, LVII), o princípio da licitude da prova (CF, art. 5º, LVI), os princípios da culpabilidade e da pessoalidade da pena (CF, art. 5º, XLV); o princípio da individualização da sanção (CF, art. 5º, XLVI); e os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade (CF, arts. 1º e 5º, LIV)”<sup>19</sup>.

54. Com efeito, em observância ao princípio da presunção de inocência, cabe ao acusador o ônus de provar a punibilidade do acusado, segundo o devido processo legal<sup>20</sup>.

<sup>18</sup> PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 15.06.2021.

<sup>19</sup> BINENBOJM, Gustavo. Poder de Polícia, Ordenação, Regulação: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador. Belo Horizonte: Fórum, 2016. p. 105.

<sup>20</sup> “Tendo a nossa Constituição Federal positivado o princípio *sub oculis* em todo o ordenamento infraconstitucional, aí incluído não só o Direito Penal, o Direito Processual Penal como o Direito Administrativo, que estão obrigados ‘a absorver regras que permitam encontrar um equilíbrio saudável entre o interesse punitivo estatal e o direito de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

55. Ademais, o ordenamento jurídico brasileiro é norteado pelo princípio da confiança, que preceitua que a Administração Pública e os administrados devem proceder com honestidade, presumindo-se a boa-fé nas relações<sup>21</sup>.

56. Feito tais considerações iniciais, e tendo em vista a grande repercussão midiática referente aos fatos objeto deste processo, cabe ao julgador se ater estritamente aos elementos probatórios existentes nos autos, de modo a se evitar o *trial by media* (julgamento pela mídia), consagrado nas palavras do saudoso advogado e professor Antônio Evaristo de Moraes Filho como “*o julgamento antecipado da causa, realizado pela imprensa, em regra com veredicto condenatório, seguido da tentativa de impingi-lo ao Judiciário*”<sup>22</sup>.

57. Em observância ao princípio da objetividade, adianto que, respeitosamente, não vislumbro nos autos elementos suficientes para a configuração do uso de prática não equitativa pelos Acusados, consoante as razões explanadas a seguir.

### **IV.B Imprevisibilidade do vazamento da notícia sobre o Acordo de Colaboração Premiada**

58. A tese acusatória é fundamentada na premissa de que Emerson Loureiro e Joesley Batista realizaram operações com derivativos cambiais com o objetivo de obterem vantagens ilícitas mediante a valorização da taxa de juros futura no momento em que o Acordo de Colaboração Premiada viesse a público, na medida em que “*certamente alteraria a percepção dos investidores sobre a própria estabilidade institucional do país*”.

59. Não obstante ter assinado o Acordo de Colaboração Premiada junto à PGR em 03.05.2017, Joesley Batista e os demais colaboradores assumiram, ainda em 28.03.2017, a obrigação legal de manter sigilo sobre todas as informações escritas e orais fornecidas durante a

---

*liberdade’, dando plena ênfase a sua aplicabilidade”* (MATTOS, Mauro Roberto Gomes de, Tratado de direito administrativo disciplinar. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 78).

<sup>21</sup> Em matéria envolvendo fraude à execução, o Superior Tribunal de Justiça sedimentou entendimento de que “[a] presunção de boa-fé é princípio geral de direito universalmente aceito, sendo milenar parêmia: a boa-fé se presume; a má-fé se prova” (STJ, Tema Repetitivo 243).

No mesmo sentido, ao editar a Súmula 387 (“A cambial emitida ou aceita com omissões, ou em branco, pode ser completada pelo credor de boa-fé antes da cobrança ou do protesto.”), o Supremo Tribunal Federal destacou que a boa-fé se presume.

<sup>22</sup> MORAES FILHO, Antonio Evaristo de. In BARANDIER, Antonio Carlos, in As Garantias Fundamentais e a Prova (e outros temas), Rio de Janeiro: Editora Lúmen Juris Ltda., 1997



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

negociação, celebração e execução de eventual acordo de colaboração premiada até eventual homologação pelo STF e levantamento do sigilo do acordo firmado — sob pena de não celebração do acordo e risco de prisão dos delatores.

60. No entanto, ainda que se admitisse que Joesley Batista informou Emerson Loureiro sobre a delação, entendo que o fato de os Acusados não terem controle ou conhecimento acerca da data de divulgação (e da própria homologação pelo STF) do Acordo de Colaboração Premiada — fato este incontroverso, eis que a Acusação sequer imputou a eles responsabilidade pelo vazamento da delação à mídia — configura um contraindício quanto à prática do ilícito, na medida em que, sem ter conhecimento da data em que haveria impacto no mercado de juros, não conseguiriam realizar as operações em análise em posição de desequilíbrio ou desigualdade com os demais participantes do mercado.

61. Ou seja, para a informação sigilosa que supostamente os colocavam em posição de desigualdade em face dos demais participantes do mercado vir a público, o Acordo de Colaboração Premiada ainda precisaria ser homologado pelo STF e, se e quando homologado, ter o seu sigilo levantado — o que extrapolava a competência dos Acusados —, sendo certo que não existem elementos nos autos aptos a concluir que os defendentes tinham conhecimento acerca da homologação da delação e da data que a mesma seria divulgada.

62. Registra-se que as tratativas para celebração de acordo de colaboração premiada não era informação sigilosa, haja vista que, desde abril de 2017, já havia notícias indicando a possibilidade de realização de delação.

63. De igual modo, o envolvimento de relevantes agentes políticos, mencionados no Acordo de Colaboração Premiada, em supostos atos ilícitos era objeto de matérias jornalísticas desde, pelo menos, dezembro de 2016.

64. A meu ver, não é crível (ou, no mínimo, pouco factível) que os Acusados tenham negociado contratos derivativos de juros utilizando uma informação sigilosa na expectativa do impacto que a delação teria no mercado de juros, pois não restou provado que tinham conhecimento quanto à homologação do acordo e, tampouco, ao dia em que tal informação viria a público.

65. Importante ressaltar que, não obstante o fato de os acusados estarem envolvidos na



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

negociação da delação premiada, não se pode presumir que estes tinham a expectativa de que, em algum momento, essa divulgação oficial ocorreria, pois o acordo de não persecução penal é um negócio jurídico cuja eficácia está condicionada à sua homologação judicial<sup>23</sup>, não tendo o Ministério Público Federal poder discricionário, sendo certo que, caso não seja aceita/homologada a proposta de delação elaborada pelo próprio *Parquet* federal, essa delação jamais seria divulgada.

66. Assim, diferentemente de uma negociação privada — como nas operações de fusões e aquisições —, em que as partes têm o domínio da situação e total liberdade para aceitar ou recusar determinadas condições negociais, independentemente de terceiros, no caso de delação premiada, trata-se de instituto de direito processual penal cujo resultado final não pode ser previsto e independe da vontade da parte ofertante.

67. Ademais, se, no momento da divulgação do acordo de colaboração premiada, Joesley Batista não tinha conhecimento da homologação pelo relator do processo perante o Supremo Tribunal Federal, não parece razoável adotar uma expectativa que admite apenas uma de duas situações possíveis (de modo a descartar, pois, a possibilidade de rejeição da delação).

68. Naturalmente, durante todo o período entre a compra de derivativos e as datas da homologação e divulgação do Acordo de Colaboração Premiada, a variação da taxa de juros estava sujeita a diversos fatores imprevisíveis aptos a elevar ou diminuir sua cotação.

69. Ou seja, a tese acusatória adota como premissa que, necessariamente, a taxa de juros se valorizaria em relação às cotações das respectivas datas da compra de tais contratos, sem considerar, contudo, a possibilidade de ocorrer algum evento durante esse lapso temporal (entre a compra dos contratos e divulgação do Acordo de Colaboração Premiada) que acarretasse a sua desvalorização.

70. Nesse sentido, entendo que a imprevisibilidade da homologação ou da divulgação do Acordo de Colaboração Premiada enfraquece o argumento trazido pela Acusação de que as operações com derivativos de juros teriam sido motivadas pelo conteúdo da referida delação e que tinha por objetivo obter vantagem indevida.

---

<sup>23</sup> “O acordo de não persecução penal é um negócio jurídico bilateral de eficácia condicionada à sua homologação judicial, que impacta sobre o exercício da ação penal pública, condicionada ou incondicionada” BARROS, Francisco Dirceu. Acordos de não persecução penal e cível. 2 ed. rev. Atual. e ampl. São Paulo: Juspodivm, 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### IV.C Racional econômico das operações

71. Ao ser indagado acerca do racional econômico das operações realizadas em 17.05.2017, Emerson Loureiro apontou que **(i)** o DI estava caindo há 7 (sete) dias no fechamento do pregão do dia 16.05.2017; **(ii)** no dia 17.05.2017, o DI estava indo para o oitavo dia de queda e o dólar já estava subindo<sup>24</sup>; e **(iii)** o dia 18.05.2017 era uma quinta-feira, dia de leilão de títulos públicos, implicando em padrão mais tomador na quarta-feira.

72. A Acusação, por sua vez, indicou que tal fundamentação teria contradições, pois **(i)** o contrato de dólar futuro também estava caindo há 6 (seis) dias, comportamento semelhante ao DIIF21; que **(ii)** no dia 10.05.2017 (quarta-feira precedente ao dia 17.05.2017), o preço do DIIF21 caiu com relação ao dia anterior; e **(iii)** Emerson Loureiro começou o dia 17.05.2017 vendendo DIIF21, o que reforçaria a tese de que a decisão não foi tomada pelos argumentos apresentados, mas sim por algo de que tenha tomado conhecimento no decorrer daquele dia.

73. Entretanto, vislumbro que os Acusados demonstraram satisfatoriamente o racional econômico das operações com derivativos de juros.

74. Conforme indicado no parecer técnico juntado aos autos<sup>25</sup>, a análise estatística demonstrava que era extremamente improvável que o DI continuasse caindo naquele momento: *“em um período correspondente a 1921 pregões, só foram verificadas sequências negativas em oito pregões consecutivos em 18 oportunidades, o que corresponde a apenas 0,9% dos dias em que houve negociação do ativo DIIF21. De forma análoga, pode-se dizer que a chance de se observar um dia precedido de 8 pregões negativos é inferior a 1%”*.

75. Ademais, afasto o argumento das áreas técnicas da CVM no sentido de que a

---

<sup>24</sup> Em sua peça de defesa, Emerson Loureiro esclareceu que “[d]e fato, conforme demonstrou o relatório, o dólar ainda não estava subindo, o que poderia caracterizar uma contradição no argumento de Emerson. No entanto, é importante esclarecer que Emerson foi ouvido meses após a operação financeira realizada, sendo natural que fosse impreciso com relação a alguma informação, na medida em que tanto o volume, quanto a complexidade das informações, são imensos e a memória humana é imperfeita. O que Emerson pretendeu dizer é que o dólar já havia firmado uma tendência forte de subida, o que de fato ocorreu. Portanto, quando ele diz que ‘o dólar já havia subido, o dólar estava subindo’, referia-se ele aos movimentos de mercados que já indicavam esse comportamento do dólar, que, para ele, já era certo, até mesmo em razão de todos os argumentos econômicos anteriormente expostos que corroboram esse entendimento” (Doc. 0850315).

<sup>25</sup> Doc. 0850324.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

fundamentação dada por Emerson Loureiro seria contraditória em razão do fato de, no dia 10.05.2017, o preço do DIIF21 ter caído com relação ao dia anterior.

76. Ora, a análise estatística exige uma maior série histórica, não podendo ser descartada em razão de um resultado numa única data (no caso, da semana imediatamente anterior). Como bem demonstrado em parecer técnico juntado pelos Acusados, desde agosto de 2009, dentre todos os dias da semana, a quinta-feira era o dia em que havia o maior número de variações positivas do DIIF21<sup>26</sup>.

77. De igual modo, o parecer técnico da Métrika Consultoria e Pesquisa<sup>27</sup> corroborou o fundamento de Emerson Loureiro no sentido de que “*quando há valorização do Iene (variação negativa da cotação do Iene ante o Dólar em um dia), há tendência de variação positiva do ativo DIIF21 no dia seguinte, o que está em linha com o entendimento de que a valorização do Iene seria sinal de uma potencial valorização do DI Futuro*” e que “*a tendência é que haja valorização do DIIF21 quando no dia anterior houve queda no índice S&P500*”.

78. Nesse sentido, entendo que os Acusados lograram êxito em demonstrar que as operações realizadas em nome do Banco no dia 17.05.2017 foram fundamentadas em legítima motivação econômica.

#### **IV.D Inexistência de atipicidade das operações**

79. Conforme já exposto acima, as operações objeto deste PAS foram objeto de investigação pelo Banco Central, tendo a CVM instaurado o Processo Administrativo nº 19957.004547/2017-60.

80. O Banco Central concluiu que “[a]s operações com taxas de juros não possuíram volumes atípicos, considerado o histórico de operações da Mesa Proprietária [do Banco]” e que “*outros agentes se posicionaram da mesma forma. Independentemente da motivação, o resultado obtido na operação foi pouco relevante considerado o porte da instituição (7,3% do PR), embora*

---

<sup>26</sup> “Conforme demonstrado acima verifica-se que, de fato, às quintas feiras, o ativo DIIF21 variou positivamente em 55% dos pregões, para o período entre 11.08.2009 e 17.05.2017. Este fato, por si só, é mais um indício de que as ponderações feitas por Emerson possuem aderência ao que é observado nos dados. Ainda assim, tal análise ao ser ampliada outros anos fornece evidência adicional em linha com o que foi defendido por Emerson” (Doc. 0850324).

<sup>27</sup> Doc. 0850324.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*tenha sido destoante do histórico de resultados da mesa, e a operação não expôs a IF a risco de mercado relevante, pois este se manteve bastante abaixo dos limites operacionais”<sup>28</sup>.*

81. No mesmo sentido, a GMA-2 solicitou o arquivamento do referido processo, tendo apontado que:

“Diante de extensiva análise das operações e das posições detidas pelo Banco Original nos dias que antecederam a Divulgação do Acordo de Colaboração Premiada dos irmãos Joesley e Wesley Batista, não foi possível verificar qualquer indício de que o mesmo tenha operado com conhecimento prévio dos fatos, ou seja, que tenha tido acesso a informações privilegiadas e, a partir delas, auferido ganhos.”<sup>29</sup>

82. O parecer técnico da Métrica Consultoria e Pesquisa, por sua vez, analisou as posições de fechamento diárias entre janeiro de 2015 e 17.05.2017, tendo apurado que:

“(…) em diversas oportunidades, ocorreram compras de ativos DII Futuro mais importantes do que aquela observada no dia 17.05.2017, o que revela de forma clara que a operação realizada nesta data se encontrava dentro dos padrões usualmente efetuados pelo banco. Em 17.05.2017 verificou-se compra líquida de 16.900 unidades de DIIF21, quantidade inferior àquela observada em outras 14 oportunidades em que a Mesa Proprietária foi compradora líquida. Quando quantidades absolutas são observadas, uma vez que a venda deste tipo de ativo pode ser considerada uma aposta inversa (na queda da taxa de juros), observa-se que em 26 datas a mesa foi vendedora líquida em quantidade superior à compra observada no dia 17.05.2017.

Os resultados obtidos nesta seção demonstram que em trinta datas distintas a Mesa Proprietária negociou quantidades superiores à negociada no dia 17.05.2017, configurando mais um resultado relevante e em linha com o que já vem sendo demonstrado ao longo deste estudo. Coadunando os diferentes indícios obtidos nas seções anteriores, resta claro que há elementos suficientes para afirmar que havia fundamentos técnicos e econômicos suficientes para justificar a compra de DIIF21 realizada sob o comando de Emerson do dia 17.05.2017.”<sup>30</sup>

83. Ademais, e conforme reconhecido pelo Banco Central e pela própria Acusação<sup>31</sup>, ao

---

<sup>28</sup> Doc. 0850323.

<sup>29</sup> Idem.

<sup>30</sup> Doc. 0850324.

<sup>31</sup> “Importante observar que apesar da atipicidade da posição montada em 17.05.2017, tal posição não ultrapassou os limites de risco então vigentes para as posições da mesa proprietária. De fato, os valores de VAR e Stress Test calculados no dia foram de R\$ 9.976 milhões e R\$ 41.375 milhões, respectivamente 83,13% e 82,75% dos limites estabelecidos” (Doc. 0764882).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

realizar as operações no dia 17.05.2017, Emerson Loureiro sequer utilizou todo o limite operacional do Banco.

84. Com efeito, caso as operações em análise tivessem sido motivadas pelo uso de informação confidencial, haveria grande estímulo para que fosse utilizado todo o limite de risco aprovado do Banco, o que não ocorreu.

85. A meu ver, com o devido respeito a entendimento em sentido contrário, não restou evidenciada nestes autos a atipicidade das operações. Pelo contrário, entendo que foram juntados elementos probatórios suficientes a evidenciar a tipicidade das operações ora analisadas.

### V. CONCLUSÃO

86. Por todo exposto, afastos as preliminares suscitadas e, no mérito, não vislumbro nos autos elementos suficientes para a configuração do uso de prática não equitativa, razão pela qual voto pela **absolvição** dos Acusados em relação à imputação de infração ao inciso II, alínea “d”, da ICVM nº 8/1979.

É como voto.

Rio de Janeiro, 29 de maio de 2023.

**Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo**

Diretor Relator