



## 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 Participações 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”.

**Relator:** Diretor Otto Lobo

**Voto:** Presidente João Pedro Nascimento

#### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SPS, em conjunto com a PFE-CVM, em face de Emerson Fernandes Loureiro, Joesley Mendonça Batista e J&F Participações S.A. (“J&F”).
2. Como exposto no relatório e no voto proferido pelo Diretor Relator Otto Lobo, a área técnica imputa aos Acusados responsabilidade por operações com uso de práticas não equitativas na negociação de contratos derivativos de taxa de juros (“DI”) no dia 17/05/2017.
3. Em síntese, segundo a Acusação, tais negócios foram realizados com base na expectativa de valorização dos ativos após a divulgação do conteúdo de acordo de colaboração premiada firmado por Joesley Batista, que envolvia supostos atos de corrupção de agentes públicos relevantes no contexto nacional.

---

<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 do Diretor Relator (“Relatório”).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

4. Os contratos de DI foram negociados ao longo do dia 17/05/2017, por ordem de Emerson Loureiro, após suposta recomendação de Joesley Batista. Às 19:30 horas do mesmo dia ocorreu o vazamento na mídia que Joesley e Wesley Batista teriam firmado acordo de colaboração premiada, com a divulgação de trechos do referido acordo envolvendo importantes figuras públicas do país.

5. Nesse contexto, a Acusação entendeu ter restado configurado o uso de prática não equitativa, em infração à Instrução CVM nº 8/1979, II, “d”, por parte de:

- (i) Emerson Loureiro, na qualidade de superintendente de tesouraria do Banco Original S.A. (“Banco Original”) à época, por ter negociado contratos derivativos de DI em suposta posição de desequilíbrio indevido;
- (ii) Joesley Batista, na qualidade de Diretor Presidente, acionista e responsável pelas decisões de investimento da J&F, detentora da totalidade das ações do Banco Original, à época dos fatos, por ter supostamente repassado informação privilegiada a Emerson Loureiro para que este realizasse operações com uso de práticas não equitativas; e
- (iii) J&F, beneficiária indireta do resultado obtido com as operações realizadas por Emerson Loureiro no dia 17/05/2017 em alegada posição de desequilíbrio informacional<sup>2</sup>.

6. Em seu voto, o Diretor Relator propôs a **absolvição** dos Acusados. Adianto que acompanho as conclusões do Diretor Relator, mas **divirjo** em relação a determinados aspectos da sua fundamentação.

7. A fim de esclarecer meus pontos de divergência e convergência em relação ao voto do Diretor Relator, esta manifestação está dividida em **três seções**. Na **primeira seção**,

---

<sup>2</sup> A J&F era controladora do Banco Original.



## 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)

apresento os elementos teóricos do ilícito de uso de práticas não equitativas. Em seguida, a **segunda seção** expõe minha interpretação sobre os elementos fáticos do caso concreto e o mérito deste PAS. Por fim, a **terceira seção** conclui.

### I. CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS DO ILÍCITO DE PRÁTICAS NÃO EQUITATIVAS

8. A Instrução CVM nº 8/1979, II, alínea “d”, define que é “*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*”.

9. Em resumo, como já tive a oportunidade de me pronunciar na oportunidade do PAS CVM nº 19957.005174/2019-14<sup>3</sup>, entende-se que os elementos que caracterizam a infração de uso de práticas não equitativas são:

- (i) a **ocorrência de negociações** com valores mobiliários;
- (ii) das quais resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, uma posição de **desequilíbrio ou desigualdade** para qualquer das partes;
- (iii) que tal desequilíbrio seja **indevido**, isto é, **ilegal**; e
- (iv) o **dolo** do agente.

10. O **primeiro elemento** pressupõe a ocorrência de um negócio com valores mobiliários<sup>4</sup>. Dessa forma, deve-se verificar a efetiva realização da operação no âmbito do mercado de capitais.

---

<sup>3</sup> PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 11/10/2022.

<sup>4</sup> Conforme definidos no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976: “**Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:** I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

11. Já o **segundo elemento** refere-se à presença de uma vantagem informacional de uma das partes envolvidas no negócio. Isto é, é preciso que exista uma assimetria informacional entre os agentes, capaz de colocar um deles em posição mais vantajosa.
12. Não é, porém, qualquer assimetria informação que é capaz de caracterizar a prática não equitativa. Afinal, é intrínseco a operações no mercado de capitais que haja certa desigualdade nas informações detidas por cada uma das partes.
13. O ilícito apenas se configura caso a assimetria informacional seja ilegal e indevida, decorrente da violação de um dever, sendo este o **terceiro elemento** da prática não equitativa<sup>5</sup>.

---

*certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”.*

<sup>5</sup> “14. **Com efeito, 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. (...) 16. É, portanto, nesse contexto que a iniquidade de que trata a alínea “d” do inciso II da Instrução CVM nº 8/79 deve ser compreendida. **A indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade é aquela resultante da violação do dever de conduta estabelecido em Lei, porquanto cabe à Lei estabelecer de forma prévia, ampla e abstrata as circunstâncias nas quais o natural desequilíbrio das negociações no mercado de valores mobiliários deve ser repellido, em concreta representação da liberdade das relações privadas, salvo expressa disposição legal.** 17. (...) Sem prejuízo da abstração dos tipos administrativos da Instrução CVM nº 8/79, considerando a demonstrada desigualdade comum às relações no mercado de valores mobiliários, **a configuração da ‘prática não equitativa’ requer a evidenciação prévia pela Acusação da forma como a posição de desequilíbrio foi alcançada à revelia de um dever legal de conduta.** (...)” (PAS CVM nº 10/2012, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13/11/2018 – 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)

14. O **último elemento** do tipo é o dolo, que, apesar de não constar explicitamente no dispositivo que tipifica a conduta, é pacificado no entendimento da CVM<sup>6</sup>. Entende-se que a operação deve ter sido realizada com a intenção consciente de aproveitar-se de uma desigualdade ilegal para auferir vantagem no mercado de capitais<sup>7</sup>. Em regra, o tipo administrativo não aceita hipótese de “culpa”.

## II. DA PRESENÇA (OU AUSÊNCIA) DOS ELEMENTOS DO ILÍCITO NO CASO CONCRETO

15. Feitas as considerações teóricas sobre o ilícito do uso de práticas não equitativas, passo a verificar a presença dos elementos do tipo administrativo à luz dos fatos do caso concreto.

16. Adianto que, se, *de um lado*, a Acusação, a meu ver, foi bem-sucedida em comprovar a existência de informação privilegiada, *de outro lado*, as Defesas foram exitosas em demonstrar que não houve comprovação do repasse da informação privilegiada para Emerson Loureiro, não havendo nexo de causalidade entre a atuação de Emerson Loureiro e a de Joesley Batista e/ou J&F.

17. Além disso, as Defesas trouxeram aos autos explicações de natureza econômica e financeira legítimas capazes de justificar a realização dos negócios em nome do Banco Original, esclarecendo que as decisões de investimento foram tomadas por Emerson Loureiro com base em fundamentos econômicos objetivos e tendências de conhecimento público.

18. Portanto, não se deve cogitar a responsabilização de nenhum dos Acusados neste

---

<sup>6</sup> Nesta direção, cf. diversos precedentes da Autarquia, inclusive: (i) PAS CVM nº 04/2010, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 23/11/2014; (ii) PAS CVM nº 10/2012, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13/11/2018; e (iii) PAS CVM Nº 03/2015, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 22/09/2020.

<sup>7</sup> Como já destaquei no âmbito do PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, de minha relatoria, j. em 11/10/2022: “Assim como ocorre com os demais tipos previstos na Instrução CVM nº 8/1979, o enquadramento de uma conduta como prática não equitativa pressupõe a comprovação de uma **ação dolosa**. É necessário demonstrar que o agente conscientemente negociou com valores mobiliários em situação de desequilíbrio indevido para auferir proveito”.



## 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)

PAS. Não vislumbro elementos suficientes para comprovar que Joesley Batista tenha repassado a informação privilegiada a Emerson Loureiro. Tampouco restou comprovado que as operações foram executadas pelo operador em nome do Banco Original em indevida posição de desigualdade. E, por fim, não se tendo conseguido provar a irregularidade das operações, tampouco cabe a responsabilização da J&F enquanto beneficiária final dos negócios.

19. Com o objetivo de expor meu entendimento no caso concreto, esta seção será dividida em três subseções: (A) da **ocorrência das operações**, (B) da ausência do elemento de **desequilíbrio ilegal** e (C) da ausência de **dolo**.

### II.A. Da Ocorrência das Operações

20. Está presente o **primeiro elemento** do tipo, qual seja, a realização de operações com derivativos de DI, conforme identificado pela Acusação<sup>8</sup>. A ocorrência das negociações envolvendo valores mobiliários sequer foi contestada pelas defesas dos Acusados.

21. Conforme relatado pela Acusação,<sup>9</sup> as operações realizadas pelo Banco Original envolvendo DI1F21 identificadas no dia 17/05/2017 foram feitas de acordo com o seguinte cronograma:

Horário	Volume de contratos
9:00h – 9:30h	- 3.700
9:30h – 10: 45h	2.500
14:00h – 15:00h	19.000
16:00h	100
17:19h – 17:21h	- 1.000

<sup>8</sup> Doc. nº 0764882

<sup>9</sup> Doc. nº 0764882, §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

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

22. Para a verificação da infração administrativa, entretanto, não basta a simples comprovação de ocorrência das operações imputadas como irregulares. Deve-se verificar a existência de um desequilíbrio informacional ilegal utilizado pelo infrator como forma de auferir vantagem no Mercado de Capitais.

### II.B. Da Ausência do Elemento de Desequilíbrio Ilegal

23. Como abordado na seção teórica acima, deve-se avaliar não apenas a possível posição de desequilíbrio informacional, mas também a sua compatibilidade com as normas legais e regulatórias. A vedação ao uso de práticas não equitativas no Mercado de Capitais proíbe os agentes de aproveitarem-se de informação sigilosa, ainda não divulgada ao mercado, para auferir vantagem com a negociação de valores mobiliários.

24. Em seu voto, o Diretor Relator acata, entre outros, o seguinte argumento de defesa:

**“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.”** (grifei)

25. Nesse sentido, o Diretor Relator entende que, uma vez que os Acusados não tinham conhecimento da data de publicação do acordo, não haveria que se falar em informação privilegiada que cause desequilíbrio ilegal.

26. Respeito esse ponto de vista, mas, pelas razões que já expus em minha manifestação de voto no âmbito do PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, que é conexo 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

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

presente processo e foi julgado nesta mesma data, **divirjo desse ponto da fundamentação do Diretor Relator**<sup>10</sup>.

27. Sou sensível ao argumento da imprevisibilidade em relação ao momento da divulgação e homologação do acordo de colaboração. A situação é bastante *sui generis* por conta das incertezas sobre *se* e *quando* a colaboração premiada seria eventualmente homologada<sup>11</sup>. Entendo, porém, que tais incertezas não afastam a posição de assimetria informacional na qual se encontrava Joesley Batista.

28. Embora não tivesse controle em relação ao momento da divulgação do acordo de colaboração premiada, Joesley Batista estava de posse de informações (por estar envolvido nas negociações do referido acordo) que poderiam produzir relevante impacto no Mercado de Capitais. Tais fatores o colocavam, a meu ver, em posição de desigualdade informacional em relação aos demais investidores.

29. Em memoriais apresentados previamente a este julgamento, buscando desconstruir o caráter confidencial da informação, os Acusados mencionaram que a imprensa já trazia à época dos fatos diversas notícias sobre a possibilidade de Joesley e Wesley Batista virem a realizar colaboração premiada<sup>12</sup>.

30. Entendo o argumento trazido pelos Acusados, tendo em vista a turbulência do Brasil à época dos acontecimentos e os rumores sobre o assunto na mídia<sup>13</sup>. Todavia, até onde

---

<sup>10</sup> O fato de já ter aprofundado tais argumentos no âmbito do PAS CVM nº 19957.005390/2017-90 me permite ser mais sintético neste PAS, de modo que apresento abaixo, de forma resumida, apenas os pontos centrais do meu raciocínio.

<sup>11</sup> Reconheço que não estava sob o controle dos Acusados o momento em que a colaboração premiada seria revelada ao público. Nesse sentido, em primeiro lugar, como destacado pelas Defesas, a conclusão do acordo de colaboração premiada depende da sua homologação pelo juízo competente, que não está vinculado a qualquer prazo (doc. nº 0850384). Além disso, foram anexados aos autos elementos que indicam que o vazamento da informação não veio de Wesley e Joesley Batista.

<sup>12</sup> Doc. nº 1789074, p. 3 e doc. nº 1789075.

<sup>13</sup> Cita-se as seguintes matérias jornalísticas: (i) “**Joesley Batista está disposto a fazer delação**”, publicado em 02/04/2017, disponível em: <<https://veja.abril.com.br/coluna/radar/caso-seja-presos-joesley-batista-esta-disposto-a-fazer-delacao>>; (ii) “**Alvos da PF, donos da JBS cogitam fazer acordo de delação premiada**”,





## 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)

consta dos autos, o conteúdo das notícias ventiladas refletia informações superficiais, sem detalhes sobre o acordo e/ou as negociações. Por esse motivo, entendo que as notícias em questão não tinham o condão de afastar a posição de desequilíbrio informacional na qual se encontrava Joesley Batista.

31. A comprovação de que Joesley Batista detinha informação privilegiada, entretanto, não é suficiente para a configuração da infração imputada pela área técnica aos acusados neste PAS. Como mencionado, a SPS entende que as operações realizadas por ordem de Emerson Loureiro em nome do Banco Original teriam sido motivadas pela informação privilegiada detida por Joesley Batista, que a teria repassado ao operador.

32. A tese acusatória se sustenta, portanto, em um **suposto nexos de causalidade entre as operações realizadas e a informação privilegiada**, que demonstraria a indevida posição de desigualdade necessária à configuração da prática não equitativa.

33. A comprovação desse nexos de causalidade, como já admitido em diversos precedentes do Colegiado, pode ser feita com base em prova indiciária<sup>14</sup>. Em linha com tais precedentes, tendo em vista a dificuldade de obtenção em muitos casos de provas diretas de que o agente negociou de posse de informação privilegiada, admite-se a comprovação da infração administrativa com base em indícios, contanto que sejam **sólidos, múltiplos e convergentes**.

---

publicado em 13/05/2017, disponível em: <<https://m.folha.uol.com.br/mercado/2017/05/1883808-avos-da-pf-donos-da-jbs-cogitam-fazer-acordo-de-delacao-premiada.shtml?mobile>>; e (iii) “**Investigações da PF acuum sócios da J&F**”, publicado em 15/05/2017, disponível em: <<https://valor.globo.com/politica/noticia/2017/05/15/investigacoes-da-pf-acuum-socios-da-j-f-1.ghtml>>. (doc. nº 0487945, nota de rodapé 19 e doc. nº 1789075).

<sup>14</sup> Nessa linha, faço referência ao voto do Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos no PAS CVM nº 22/94, j. em 15/04/2004: “*Todavia, o ponto fundamental para este tipo de questão, em tese, é que não basta qualquer indício; a existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que se diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, o mero indício não autoriza a condenação, mas tão-somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado, respeitado, naturalmente, o princípio do livre convencimento do Juiz*”. Cf., no mesmo sentido, por exemplo, (i) PAS CVM nº 24/00, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 18/08/2005; (ii) PAS CVM nº 13/2009, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 13/12/2011; e (iii) PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 09/02/2021.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

34. Entretanto, analisando as características do presente caso, entendo que a Acusação não reuniu um conjunto de indícios suficientes no sentido de que **a informação relevante em posse de Joesley Batista influenciou as operações realizadas em nome do Banco Original**. Como será explorado nos próximos tópicos, entendo que: **(i)** não restou comprovado o repasse da informação privilegiada por Joesley Batista e/ou J&F para Emerson Loureiro; e **(ii)** as defesas apresentaram argumentos sólidos para demonstrar que a decisão de investimento foi tomada por Emerson Loureiro com base em **fundamentos econômicos objetivos e tendências de conhecimento público**.

35. Por esses motivos, não cabe imputar responsabilidade aos Acusados neste PAS. Em relação a Emerson Loureiro, não restou demonstrado que ele tinha conhecimento sobre a informação privilegiada ao realizar as operações. Joesley Batista, por sua vez, não deve ser responsabilizado por não ter restado caracterizado o repasse da informação privilegiada de que detinha. Por fim, a J&F tampouco deve responder enquanto beneficiária final das operações, uma vez que, ao cabo, não se conseguiu provar que elas foram realizadas em posição de desequilíbrio indevido.

### **II.B.1. Da Ausência de Repasse da Informação Privilegiada a Emerson Loureiro por parte de Joesley Batista**

36. Como visto, a Acusação sustenta que as operações com contrato de DI foram realizadas em nome do Banco Original em indevida posição de desigualdade, tendo sido motivadas pela informação privilegiada referente ao acordo de colaboração premiada. Tal informação teria sido repassada por Joesley Batista a Emerson Loureiro, que executou os negócios.

37. Nessa linha de raciocínio, na ausência de prova cabal que evidencie o repasse de informação privilegiada entre Joesley Batista e Emerson Loureiro, a Acusação identificou os seguintes indícios<sup>15</sup>:

---

<sup>15</sup> Doc. nº 0764882, §§ 62 – 99.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

- (i) o contato telefônico entre Joesley Batista e Emerson Loureiro no dia 10/05/2017, apesar de não envolver nenhuma informação sigilosa ou ordem de compra, “*sugere que havia relacionamento entre os dois*”;
- (ii) Emerson Loureiro trabalhou no grupo econômico da J&F ao menos entre 2002 e a data do depoimento, em agosto de 2018, o que supostamente remeteria a um relacionamento de longo prazo entre o profissional e Joesley Batista;
- (iii) em seu depoimento, Emerson Loureiro afirmou que, apesar de ser um evento raro, Joesley Batista esporadicamente entrava em contato por meio de telefone ou e-mail, mas não pela plataforma de mensagens *WhatsApp*.

38. No entendimento da tese acusatória, “*apesar de Emerson ter informado que não mantinha contato com Joesley por WhatsApp, (...) essa forma de contato não pode ser descartada*”.<sup>16</sup> Além disso, afirma que “*não foi possível aprofundar essa verificação para possíveis conversas mantidas com Joesley por não estarem disponíveis os registros das conversas de WhatsApp mantidas por Emerson nesse dia e, mesmo se estivessem, não seria possível constatar se algo foi ou não apagado*”<sup>17</sup>.

39. Assim, a Acusação conclui que “*não está afastada a possibilidade de que a demanda de Joesley tenha sido feita por WhatsApp e, por consequência, também não está afastado contato [entre Emerson e Joesley] por esse meio no dia 17.05.2017*”<sup>18</sup>.

40. ***De um lado***, a Área Técnica concluiu que havia indícios suficientes para demonstrar que houve violação à alínea “d” do inciso II da Instrução CVM nº 8/1979,

---

<sup>16</sup> Doc. nº 0764882, § 87.

<sup>17</sup> Doc. nº 0764882, § 88.

<sup>18</sup> Doc. nº 0764882, § 96.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

seguindo a interpretação acima, somada, entre outros fatores<sup>19</sup>, ao entendimento de que as operações do Banco Original são atípicas e não tinham fundamentos econômicos consistentes.

41. ***De outro lado***, as defesas argumentam que não há qualquer indício que remeta ao suposto repasse de informação privilegiada. Para reforçar essa tese, os Acusados ressaltam, principalmente, os seguintes fatos:

- (i) “*vez ou outra*” Joesley consultava, através de telefone ou e-mail, Emerson Loureiro a respeito de determinada questão técnica sobre o mercado financeiro em geral. Entretanto, não havia qualquer relação pessoal ou intimista entre eles<sup>20</sup>;
- (ii) Na conversa de 10/05/2017 **não houve qualquer repasse de informação privilegiada** entre Joesley Batista e Emerson Loureiro<sup>21</sup>;
- (iii) O instrumento de derivativo objeto da conversa de 10/05/2017 (*i.e.*, consulta de Joesley Batista sobre a existência de contrato padronizado de opção de taxa de juros<sup>22</sup>) é distinto daquele efetivamente negociado em 17/05/2017 (*i.e.*, contrato futuro de DI)<sup>23</sup>;
- (iv) Após a conversa do dia 10/05/2017, Emerson Loureiro enviou e-mail para Joesley Batista no dia 11/05/2017 com análises sobre “*possíveis retornos*

---

<sup>19</sup> Segundo a Área Técnica, são indícios de uso de práticas não equitativas: (i) o suposto vínculo de Emerson Loureiro com a informação; (ii) o benefício pessoal que poderia ser auferido pelos acusados; (iii) a atipicidade das operações; (iv) o timing das operações; e (v) as inconsistências nos fundamentos econômicos que, segundo os acusados, motivaram a operação.

<sup>20</sup> Doc. nº 0850315, pp. 10-11.

<sup>21</sup> Doc. nº 0850315, pp. 11.

<sup>22</sup> A pergunta foi respondida por Emerson Loureiro no sentido que “*na prática não existe essa opção janeiro 21*” (doc. 0764882, §44).

<sup>23</sup> Doc. nº 0850384, pp. 19, § 100.



## 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)

*de uma posição tomada em opções de IDI com vencimento de 2021”.*

**Nenhum outro contato foi identificado entre os dois até as operações realizadas no dia 17/05/2017<sup>24</sup>;**

- (v) Entre os dias 11/05/2017 e 20/05/2017 Joesley Batista estava nos Estados Unidos, o que impossibilita qualquer afirmação de contato presencial com Emerson Loureiro<sup>25</sup>;
- (vi) Os registros telefônicos de Emerson demonstram que nenhuma das ligações realizadas em maio de 2017 apresenta indício de contato com Joesley Batista além do descrito acima<sup>26</sup>;
- (vii) Da mesma forma, não constam indícios de contato relacionado às operações realizadas nos registros telefônicos de Joesley Batista<sup>27</sup>; e
- (viii) Também não há qualquer registro de contato entre Joesley Batista e Emerson Loureiro nos dados da mesa proprietária do Banco Original<sup>28</sup>.

42. Como mencionado, a admissibilidade da prova indiciária para condenação em sede administrativa é tema pacífico na jurisprudência da CVM. Todavia, no presente caso, entendo que a Acusação não conseguiu reunir indícios **sólidos, múltiplos e convergentes** para demonstrar que Emerson Loureiro teve acesso à informação privilegiada.

43. Registra-se que, neste caso em específico, a Acusação teve acesso aos registros telefônicos, cópias do fluxo de e-mails, mensagens e *chats* dos Acusados<sup>29</sup>. Contudo, não há

---

<sup>24</sup> Doc. nº 0850315, pp. 12.

<sup>25</sup> Doc. nº 0764882, § 90.

<sup>26</sup> Doc. nº 0764882, § 85-86.

<sup>27</sup> Doc. nº 0764882, § 91-93.

<sup>28</sup> Doc. nº 0764882, § 84.

<sup>29</sup> Doc. nº 0764882, §§ 62 – 99.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

prova ou indícios de que Emerson Loureiro e Joesley Batista tenham sequer se comunicado após 11/05/2017, seja por e-mail, telefone ou pessoalmente.

44. Além disso, o diálogo entre Joesley Batista e Emerson Loureiro em 10/05/2017 não trata de nenhum aspecto relacionado ao acordo de delação premiada ou seu conteúdo, bem como não é possível inferir qualquer instrução ou sugestão de Joesley Batista para Emerson Loureiro sobre as supostas operações ilegais. Ao contrário, as operações mencionadas por Joesley Batista tratavam de outro tipo de derivativo (*i.e.*, opções), negociado em outro mercado (*i.e.*, balcão), enquanto as operações realizadas por Emerson Loureiro foram com contratos futuros, no mercado de bolsa.

45. É verdade que não é necessário demonstrar todo o caminho percorrido pela informação para que seja possível concluir que determinado acusado tinha ciência da informação privilegiada ao negociar valores mobiliários. Esse tipo de prova direta, como já dito, é em muitos casos de difícil obtenção. Entretanto, na sua ausência, a acusação apenas pode prosperar se baseada em um conjunto robusto de indícios.

46. Não me parece que o presente caso reúna indícios sólidos e convergentes, pelos motivos acima referidos e, também, pelas explicações fornecidas pelas defesas em relação à motivação econômica das operações, que serão exploradas na próxima subseção.

### **II.B.2. Dos Fundamentos Econômicos e Atipicidade das Operações**

47. O quadro econômico e político no Brasil e no mundo demonstrava que, em maio de 2017, havia diversas incertezas vislumbradas por parte dos agentes de mercado. Em especial, destacam-se os seguintes fatos:

- (i) O ano de 2017 foi marcado por incertezas no cenário político e econômico nacional. Conforme explicado em parecer econômico anexado pela defesa, *“os primeiros meses de 2017 foram marcados pela manutenção da política fiscal muito restritiva, piora da crise política, nível de atividade e mercado de trabalho muito deteriorados, mercado de crédito travado e elevada*



## 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)

*volatilidade no mercado financeiro*”<sup>30</sup>.

De acordo com o Relatório Focus publicado pelo Banco Central do Brasil (BCB) em 12 de maio de 2017,<sup>31</sup> a expectativa de resultado anual era de 0,5% do PIB, o que significava uma recuperação devagar e incerta da economia nacional após período de instabilidade desde janeiro de 2015;

- (ii) Fatores econômicos globais resultaram em um quadro internacional de incertezas no período entre janeiro de 2015 e maio de 2017, caracterizado pelo aumento de oscilações e expectativas de precificação dos ativos e taxas<sup>32</sup>;
- (iii) O quadro político norte americano sofreu abalos em maio de 2017, após a veiculação de notícias sobre possível interferência do Presidente Donald Trump em investigações do Federal Bureau of Investigation (FBI).<sup>33</sup> Com a deterioração do cenário político americano, novas informações publicadas entre os dias **16/05/2017** e **17/05/2017** causaram impacto sobre o mercado financeiro internacional. Diante desta incerteza, a defesa demonstrou que especificamente entre os dias 16/05/2017 e 17/05/2017 o Índice *VIX*, indicador de volatilidade do mercado americano, saltou de 10,7 para 15,6.

---

<sup>30</sup> Doc. nº 0850386, pp. 23.

<sup>31</sup> Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/cronologicos>>. Acesso em 16/05/2023.

<sup>32</sup> Cita-se, como destacado no parecer econômico apresentado pela defesa: “*o quadro internacional, no período entre janeiro de 2015 e maio de 2017, foi marcado pela elevação dos juros, eleição de Donald Trump e crise política nos Estados Unidos (EUA), desaceleração do crescimento econômico da China, política monetária expansionista do Banco Central Europeu, desdobramento da crise da Grécia e do Brexit, queda expressiva nos preços das commodities, especialmente petróleo e minério de ferro e piora da economia da Argentina. (...) As alterações de expectativas eram refletidas diretamente na volatilidade do mercado financeiro internacional, com destaque para aumento de oscilações e mudanças de tendências em precificações de ativos e taxas*”. (Doc. nº 0850386, pp. 09)

<sup>33</sup> Em especial, no dia 16 de maio uma reportagem publicada no jornal de grande circulação “The New York Times” fortalecia a narrativa de possível interferência do presidente americano em investigações no FBI.



## 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)

Além do Índice *VIX*, diversos índices de diferentes mercados do mundo foram afetados no dia 17/05/2017.<sup>34</sup> No Brasil não foi diferente: a pressão externa de incertezas causou impacto na economia brasileira e no mercado doméstico. O Índice Ibovespa, por exemplo, apresentou baixa de 1,7%.

48. Diante desse cenário de incertezas sobre o futuro da macroeconomia e os acontecimentos que abalaram o mercado financeiro brasileiro entre os dias 16/05/2017 e 17/05/2017, a tendência era que os agentes econômicos esperassem elevação da taxa de juros<sup>35</sup>. Nesse sentido, explica o economista Alexandre Assaf Neto:

“De certa maneira, a taxa de juros exprime a confiabilidade dos agentes econômicos com relação ao desempenho esperado da economia. Pode ser observado que, **em momentos de maior instabilidade do ambiente econômico, ocorre certa elevação nas taxas de juros de mercado, como reflexo natural da incerteza associada às decisões de seus agentes.**”<sup>36</sup> (grifei)

49. Assim, os contratos futuros de DI passaram a representar uma boa oportunidade de negócio. Isso porque estes ativos são utilizados como instrumento para acompanhar a especulação em relação às expectativas futuras da taxa de juros no Brasil, protegendo a companhia de possíveis variações.

---

<sup>34</sup> Como exposto no parecer econômico, outros exemplos de índices afetados pelas notícias veiculadas no dia 17/05/2017 foram: (i) Índice Dow Jones, registrando queda de 1,8%; (ii) Índice S&P 500 – SPX, registrando queda também de 1,8%; (iii) Índice Nasdaq, registrando queda de 2,6%; (iv) Índice London Stock Exchange – LSE, registrando queda de 1,5%; e (v) Índice Nikkei 225, registrando queda de 0,5%. (Doc. nº 0850386, pp. 23-28).

<sup>35</sup> Cita-se: (i) “**Juros têm maior alta em 3 semanas com ‘risco Trump’**”. Valor Econômico, publicado em 17/05/2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/4971764/juros-futuros-longos-tem-maior-alta-em-3-semanas-com-risco-trump>>. Acesso em 16/05/2017. (ii) “**Incertezas sobre o governo Trump afetam mercados e Ibovespa cai**”. Valor Econômico, publicado em 17/05/2017. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/4971716/incertezas-sobre-governo-trump-afetam-mercados-e-ibovespa-cai>>. Acesso em 16/05/2017.

<sup>36</sup> ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2010. pp. 110.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

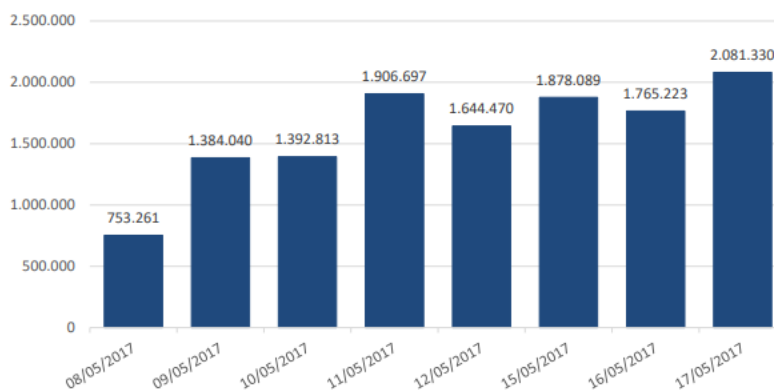
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

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

50. Tais fundamentos econômicos para a realização das operações questionadas pela área técnica não foram apresentados apenas na defesa dos Acusados no presente PAS, mas também foram apontados pelo diretor financeiro do Banco Original, em e-mail enviado em 01/06/2017, algumas semanas após a realização das operações de 17/05/2017. Tal e-mail indica que as explicações eram compartilhadas, já à época das operações, pela diretoria do banco, que não tinha qualquer relação com a informação privilegiada<sup>37</sup>.

51. Além disso, não apenas o Banco Original montou estratégia compradora de contratos derivativos de taxa de juros. O mercado de contratos de futuro DI de 1 dia apresentou uma variação positiva de 18% entre os dias 16/05/2017 e 17/05/2017. Isso demonstra que o Banco Original não era o único *player* que acreditou na valorização da taxa de juros neste período. Parece ter sido uma tendência de parte relevante do mercado, como demonstra o gráfico a seguir apresentado no parecer econômico juntado aos autos.<sup>38</sup>

**Gráfico 20** Evolução diária dos contratos negociados de Futuro DI de 1 dia (08/05/2017 a 17/05/17)



Fonte: B3 - Resumo das operações / Elaboração dos autores.

52. Portanto, existiam fatos legítimos que justificam as operações com DIs realizadas pelo Banco Original. Não à toa, outros agentes de mercado tomaram posições similares, com base nas tendências econômicas de conhecimento público. Nesse mesmo sentido reconheceu a área técnica da CVM na oportunidade do Relatório nº 21/2017-

<sup>37</sup> Doc. nº 0850323, §65.

<sup>38</sup> Doc. nº 0850386, pp. 32.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

CVM/SMI/GMA-2 (“Relatório nº 21”), com base no Ofício 15632/2017-BCB/Desup emitido pelo BCB:

**“O Banco apresentou justificativa considerada plausível pelo DEBAN/BCB, aliada ao fato que, segundo aquela autoridade, 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 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.” (grifei)

53. Além disso, a Defesa trouxe elementos capazes de demonstrar que não há atipicidade das operações quando comparadas com o histórico do Banco Original. Nesse sentido, a CVM, por meio do Relatório nº 21, reconheceu que:

**“(…) chamou a atenção a movimentação do Banco Original no Mercado Futuro de Taxas de Juro DI1, no qual o Banco teve vendas líquidas de 18.355 contratos que, somados à posição já detida de 10.645 contratos, totalizou 29 mil contratos, equivalendo a uma Posição Notional de R\$ 2,9 bilhões. Esta posição gerou para o Banco um ajuste positivo de mais de R\$ 90 milhões. Apesar de expressivos, a posição e ajuste recebido não foram incompatíveis com as atividades e porte do Banco”.** (grifei)

54. Para reforçar a tese de que (i) há fundamentos econômicos e (ii) não há atipicidade nas operações envolvendo os DIs, a defesa de Emerson Loureiro anexou aos autos parecer elaborado pelo profissional de finanças Euchério Lerner Rodrigues,<sup>39</sup> que afirma:

**“Contudo, a realização de um estudo estatístico, com uso de ferramentas bastante simples, é suficiente para demonstrar que o cenário daquele dia fornecia argumentos robustos para qualquer investidor especializado realizar operações similares àquelas realizadas por Emerson.** A aposta na valorização de DI1F21 após oito dias de desvalorização se mostra racional para um investidor que faça uso da análise técnica (ou gráfica), uma vez que tal fato ocorreu em menos de 1% do total de pregões entre agosto de 2009 e 17.05.2017. (...)”

A simples visualização da figura acima revela que, em diversas oportunidades, ocorreram compras de ativos DI1 Futuro mais importantes do que aquela observada no dia

---

<sup>39</sup> Doc. nº 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)

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 DI1F21, quantidade inferior àquela observada em outras 14 oportunidades em que a Mesa Proprietária foi compradora líquida.**” (grifei)

55. Entendo que restou demonstrado nos autos que a decisão de investimento foi tomada com base em fundamentos econômicos legítimos e não são atípicas, *seja* em relação ao histórico da instituição financeira, *seja* em relação ao comportamento dos demais agentes do mercado.

56. Diante do exposto, **acompanho as conclusões do Diretor Relator no sentido de que não há desequilíbrio ilegal no caso concreto**, uma vez que há elementos fáticos suficientes para demonstrar que a decisão de investimento foi tomada com base em fundamentos econômicos legítimos e não em razão de informação privilegiada supostamente repassada por Joesley Batista a Emerson Loureiro.

### II.C. Da Ausência do Elemento de Dolo

57. O último elemento se presta a analisar se, além dos três pressupostos anteriores, os Acusados tiveram, de maneira consciente, o propósito de operar em posição de desequilíbrio ilegal. O dolo pressupõe, portanto, determinada conduta tipificada como ilícito<sup>40</sup>.

58. Como mencionado acima, os Acusados demonstraram que as decisões de investimento em contratos de derivativos de taxa de juros foram tomadas com base em fundamentos econômicos e estão de acordo com o histórico de operações do Banco Original e com tendências de mercado.

59. Em face da ausência dos demais elementos que caracterizam a infração de operação com uso de práticas não equitativas, conforme mencionado nos itens acima, como

---

<sup>40</sup> Como explica Cezar Roberto Bitencourt: “*Dolo é a consciência e a vontade de realização da conduta descrita em um tipo penal (...) representado pela vontade consciente de ação dirigida imediatamente contra o mandamento normativo*”. (BITENCOURT, Cezar R. **Tratado de Direito Penal**: Parte Geral - Arts. 1º a 120 (vol. 1), 28ª Edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2022, p. 276 – 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)

desdobramento lógico, entendo que também não há que se discutir sobre a culpabilidade dos agentes.

### III. CONCLUSÃO

60. Por fim, acompanhando as conclusões do Diretor Relator, com base nos fundamentos acima descritos, entendo que os Acusados devem ser **absolvidos** da imputação de uso de práticas não equitativas no mercado de capitais (Instrução CVM nº 8/1979, II, alínea “d”).

É como voto.

Rio de Janeiro, 29 de maio de 2023.

**João Pedro Nascimento**

Presidente